

Research - Informe N°023

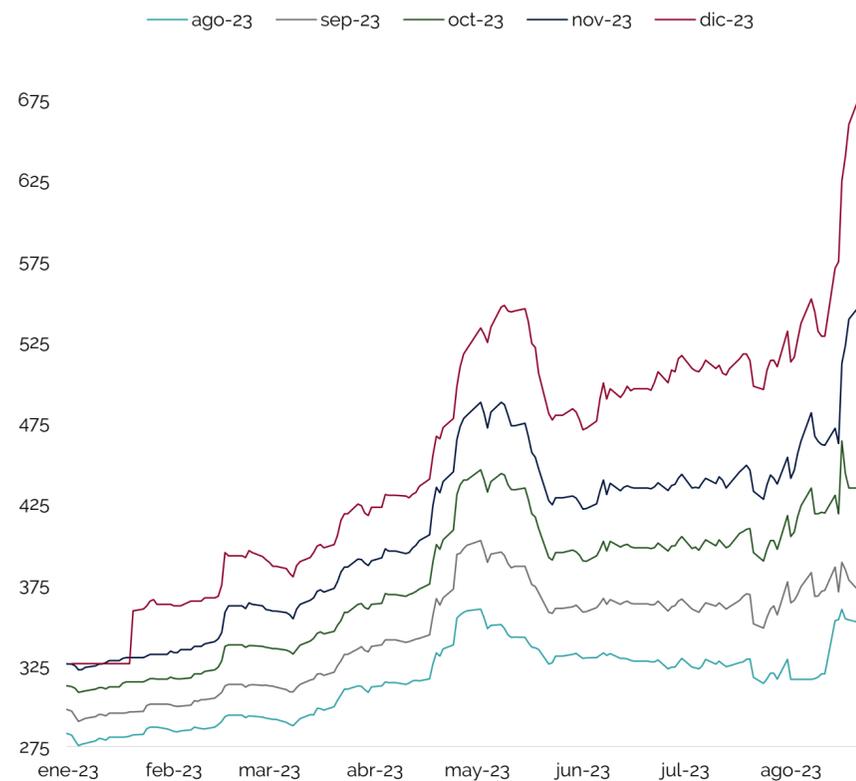
- **Luego de las PASO el Gobierno tomó una batería de medidas cambiarias para endurecer el cepo.**

- **La devaluación no calmó las expectativas devaluatorias, más bien todo lo contrario.**

- **Los déficits gemelos en jul-23: Rojo fiscal y comercial por más gasto público y menos exportaciones.**

- **¿Cumplirá el Gobierno su promesa de mantener el dólar oficial en ARS 350 hasta fines de octubre?**

Precio del dólar futuro por contrato
ARS/USD



¿Qué pasó después de las PASO?

El lunes post PASO publicamos nuestro Informe N°022 resumiendo las reacciones instantáneas al resultado electoral. Recomendamos su lectura como consulta para este apartado. Tanto el mercado como el propio Gobierno reaccionó de distintas maneras. Una vez cerrado el mercado, el Gobierno tomó otras dos medidas adicionales que no incluimos en el informe:

1 Reducción del impuesto PAIS sobre las compras en moneda extranjera.

El Gobierno Nacional tomó la decisión de reducir los impuestos al dólar Qatar, el cual rige para para los consumos con tarjeta que superen los USD 300. El valor de este tipo de cambio se obtiene sumando el valor del dólar minorista, un 30% del impuesto PAIS, un 45% a cuenta de Ganancias y, a partir de la medida, un 5% a cuenta de Bienes Personales (antes 25%). Así es como este tipo de cambio bajó de los ARS 731 hasta ARS 657 (quedando debajo del dólar blue de ese día ARS 685).

