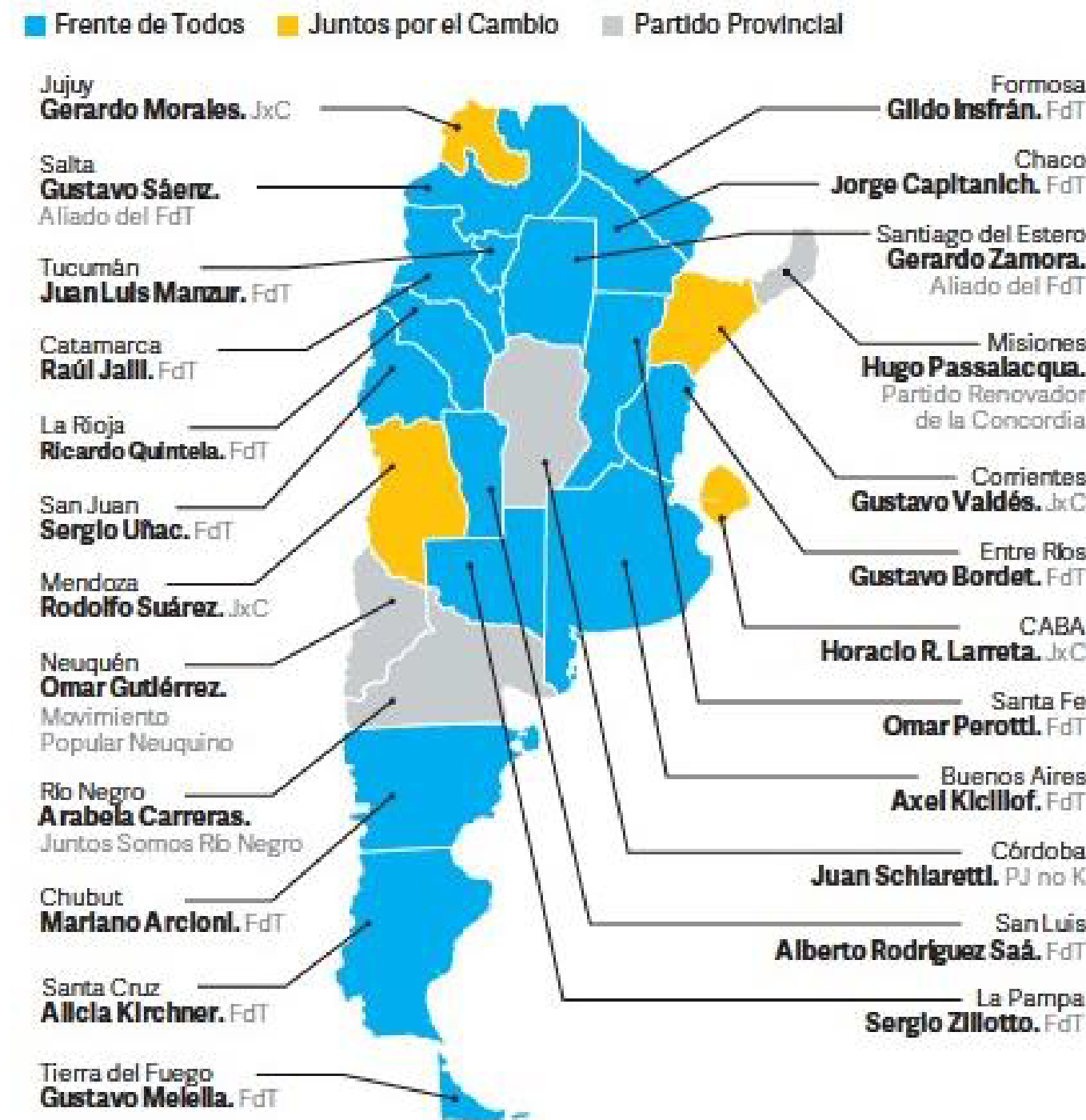


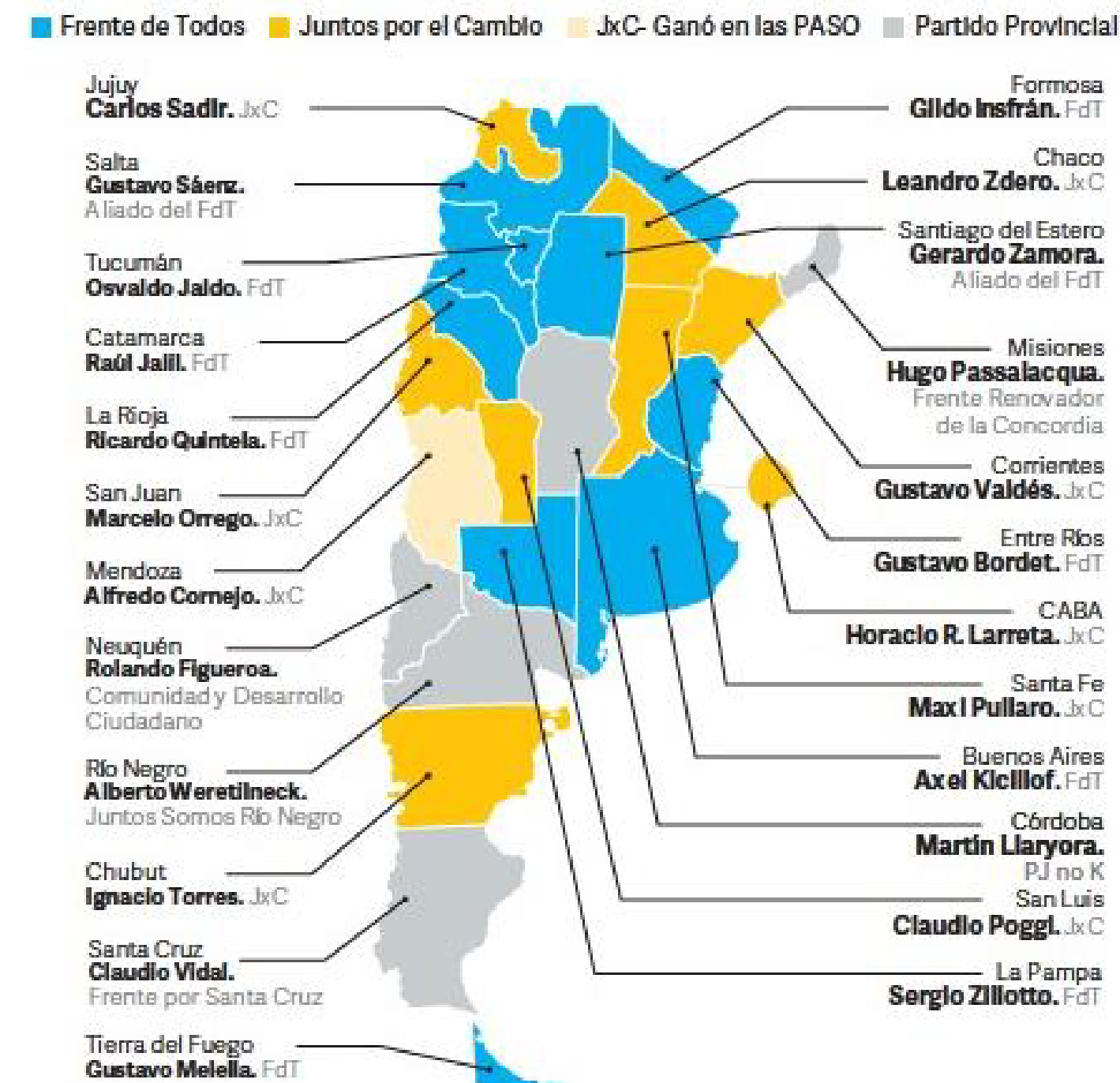
Research - Informe N°025

- Victoria de JxC en Chaco que se posiciona como la coalición con más gobernadores electos en 2023.
- La inflación post devaluación vuelve a batir récords. Cinco puntos relevantes sobre el dato de ago-23
- El Merval lateraliza luego de la racha histórica de variaciones negativas consecutivas.
- La mejora de la situación del BCRA en el MULC y las cuatro propuestas de salida del cepo cambiario.

Mapa Gobernadores – Configuración actual



Mapa Gobernadores – Cambios elecciones 2023



La elección de Chaco.

Leandro Zdero, el candidato de Juntos por el Cambio (JxC), obtuvo más del 46% de los votos, evitó el balotaje y se convirtió en el nuevo gobernador electo. Jorge Capitanich reconoció la derrota la misma noche del domingo. La victoria de Zdero le puso un cierre para los 16 años de dominio político de Jorge Capitanich en Chaco. Pese a la sorpresa nacional que significó el triunfo de Javier Milei en las PASO 2023, sus candidatos en las elecciones provinciales no obtienen buenos resultados. El aspirante a gobernador de Chaco por parte de La Libertad Avanza (LLA) en las elecciones provinciales de este domingo, Alfredo "Capi" Rodríguez sacó apenas el 3,43% de los votos y quedó cuarto.

