

Research - Informe N°026



- **El primer debate presidencial. Un resumen de las propuestas de los cinco candidatos en Economía.**
- **El BCRA cortó la racha de 35 días consecutivos de compras en el MULC. Nuevos dólares “vacamuerta” y “pyme”.**
- **La baja de los activos argentinos ¿Se consolida el escenario político de Milei presidente?**
- **La suba de los dólares financieros y el mayor atraso del dólar oficial lleva la brecha cambiaria a niveles récords.**

■ El primer debate presidencial.

Los cinco candidatos a la presidencia, Sergio Massa (Unión por la Patria-UxP), Javier Milei (La Libertad Avanza-LLA), Patricia Bullrich (Juntos por el Cambio-JxC), Myriam Bregman (Frente de Izquierda Unidad FIT-U) y Juan Schiaretti (Hacemos por Nuestro País-HxNP), participaron el pasado domingo 01-oct del primer debate en la ciudad de Santiago del Estero. Los ejes temáticos fueron Economía, Educación y Derechos humanos y convivencia democrática (tema elegido por participación ciudadana). Habrá un segundo debate presidencial el 08-oct, que tendrá lugar en la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, que tendrá como ejes temáticos la Seguridad, Trabajo y Producción y Desarrollo humano, vivienda y protección del ambiente (tema elegido por participación ciudadana). En caso de que haya segunda vuelta, está previsto la realización de un tercer debate el 12-nov. Los argentinos están llamados a elegir un nuevo presidente el 22-oct. De ser necesario, habrá una segunda vuelta el 19-nov.

■ ¿Quién ganó y quién perdió en el debate presidencial?

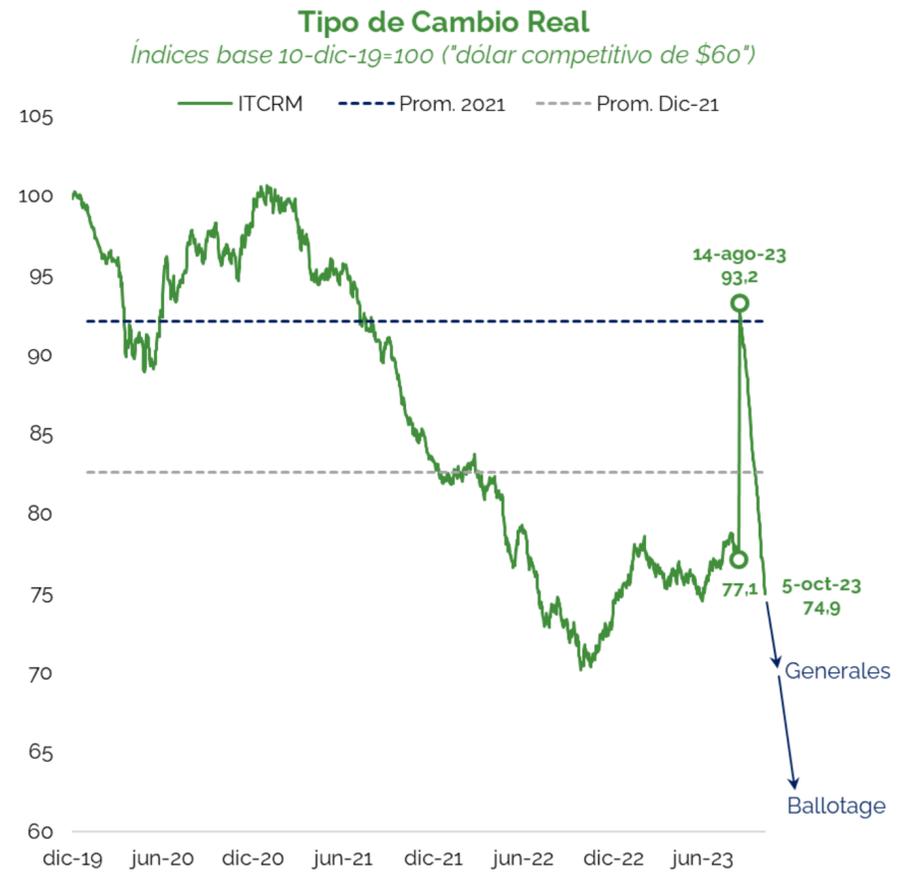
Creemos que no hubo ganadores ni perdedores claros. Esperábamos que Massa y Bullrich fueran a arriesgarse más y que Milei, claro ganador en términos relativos de las PASO, fuera a arriesgar lo menos posible. **Por el lado de Milei**, pensamos que va a seguir conservando su moderación en cuanto a sus expresiones, pero manteniendo sus posturas que lo hicieron llegar como el principal candidato. **Respecto a Massa**, creemos que supo defenderse con altura, ya que, si bien era el candidato que más tenía para sufrir en cuanto a ataques por ser el actual ministro de economía en una situación que sigue empeorando, no tuvo momentos dónde saliera del libreto y supo hacer respuestas universales a todos los demás candidatos. **Patricia Bullrich** fue, tal vez, el candidato más flojo en el debate, ya que no despejó las dudas en términos económicos, pero dio a entender que Carlos Melconian será quien se encargue del tema en su posible Gobierno. Sin mucha creatividad en los primeros tres ejes temáticos, tuvo sus puntos más sólidos en su tema predilecto que es la seguridad, que será uno de los ejes del segundo debate, por lo que esperamos una participación más sólida este domingo. **Juan Schiaretti**, actual gobernador de Córdoba basó su discurso en su gestión como mandatario provincial, que permitió que su partido renueve mandato con el 45% de los votos. Creemos que el debate le dio una mejor visibilidad y en varias encuestas de canales televisivos¹ tuvo una buena ponderación como “ganador del debate”. Por último, **Myriam Bregman** logró ganar visibilidad y se llevó la frase “más viral” luego de catalogar a Milei de “gatito mimoso” en contraposición a la figura de “el león” tal como lo llaman sus seguidores. Bregman, junto con Schiaretti, no conformaron el foco de interés del debate.