2 Límite de nominales en la compra de dólar MEP Y CCL.

La CNV publicó¹ en el Boletín Oficial la Resolución General Nro. 971/2023 la cual establece un nuevo cupo semanal de VN 100.000 aplicable para las operaciones de venta de valores negociables de renta fija nominados y pagaderos en dólares emitidos, bajo ley local y extranjera, con liquidación en moneda extranjera en el segmento de negociación PPT. Este sería un nuevo límite en la compra de USD 30.000 semanales. El Gobierno comunicó que el ticket promedio es de USD 3.000 semanales, con lo cual, esto dejaría afuera solamente a grandes jugadores, permitiendo la dolarización del inversor minorista.

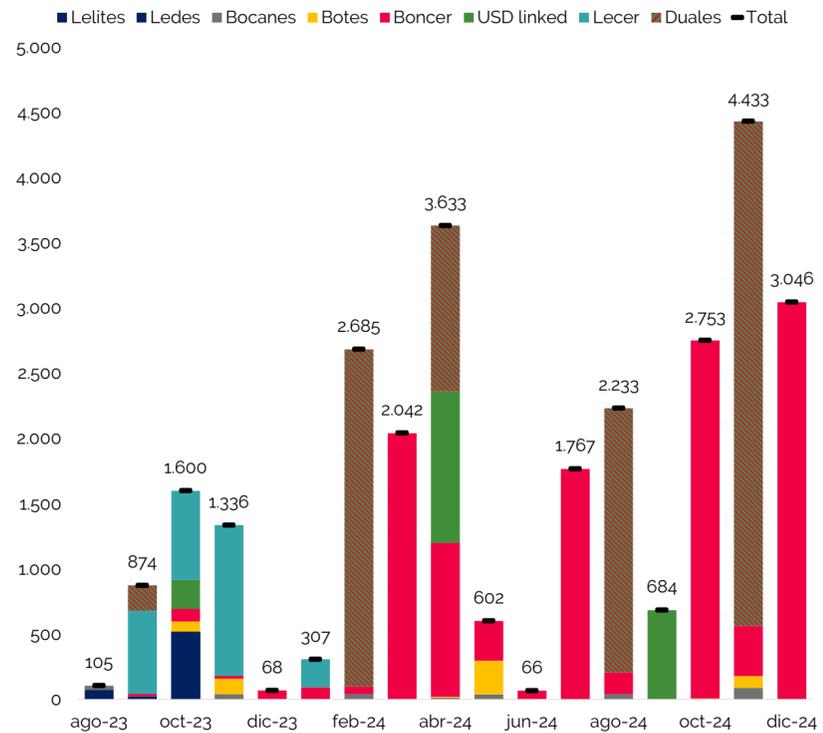
La devaluación sin plan no calmó las expectativas de devaluación futuras.

El gobierno llevó el tipo de cambio mayorista a ARS 350 y explicó que "lo que se hizo fue fijar un tipo de cambio hasta el 30 de octubre, un tipo de cambio fijo aumentando un poco el precio del dólar". La demanda de cobertura reflejada en la presión en los contratos de dólar futuro se incrementó luego de la devaluación. El mercado, por ahora, no muestran una confianza plena en que el BCRA pueda lograr su cometido² de mantener "planchado" el tipo de cambio oficial hasta el 30-oct. El dólar futuro de sep-23 cotiza en \$370 y el contrato que vence a fines de octubre en \$430 (pricea otro salto discreto del 23%)

¹ Resolución general 971/2023 (disponible aquí), ² Ver las declaraciones de Gabriela Cerruti en Diario Perfil (disponible aquí), Página 12 (disponible aquí) o Infobae (disponible aquí).

Perfil de vencimientos del Tesoro Nacional

Por Asset Class | En ARS millones



Una subasta récord en agosto.