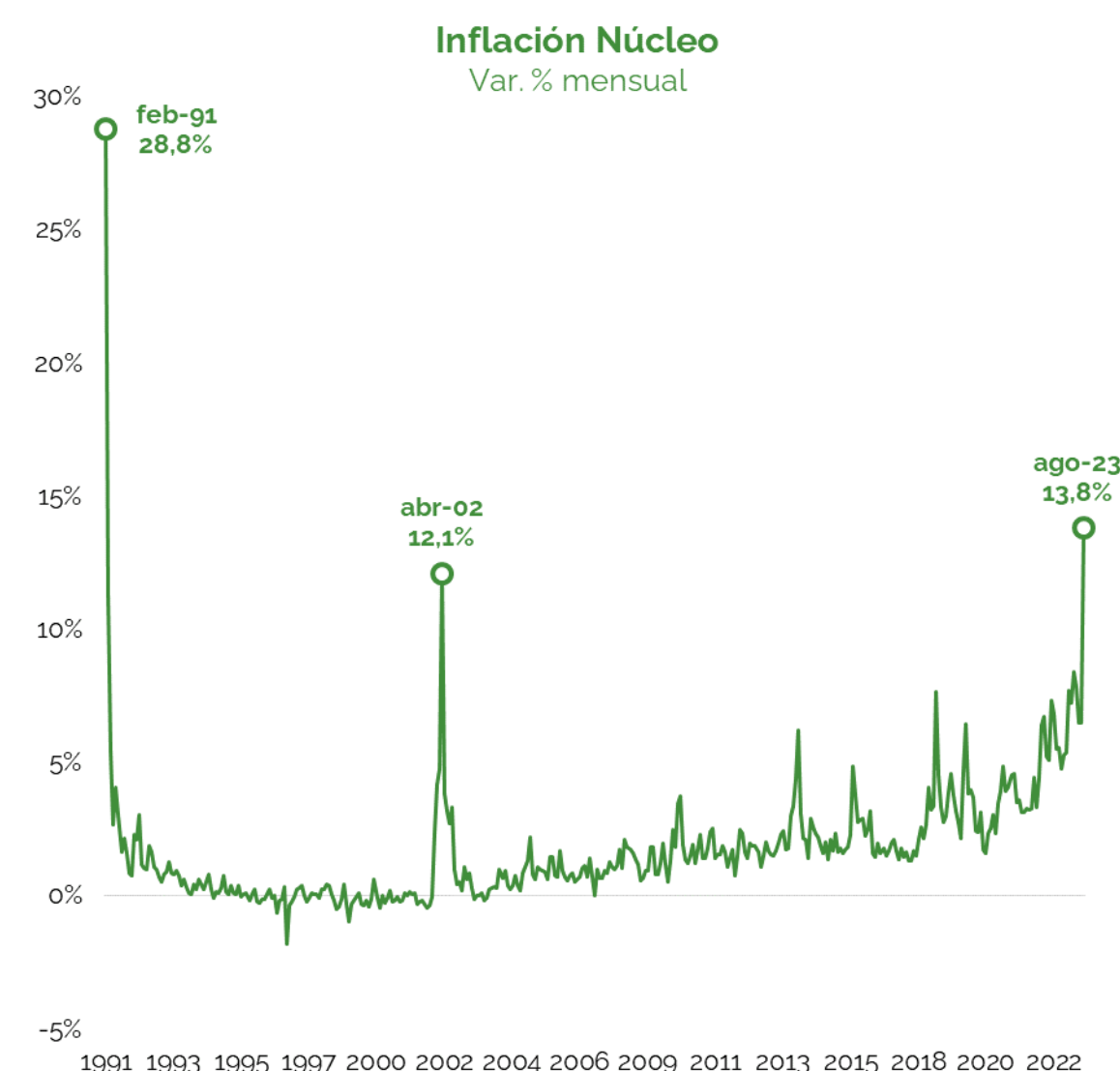
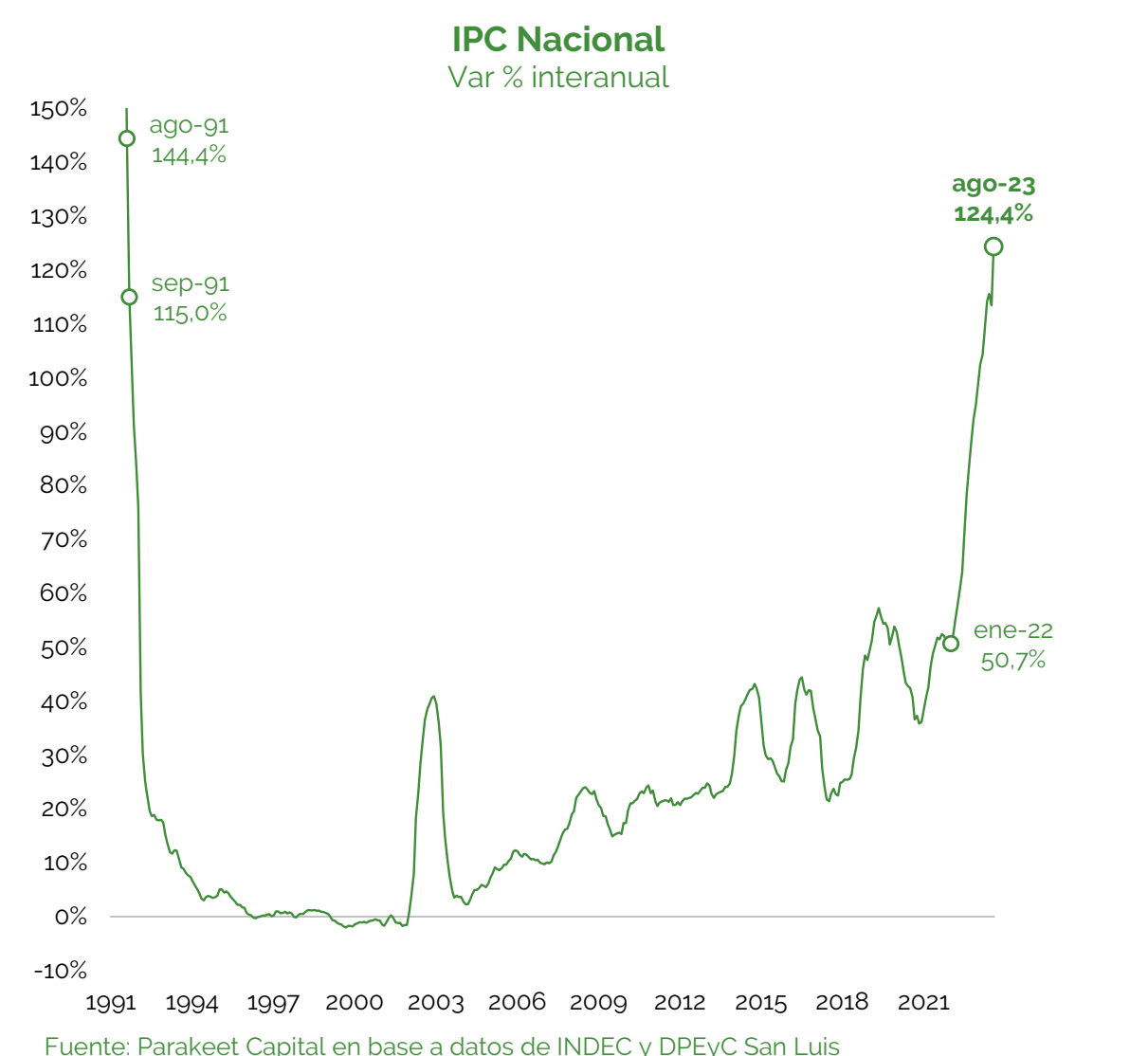
¿Como queda el mapa electoral?