Luego del incremento de base monetaria en los dos días post PASO (ARS 645.000 M el 14-ago y 15-ago) en gran parte explicado por la ejecución de puts por parte de los bancos y por la pérdida del BCRA en futuros por la devaluación, se celebró la subasta del 18-ago con una batería de instrumentos CER. Creemos que los bancos, luego de ejercer los puts el lunes, suscribieron a la subasta del viernes con esos pesos en un mecanismo más institucional que el esquema de “financiamiento indirecto” que venía ejerciendo el BCRA a través de la compra de títulos en ARS en el mercado secundario. El martes siguiente, el BCRA adjudicó puts de liquidez por ARS 489.000 M, confirmando la fuerte participación de bancos en la subasta. El MECON adjudicó un total de ARS 822.000 M en la subasta del viernes, y cados los vencimientos por ARS 99.000 M, consiguió un financiamiento neto de ARS 723.000 M. La próxima licitación del Tesoro Nacional será recién el 18-ago que buscará refinanciar vencimientos por ARS 636.000 M, principalmente explicados por la LECER X18S3.

Los déficits gemelos en jul-23.

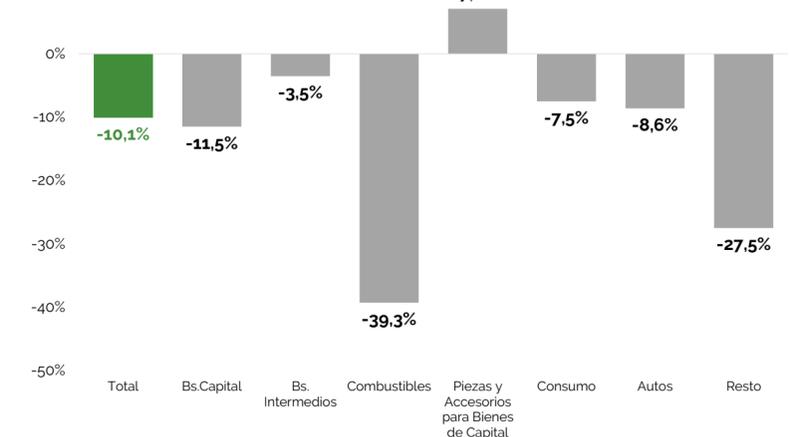
Los economistas llaman déficit gemelo a la presencia simultanea de déficit fiscal y déficit comercial de un país. Si una economía muestra déficits gemelos persistentes a lo largo del tiempo, los inversores y consumidores pierden confianza en la estabilidad macroeconómica del país. Para financiar un déficit comercial persistente, un país necesita divisas internacionales. Si el país no quiere perder reservas, debe buscar un flujo positivo de divisas de alguna otra fuente. Incluso si el déficit fiscal es financiado a través de deuda en divisas (como no es el caso de Argentina porque se financia con emisión en los últimos años), el país tiende a enfrentar mayores costos de financiamiento a medida que los inversores le exigen mayores tasas de interés para compensar el riesgo adicional dada la mayor carga de deuda. Los déficits gemelos crónicos requieren ajustes fiscales o cambiarios (devaluaciones) para no terminar en crisis de balanza de pagos.

1 El déficit comercial de jul-23.

El resultado de la balanza comercial de jul-23 fue deficitario por USD 649 M, USD 165 M inferior al saldo de igual mes del año anterior, período en el cual se había registrado un déficit de USD -484 M. El resultado negativo de jul-23, fue el quinto mes consecutivo de déficit comercial. Las exportaciones cayeron en términos interanuales (-22,4%) luego de haberse contraído un 35,8% en jun-23. Las exportaciones mensuales sumaron USD 6.060 M. Todos los grandes rubros de exportación mostraron caída interanual. En jul-23 las exportaciones netas (exportaciones menos importaciones) de los principales productos derivados del cultivo de la soja y sus subproductos alcanzaron el valor de USD 537 M, (-67,9% i.a.) cayendo USD -1.133 M respecto al año anterior. Por su parte, las importaciones ascendieron a USD 6.709 M y se contrajeron 19,1% respecto al mismo mes del año anterior. El valor de las importaciones disminuyó en USD 1.580 M, ya que los precios cayeron 15,1% y las cantidades cayeron 4,7%. Solo uno de los siete rubros de importaciones mostró aumento: Piezas y accesorios de bienes de capital (+7,1% i.a.). El uso económico que más cayó fue Combustibles, con una variación de -39,9% (USD - 1.434 M).