La configuración actual de gobernadores muestra una clara dominancia de UxP que perderá varias provincias cuando finalice este año. De los 24 distritos, actualmente UxP tiene 16 gobernadores, mientras que cuatro son de partidos provinciales y cuatro representan a JxC.

Tras la victoria en Chaco, de un total de diecisiete que ya pusieron en juego en lo que va del año, JxC sumó un total de siete provincias; Unión por la Patria se quedó con otras cinco; y en los seis distritos restantes triunfaron fuerzas locales. De los cinco distritos que restan por definir en 2023, seguramente JxC gane en Mendoza y CABA, y con altas chances pueda triunfar en Entre Ríos, alcanzando un total de 10 gobernaciones.

La inflación bate récords.

El INDEC publicó la evolución del Índice de Precios al Consumidor (IPC) de ago-23, que arrojó **una suba mensual de +12,4%** (306,6% anualizado). La inflación general mostró una variación interanual de 124,4%, acelerándose (+11,2 p.p.) respecto a la medición previa. **Planteamos 5 puntos relevantes sobre el dato de ago-23.**



1 Récords históricos de nominalidad al alza.

Los precios aumentaron a un ritmo mensual de dos dígitos por primera vez desde la salida de la convertibilidad en abr-02 (+10,4%) y, la tasa mensual es la más alta desde feb-91 (+27,0%), dos meses antes de que se establezca la convertibilidad. En los últimos doce meses, los precios alcanzaron una suba de 124,4%, mostrando la mayor velocidad de aumento desde ago-91, donde la inflación alcanzó un ritmo de +144% i.a. para luego descender a tasas de un dígito hasta la salida de la convertibilidad.

2 La inflación es regresiva y está siendo explicada por el aumento de los alimentos.

En general, la inflación siempre es regresiva porque afecta al que tiene ingresos fijos en pesos y al que usa mucho efectivo, que es el caso de las personas de menores ingresos. La división de mayor aumento en el mes de ago-23 fue Alimentos y Bebidas No Alcohólicas (+15,6%), producto de la suba Carnes y derivados (+26%), Verduras, tubérculos y legumbres (+19%) y Pan y cereales (+12%). La inflación núcleo fue +13,8% mensual en el mes de ago-23, incrementándose +7,3 p.p. respecto a la medición anterior.

3 La devaluación sin plan pasó rápidamente a precios (pass-through).

Los mecanismos de indexación presentes en la economía aceleraron el pass-through de la reciente devaluación. La suba a ARS 350 del tipo de cambio A3500 implicó un alza del 22% que se verá eclipsada en apenas dos meses de mantener fijo el dólar. En agosto se consumió el 46% de la devaluación, y en septiembre se alcanzará un 90%. Para las elecciones generales el tipo de cambio real será menor que el vigente al del 13-ago (previo a la devaluación) lo que generará claras presiones de otro salto discreto más adelante. Un segundo salto cambiario traería, además de una consolidación de la inflación mensual de dos dígitos, una segunda ola de aceleración inflacionaria. Además, si Massa llega performing para un posible ballotage (con fecha del 19-nov), podría incluso mantener el tipo de cambio fijo en ARS 350 por otros 28 días con una inflación mensual de dos dígitos, lo que llevaría al tipo de cambio real a valores comparables a los de la salida del cepo en 2015 o a los previos a la salida de la convertibilidad en 2002.

4 La nueva publicación del MECON: un relevamiento semanal de la inflación.

Luego del salto récord del nivel general de precios de ago-23, la secretaría de política económica difundió el primer análisis semanal de la inflación que concluyó que “hubo una desaceleración de precios en los últimos días” y que esperan “que los registros semanales de inflación acentúen y consoliden su tendencia a la baja en las próximas mediciones”. El titular de la cartera, Gabriel Rubinstein, anunció¹ que el indicador de inflación semanal del MECON será publicado cada viernes. La inflación semanal habría mostrado un pico de 4,8% en la semana post PASO (que terminó el 20-ago) para luego descender hasta el 2,1% en la semana que finalizó el 10-sep.

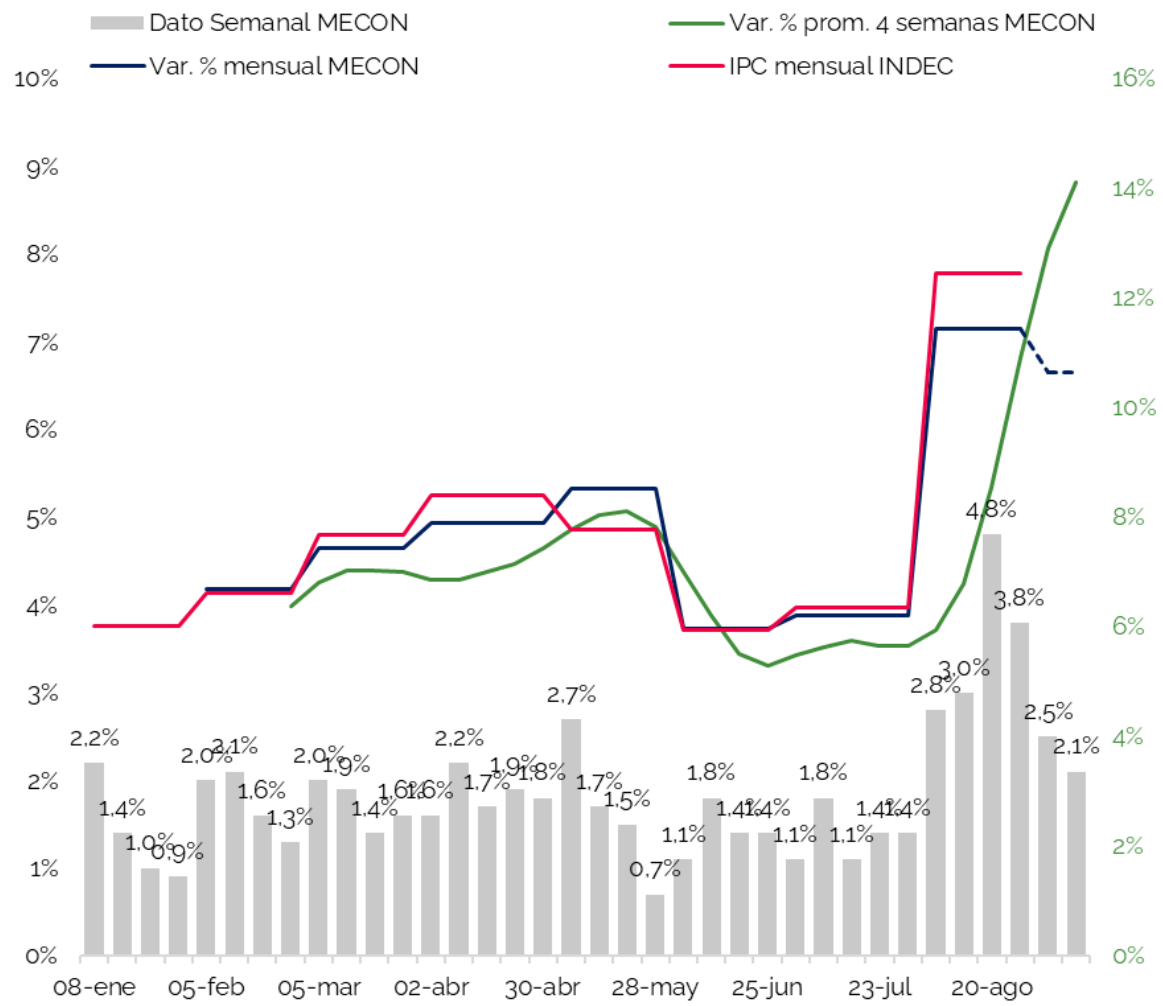
5 El arrastre estadístico para sep-23 anticipa otra inflación de dos dígitos.

El arrastre estadístico se da en toda medición realizada mediante promedios. Particularmente para el dato del IPC, donde el índice de un período resulta de promediar las observaciones diarias para un mes calendario, el efecto de arrastre estadístico no es percibido por la población.