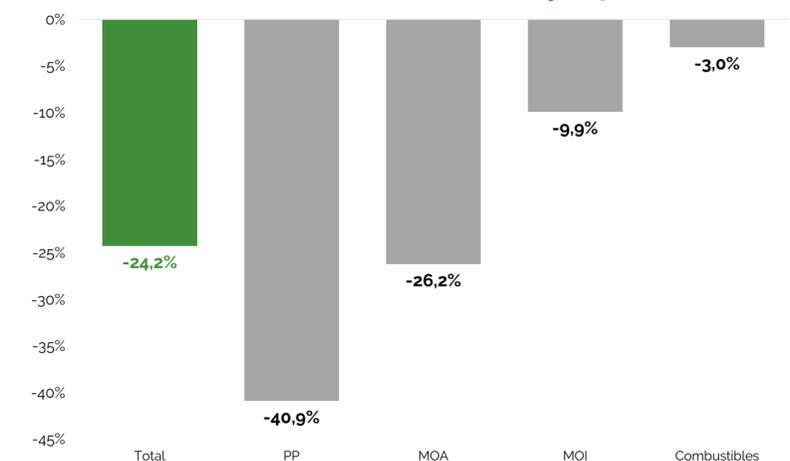
Importaciones por rubros

Variación % i.a. del acumulado a jul-23



Exportaciones por Rubro

Variación % i.a. del acumulado a jul-23



| Resumen Resultado Fiscal | jul-22 | jul-23 | Var. % interanual | Var. % i.a. Real |
|-----------------------------|------------------|------------------|-------------------|------------------|
| Ingresos Totales | 1.310.924 | 2.701.716 | 106,1% | -3,4% |
| Tributarios no COMEX | 619.481 | 1.261.272 | 103,6% | -4,6% |
| COMEX | 149.606 | 145.550 | -2,7% | -54,4% |
| Seguridad Social | 445.250 | 1.005.257 | 125,8% | 5,8% |
| Otros Ingresos | 96.587 | 289.638 | 199,9% | 40,5% |
| Gasto Primario | 1.386.871 | 3.036.082 | 118,9% | 2,6% |
| Consumo Público | 256.626 | 596.321 | 132,4% | 8,9% |
| Seguridad Social | 693.112 | 1.533.605 | 121,3% | 3,7% |
| Subsidios Económicos | 244.816 | 350.724 | 43,3% | -32,9% |
| Gasto de Capital | 87.152 | 262.701 | 201,4% | 41,2% |
| Transferencias a Prov. | 36.723 | 94.884 | 158,4% | 21,0% |
| Otros Gastos | 68.442 | 197.846 | 189,1% | 35,4% |
| Resultado Primario | -75.947 | -334.366 | 340,3% | 106,3% |
| Intereses | 129.718 | 419.877 | 223,7% | 51,6% |
| Resultado Financiero | -205.665 | -754.243 | 266,7% | 71,8% |