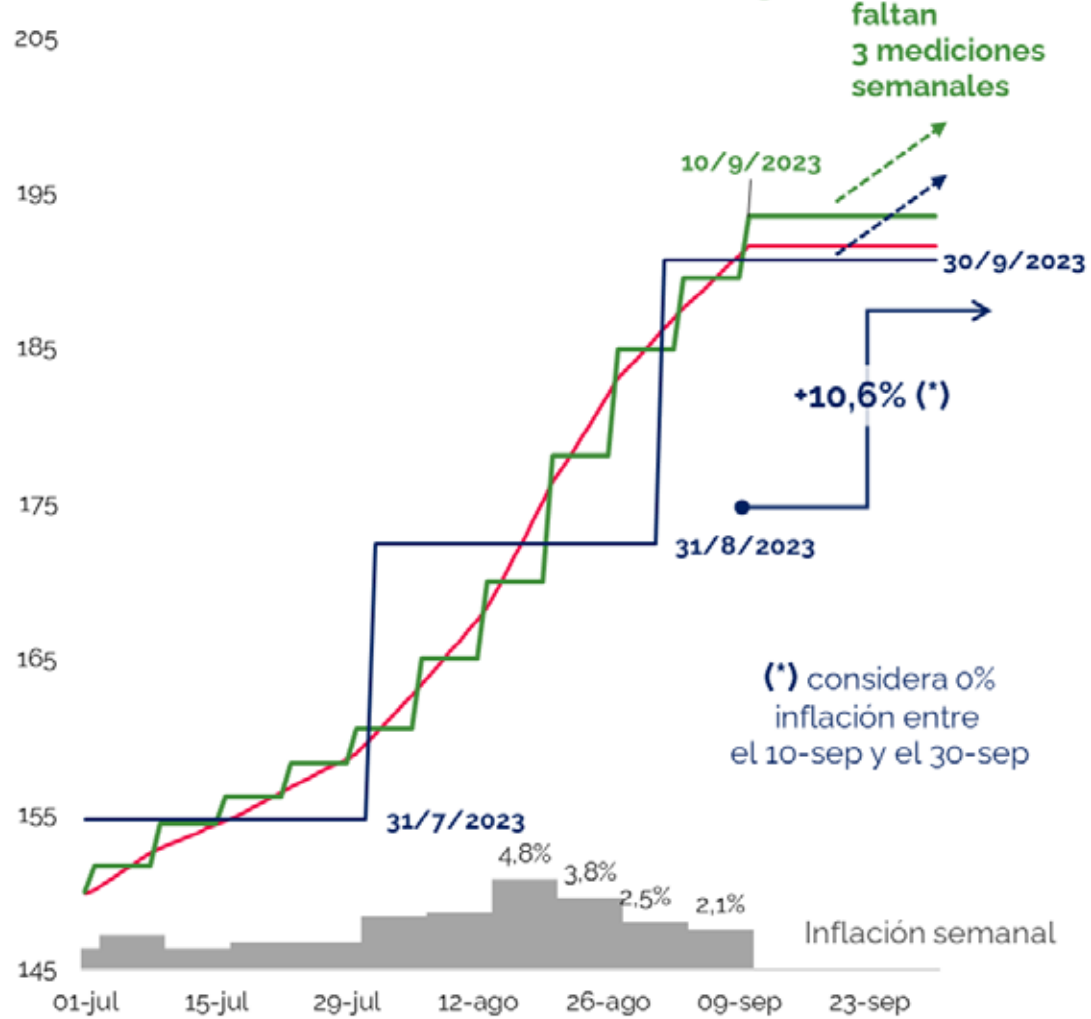


¹ Cuenta de Twitter de Gabriel Rubinstein citando a la cuenta oficial de la secretaría de Política Económica ([disponible aquí](#))

IPC Semanal MECON
Métricas semanales y mensuales



IPC Semanal MECON
Base 100 = 1ª semana de ene-23



Un aumento de precios que ocurre cerca de fin de mes no se reflejará por completo en el índice de ese período, sino que se trasladará como arrastre estadístico para el mes siguiente. Como la devaluación generó un pico de inflación en la semana entre el 14-ago y el 20-ago, la inflación de agosto (que es la variación de un índice promedio mensual) solo captó este mayor índice entre el 14- ago y el 31-ago (55% del mes) y tendrá un efecto similar (arrastre) en el 45% del mes de septiembre. Suponiendo que los precios no suben en sep-23, el arrastre estadístico deja una inflación mensual del 10,6%. Con inflaciones semanales del 1%, sep-23 alcanzaría el 11,8% mensual; y con inflaciones semanales del 2% la inflación de sep-23 sería mayor a la de ago-23, alcanzando el 12,9%.

Suponiendo que los precios suben 0% entre el 10-sep y el 30-sep, la inflación mensual de sep-23 sería del 10,6%.

El Merval recuperó terreno luego de las caídas de la primera quincena de septiembre.

En nuestro Informe N°024 contamos que los activos financieros argentinos en general operaron a la baja los primeros días de sep-23. Particularmente, el Merval anotaba siete ruedas consecutivas de caídas que se estiró hasta nueve caídas consecutivas el 11-sep, hecho que solo se observó 3 veces en los últimos 30 años. El Merval acumuló una caída de 18,2% (medido en USD) entre el 29-ago y el 11-sep. De esa racha de bajas, el merval salió lateralizando, mostrando subas y bajas en las siguientes ruedas, pero acumulando un incremento en USD del +7,2% hasta el 21-sep.

Mas cepo a empresas que operan en el MULC.

Mediante un comunicado² publicado en su sitio web, el BCRA estableció que las entidades financieras deberán incorporar a la Declaración Jurada que firman las empresas para acceder al mercado de cambios que no realizaron, ni lo hicieron sus directores y accionistas, de manera directa o indirecta o por cuenta y orden de terceros, operaciones de títulos valores con liquidación en moneda extranjera. La norma vigente establece que, si una firma accede al mercado de cambios, esa firma, su controlada o controlantes, sus directores y accionistas no pueden³ realizar operaciones de liquidación de activos en moneda extranjera, durante un lapso de 90 o 180 días, según el instrumento, previos y posteriores al acceso al mercado de cambios. La precisión dispuesta por el Directorio del BCRA señala que esa restricción ha operado siempre de manera directa o indirecta o por cuenta y orden de terceros.

Nueva racha de compras por parte del BCRA.

En la jornada del jueves 21-sep, el BCRA terminó la rueda on compras por USD 1 M en el mercado de cambios. La racha positiva de compras se extiende ahora a 28 ruedas consecutivas y en el mes acumula ingresos por USD 514 M. Se trata de la serie de compras más prolongada desde el periodo de cosecha gruesa del año 2021. Asimismo, en el transcurso del 2023 el BCRA todavía mantiene un saldo neto negativo de unos USD -1.766 M por su intervención en la plaza mayorista. El Programa “dólar soja 4” fue una explicación de la mejora respecto a las cifras comercializadas en los meses previos sin esquema ya que, en tan solo los 10 primeros días hábiles de vigencia, se comercializó un 88% más que todo el volumen registrado en el mes de ago-23.

El Impacto contable de la devaluación.

Los activos del BCRA están mayormente denominados en USD y sus pasivos en ARS. Con una devaluación del dólar oficial, los pasivos se “licúan” medidos en USD y los activos se mantienen al mismo valor (salvo la porción que no esté medido en USD o que cotice en el mercado, como los Bonares). Con la devaluación post PASO el BCRA licuó un 9% del total de sus pasivos, bajando de ARS 147.000 M a 135.000 M. Esto es simplemente un impacto contable en el balance del BCRA y, recordemos, que desde el 17-dic-2019 el BCRA pasó de valorar los títulos del tesoro en su poder a valor técnico (y no valor de mercado) lo que se refleja que el patrimonio neto del BCRA sea positivo (valuando los títulos públicos a valor de mercado el patrimonio neto del BCRA es negativo).