Fuente: Parakeet Capital en base a datos de MECON

2 El déficit fiscal de jul-23.

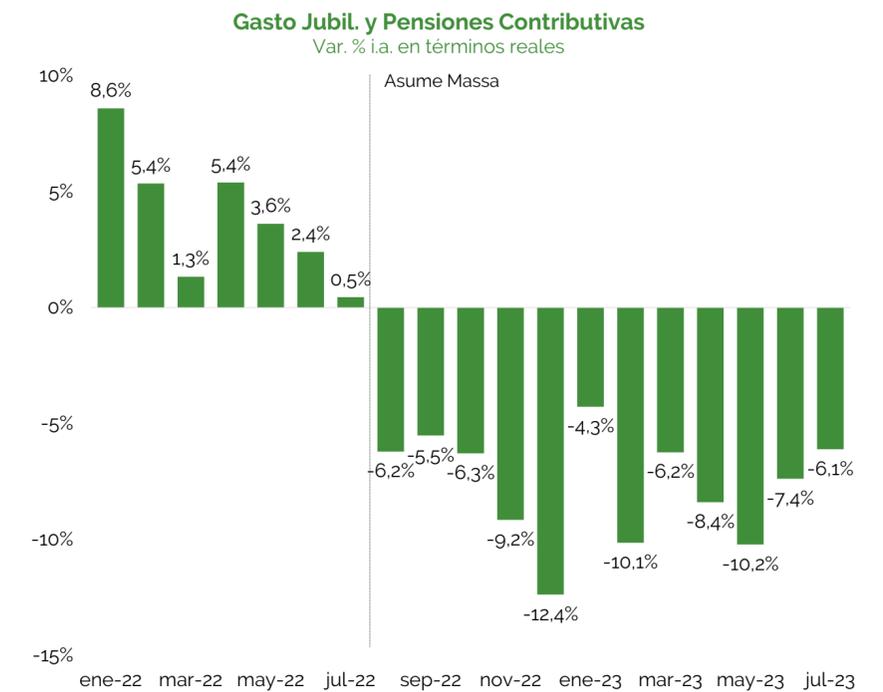
El resultado fiscal de jul-23 fue deficitario en ARS 334.000 M, mostrando un incremento del 340% i.a. respecto al déficit de jul-22 (ARS 76.000 M). El déficit se incrementó porque el gasto primario volvió a crecer (+2,6%) por encima de la inflación por primera vez desde ene-23, sumando ARS 3.036.000 M (+118,9% i.a.), y porque los ingresos totales cayeron en términos reales (-3,4%) luego de totalizar ARS 2.702.000 M.

Dentro de los componentes del gasto público, todos volvieron a mostrar incremento en términos reales en jul-23 en lo que significó la previa electoral a las PASO 2023. Solo cayeron en términos reales los subsidios económicos (-32,9% i.a. real) y el gasto en jubilaciones (-6,1% i.a. real).

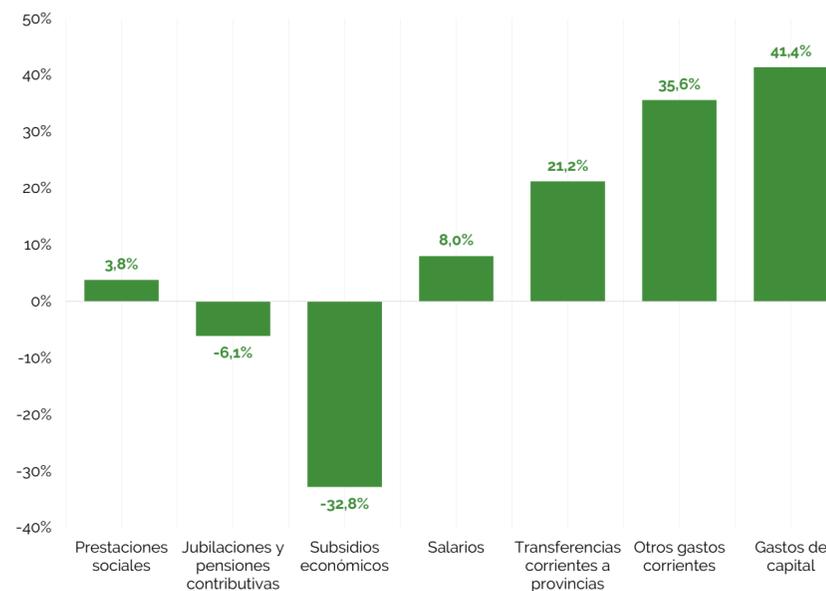
El gasto en jubilaciones y pensiones contributivas mostró una caída real del 6,1%, acumulando doce meses de caídas reales interanuales. A pesar de los bonos discrecionales que otorga la ANSES para jubilados que cobren la mínima, el gasto en jubilaciones con la nueva ley de movilidad que establece que las jubilaciones se ajustarán trimestralmente, sobre una fórmula que se aplicará en un 50% en base a los recursos con destino a la Anses y en un 50% a la evolución de los salarios de los trabajadores estables, en contexto de aceleración de la inflación y de caída de los ingresos del Estado, genera una licuación de las jubilaciones de forma automática y un “aplanamiento” de la pirámide jubilatoria donde cada vez más jubilados se ubican en la jubilación mínima, de \$70.938 en jul-23.

Llega el desembolso del FMI.

Esperábamos con una probabilidad casi de certeza que el FMI desembolse los DEG 5.500 M correspondientes a USD 7.300 M que el FMI debía liberar. El FMI anunció que el directorio ejecutivo aprobó el acuerdo alcanzado a nivel staff el 28-jul. De los fondos ingresados el 23-ago, se le pagó automáticamente USD 770 M a Qatar (deuda del Tesoro) y USD 1.000 M a la CAF, por los préstamos de los últimos dos meses. Las reservas brutas subieron el 23-ago USD 5.364 M hasta los USD 29.001 M. ¿Qué pasó con el Swap chino? Argentina utilizó USD 1.600 M en yuanes para pagarle al FMI el 31-jul, y activó transitoriamente el 2° tramo del swap de USD 5.000 M. Pero China pidió³ que sea cancelado (para ser desactivado). Entonces, de los USD 5.530 M (netos de pagos a Qatar y CAF) que ingresaron al BCRA, unos USD 3.900 M quedaron en forma de DEG y los remanentes USD 1.630 M se utilizaron para cancelar y desactivar el 2° tramo del swap chino utilizado para los pagos del 31- jul. Con este último movimiento quedan cerca de USD 900 M por utilizarse del 1° tramo, que seguiría destinándose a importaciones desde el socio comercial asiático. ¿Y las Reservas Netas? Después de todos los artilugios que logró armar el Gobierno para realizar el pago del jul-23 y ago-23 al FMI, y el desembolso del 23-ago, las reservas netas subieron a USD -4.000 M (desde un negativo estimado de USD -10.100 M el 22-ago). Pero no hay que dejar de descontar que antes del 31- oct, Argentina deberá realizar nuevos pagos de capital al FMI por USD 3.500 M y otro pago de intereses en la primera semana de nov-23 por USD 720 M. El mercado sabe que el aumento de RIN será transitorio y luego de las elecciones generales las RIN volverán a estar debajo de los USD -8.000 M. Y esto suponiendo neutralidad en el MULC (exportaciones menos importaciones) y que el BCRA no pierde divisas interviniendo los mercados paralelos. Considerando estos factores, es posible que, a comienzos de noviembre, las reservas Netas vayan a valores de hasta USD -10.000 M / USD -12.000 M.



Componentes del Gasto Primario
Variación porcentual real interanual para jul-23



Fuente: Parakeet Capital en base a datos de MECON

³ Ver noticia de prensa de Reuters (disponible aquí).

Tipo de Cambio Real

Índices base 31-dic-21=100



La pregunta clave ¿La Macro sobrevive el período inter-elecciones?

Por lo pronto la suba de la tasa de interés contiene (en menor o mayor medida) a los pesos de la economía. El cepo cambiario evita que los pesos puedan dolarizarse libremente. La suba de la tasa de interés también evita el incentivo perverso de endeudarse en pesos mientras se espera a una devaluación con activos dolarizados al oficial (como es el caso de los exportadores). No está claro que la macro como está aguante los próximos 70 días y casi con seguridad se necesitarán nuevas medidas cambiarias, fiscales e impositivas para sostener el esquema.