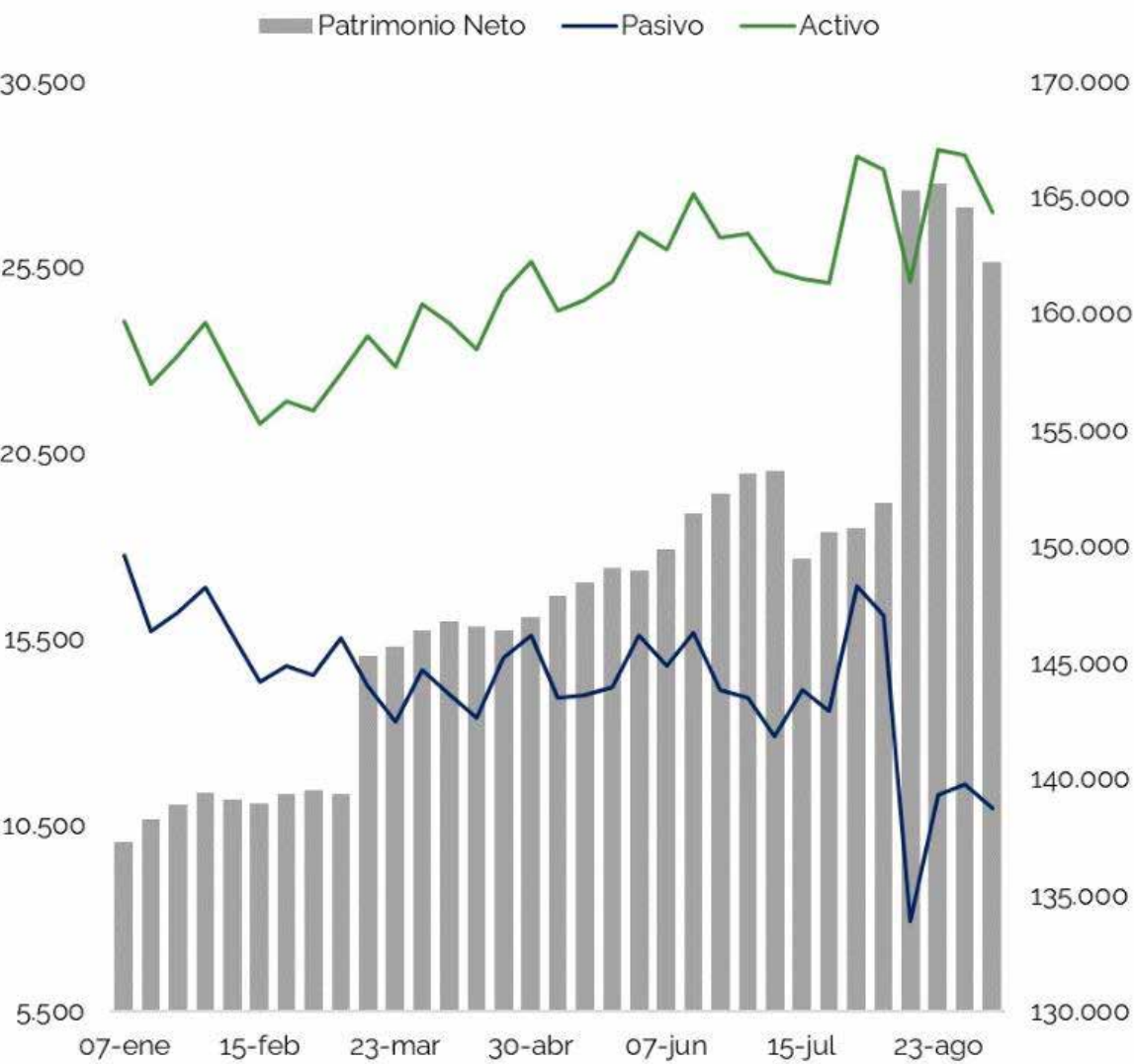
² Comunicado oficial del BCRA (disponible aquí) ³ Determinado en la Comunicación "A" 7838 (disponible aquí)

Compra Divisas BCRA en el MULC
En USD millones | Media Móvil 20 días



Fuente: Parakeet Capital en base a datos de BCRA

Balance BCRA en USD oficiales



La macro aguantará el período Inter elecciones, pero a costa de mayores desequilibrios macroeconómicos.

Los activos en pesos pricearon una suba de tasas de interés que al final no ocurrió en la primera quincena de sep-23, y sin desatar ventas descontroladas de la curva pesos. En nuestro Informe N°022 decíamos que no estaba claro que la macro aguatare los 70 días entre elecciones y que, casi con seguridad, se necesitarían nuevas medidas cambiarias. El dólar soja 4 permitió una baja de los dólares paralelos gracias al 25% de la liquidación que se permite ingresar al país al precio de los tipos de cambio financieros. El BCRA mantiene las SIRA y SIRASE como el principal instrumento de control y el instrumento para imponer restricciones cuantitativas de importaciones (base caja, que es lo que medimos con las compras diarias en el MULC). La escasez que generó el faltante de importaciones se traslada parcialmente a los precios, pero la devaluación post PASO se trasladó completamente a la brecha cambiaria al cabo de una semana, dando lugar a una aceleración nominal que encubre los desfasajes de precios relativos. **La economía argentina entró en un régimen de inflación mensual de dos dígitos del cual no saldrá en el corto plazo.** La salida del cepo (gradual, parcial, completa o discreta) generará más inflación en el corto plazo. La peor alternativa que puede presentarse es continuar con el cepo cambiario, porque mientras esté no habrá manera de que ingresen divisas al país y seguirán faltando dólares para la importación, lo cual llevará a la paralización de la economía, algo que, parcialmente, ya está ocurriendo.