¿Cumplirá el gobierno su promesa de mantener fijo el tipo de cambio en ARS 350 hasta fines de oct- 23?

Creemos que es muy posible que cumpla la promesa, pero se llegará a fines de octubre con un tipo de cambio real más bajo que a las PASO, esto es porque la inflación de los 70 días entre elecciones superará el 22% del salto discreto del 14-ago según nuestras estimaciones. De hecho, el salto discreto representó un incremento del 21,1% en el índice de tipo de cambio real (ajustado por inflación local e internacional de nuestros principales socios comerciales) que en los últimos 10 días después de la devaluación, cayó un 1,7%. Es decir, se consumió el 8,1% de la devaluación en 10 de los 70 días interelecciones (el 14% del tiempo) pero aquí hay un tema metodológico importante: el BCRA corrige por una inflación local desactualizada⁴, porque que se toma el último dato del REM, que el BCRA recopiló a fines de jul-23 y postergó su publicación⁵ hasta después de las PASO. La inflación esperada por el REM para ago- 23 era de 7,9% y las mediciones recientes de alta frecuencia la posicionan la inflación de ago-23 por encima del 10%, lo que implica que el ITCRM se corregirá a la baja con la próxima publicación de nuevos datos (tanto de REM como de inflación de INDEC).

¿El dólar está caro o está barato?

Es una pregunta muy consultada post PASO con la reciente corrida contra los dólares financieros. Respondemos que “depende”. Si uno mira para atrás, el tipo de cambio real de los dólares financieros es el segundo más alto desde el fin de la hiperinflación, solo superado por el alcanzado en medio de la corrida de oct-20. El tipo de cambio real del dólar alcanzando el 16-ago-23 fue un 13% superior al pico del tipo de cambio alcanzado a la salida de la convertibilidad en el año 2002, y fue un 11% mayor al pico del 22-jul antes de la asunción de Massa. Si uno mira hacia adelante, las cosas no están tan claras. En un evento de hiperinflación o ante una corrida frente a una eventual dolarización el dólar podría seguir la tendencia alcista (como referencia, en los picos de la hiperinflación, el tipo de cambio blue a precios equivalentes a hoy estaría arriba de ARS 1.500). Pero si el escenario se estabiliza, el mercado le cree a Massa en el corto plazo, y aumentan las probabilidades de una transición sin sobresaltos, en el escenario dónde cualquiera de los tres candidatos salga victorioso, el dólar de ARS 780 podría haber sido solo el pico de un overshooting cambiario como tanto otros hemos tenido en estos últimos años.

⁴ La metodología del ITCRM explica que, dado que la información mensual sobre el IPC se obtiene con un rezago de entre uno y dos meses, el cálculo del ITCRM diario para el mes corriente (y hasta dos meses atrás) se realiza a partir de la replicación de las variaciones interanuales según los últimos datos de los índices de precios representativos para información aún no conocida. Cuando aún no se dispone de los datos oficiales, tanto para la estimación de inflación del mes corrientes como del mes anterior, se toma la mediana de la variación mensual del IPC del INDEC que surge del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) que conduce el BCRA. En virtud de lo anterior se recalcula el ITCRM diario dos veces al mes: el día hábil posterior a la publicación del nuevo REM, y el día hábil posterior a la publicación del nuevo IPC del INDEC, reemplazando la variación mensual estimada para el mes anterior con la variación efectiva reportada por el organismo.

⁵ El REM correspondiendo a jul-23 publicado el día 15 de agosto de 2023, se difunden los resultados del relevamiento realizado entre los días 27 y 31 de julio de 2023

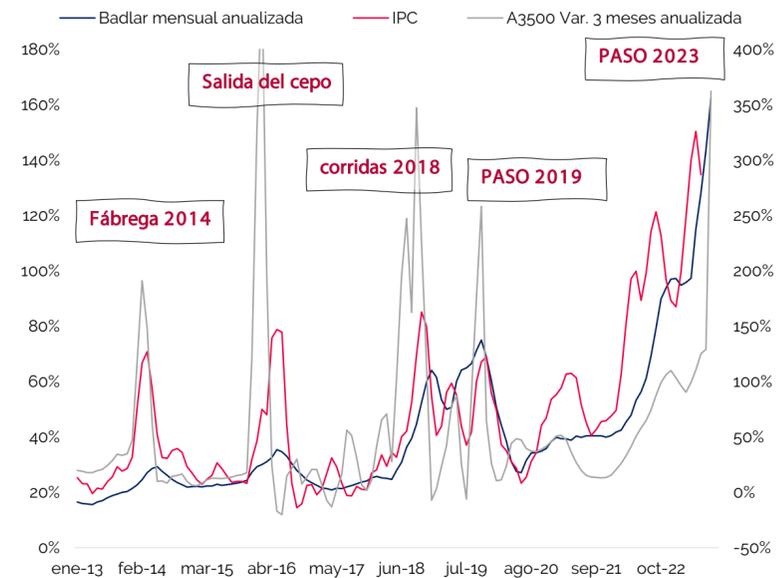
Tipo de Cambio Real y Nominal Índices base 24-08-2023 = 735 (precio Blue)



Una economía mucho más desequilibrada.

Lo cierto es que hoy la devaluación agarra a la economía en un punto de partida de mucha mayor nominalidad que los otros 4 eventos de devaluación de los últimos 20 años. La economía está corriendo a una tasa anualizada de 150%, mucho más acelerada que en las devaluaciones de 2014, 2015, las corridas cambiarias de 2018, o las PASO 2019. El riesgo de espiralización es mucho mayor y las decisiones contractuales se toman a plazos muchos más cortos. La situación es mucho más similar al período 1987-1988 con desdoblamiento cambiario y un régimen de inflación mucho mayor. El riesgo de terminar de una manera similar a aquella vez reside en la capacidad política del oficialismo, de las acciones que lleven a cabo las -ahora- dos fuerzas opositoras y como sus vínculos con el FMI afecten las políticas económicas en las próximas semanas. Por lo pronto esperamos una aceleración sustancial de la inflación que, posiblemente, alcance los dos dígitos en el mes de ago-23 y sep-23.

Últimas aceleraciones inflacionarias Var. % trimestrales anualizadas



Bruno Panighel | Head of Research | bpanighel@ParakeetCapital.com.ar



Disclaimer
Parakeet Capital S.A. es un Agente de Liquidación y Compensación registrado bajo el N° 230 y un Agente de Colocación y Distribución de Fondos Comunes de Inversión registrado bajo el N°176 ante la Comisión Nacional de Valores. La información contenida en el presente informe se expone a título meramente informativo, y no constituye una recomendación de inversión, invitación, oferta, solicitud u obligación por parte de Parakeet Capital S.A. para llevar a cabo operación o transacción alguna. El destinatario del informe deberá evaluar por sí mismo la conveniencia de los instrumentos mencionados en el presente. La información, noticias, valores y números aquí consignados son obtenidos de fuentes de mercado que se presumen confiables y si bien se han tomado recaudos razonables, Parakeet Capital S.A. no garantiza la plena ni parcial exactitud o exhaustividad de la información vertida ni de los resultados analíticos ni contables. Las opiniones, estimaciones y proyecciones incluidas en el reporte reflejan el juicio actual de Parakeet Capital S.A. a la fecha del reporte, y están sujetas a cambios sin previo aviso. El rendimiento pasado de las inversiones no constituye una guía para el rendimiento futuro de las mismas.