Hoy, se presentan cuatro propuestas principales como opciones para salir del cepo.

1 Dolarización.

Esta medida es la más controversial por las dudas sobre su viabilidad y legalidad⁴ para ser implementada en las actuales condiciones de la economía argentina. Incluso el mismo Javier Milei aclaró que no se puede realizar desde el primer día de gestión. También se pronunció recientemente el presidente de la Corte Suprema, Horacio Rosatti, que dijo⁵ “la dolarización es inconstitucional” si implica la eliminación del peso. Finalmente, el 20-sep, abogados y constitucionalistas publicaron⁶ una solicitada manifestándose en contra de la dolarización y la eliminación del BCRA, que serían facultades del Congreso.

2 Salida del cepo en forma gradual.

La posibilidad de eliminación de modo gradual requiere que ingresen divisas genuinas provenientes de exportaciones, y que el BCRA compre las divisas con pesos para aumentar las reservas. Esta solución depende de factores internos y externos no controlables (tasas de interés internacionales, precios de commodities, etc). Pero mientras haya cepo no habrá ingresos netos de divisas. Además, para poder comprar las divisas provenientes del comercio exterior, el BCRA tiene que emitir pesos que por ahora no se demandan. Si la demanda de moneda no aumenta, habrá que absorber esa emisión vía LELIQ y pases, impulsando los desequilibrios monetarios actuales y futuros. Este esquema tarde o temprano, bajo las premisas actuales, llevaría a reestablecer el cepo cambiario por las presiones cambiarias o inflacionarias, o a la necesidad de buscar una de las otras tres alternativas aquí propuestas.

3 Salida del cepo con crédito para fortalecer las reservas del BCRA.

Las reservas netas del BCRA son negativas, por lo cual, salir del cepo en estas condiciones, es prácticamente imposible. La opción de tomar un crédito (o varios créditos) para engrosar las reservas, dotar de liquidez el BCRA y salir del cepo en forma inmediata y completa, tampoco se muestra como una medida muy resolutive. ¿Tiene sentido endeudarse para salir de cepo? Si no hay confianza en que la salida funciona ¿Tiene sentido vender reservas a un tipo de cambio menor al de mercado? ¿Si la deuda la tomase el Tesoro, a que tasa lo haría con un riesgo país de 2.000 p.b.? Además, el ingreso de divisas provenientes del endeudamiento (liquidadas al MULC si las ingresa el Tesoro) podría atrasar el tipo de cambio (situación similar a 2016-2017) que terminaría con una dilapidación de reservas. Los importadores aumentaron la deuda comercial en USD 20.000 M y deben pagarla o renovarla en 2024. Este tipo de programa devengaría en la aplicación de algunas de las otras alternativas.

⁴ Ver por ejemplo la opinión de Horacio Liendo ([disponible aquí](#))

⁵ Se pueden leer sus comentarios en La Nación ([disponible aquí](#))

⁶ Se pueden leer la solicitada en La Nación ([disponible aquí](#))

4 Salida del cepo con un plan económico integral + reformas estructurales + shock de confianza.

La salida del cepo debe tener subyacente un plan económico consistente e integral, sustentado en un fuerte respaldo político. El cepo achica el comercio exterior del país y además de impedir la salida de divisas, impide también su ingreso. Liberar el tipo de cambio es fundamental para pensar en un comercio exterior más fluido que el actual. Para hacer crecer las exportaciones de forma genuina debería aumentar la apropiabilidad de ingresos por parte de los exportadores, lo que requiere disminuir impuestos a las exportaciones para alinear los incentivos económicos. Para la cuenta capital es necesaria reglamentar una mejora en los derechos de propiedad. El plan debe tener objetivos de mediano plazo con el fin de encarar reformas estructurales (de Estado, tributaria, laboral, etc). Es lógico que de arranque con un programa así, el tipo de cambio unificado sería, en términos reales, más alto que el actual dólar oficial, e incluso podría ser mayor a los financieros si el plan se muestra como inestable o no sostenible en el mediano plazo.

Lo que viene post elecciones.

La opción elegida entre las cinco alternativas (incluimos mantener el cepo como quinta opción) será la primer gran medida de política económica que tenga que tomar el próximo presidente. No hace falta aclarar que cualquiera de las opciones elegidas podría no funcionar. Particularmente podría no resultar la opción de implementar un plan económico integral, aún con el shock de confianza y con medidas estructurales que apuntalen el esquema en el mediano plazo. El apoyo político y social será un factor determinante en la próxima administración. También creemos que mientras se sostenga el statu- quo actual, los desequilibrios macroeconómicos tenderán a aumentar el riesgo de desancle nominal e incrementan las probabilidades de una salida del cepo desordenada (u ordenada al comienzo, pero no exitosa) desencadene una nominalidad mucho mayor al 12,4% mensual observado en ago-23. El próximo presidente tendrá que tomar decisiones en el día a día mientras persigue un plan con objetivos de mediano plazo, la tarea será titánica y las probabilidades de éxito se acotan con el paso del tiempo.

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.