■ Resumen de opiniones del eje Economía.

1 Sergio Massa.

El ministro de economía propuso, entre otros temas, una “ley de blanqueo que nos permita que aquellos que tienen dinero en el exterior lo puedan traer y usar libremente sin nuevos impuestos”. “En paralelo, vamos a subir las penas de lo que es la penal cambiaria y penal tributaria. Cárcel a evasores, cárcel a los que fugan, para que los que pagan impuestos no sean los tontos de la película”, agregó Massa. Sobre reducción de impuestos: “Vamos a poner en marcha un programa de desarrollo exportador. Nuestras economías regionales y nuestras pymes van a tener reducción de impuestos por las nuevas exportaciones, la misma reducción de impuestos que van a tener aquellos que utilicen la moneda digital argentina como mecanismo de transacción económica”.

¹ Ver por ejemplo, la encuesta de TN donde sacó el 15% de los votos como gobernador del Debate (disponible aquí)



2 Patricia Bullrich.

Las frases más representativas de su discurso fueron “Voy a borrar del mapa la inflación. Sin atajos. Sin mentiras. Sin cuentitos”, afirmó Patricia Bullrich en su exposición inicial sobre economía. La candidata señaló tres ejes: “Desde el primer día voy a poner orden en los temas que voy a plantear: primero, un programa claro y concreto que solucione todos los problemas de fondo de la Argentina; segundo, un equipo económico, coherente y honesto (...) y tercero, la decisión política, el temperamento y el coraje para hacer los cambios que la Argentina necesita”.

3 Juan Schiaretti.

El candidato de Hacemos por Nuestro País, afirmó: “Argentina, para ser un país normal precisa tener tanto mercado como sea posible, tanto Estado como sea necesario”.

4 Myriam Bregman.

“En 2001 el país fue a la quiebra por hacer lo que decía el Fondo. En 2018 Macri lo volvió a traer, pero este Gobierno y Sergio Massa nos sometieron al Fondo Monetario Internacional (FMI)”. La candidata agregó en su intervención: “Si llegamos al 60% de pobreza infantil no fue por enfrentar mucho al FMI, fue por seguir todas y cada una de sus recetas”.

5 Javier Milei.

Mantuvo su discurso en lo económico. Lo más relevante fueron las interpelaciones que le hicieron el resto de los candidatos:

I. **Bregman a Milei:** “Milei no es un león, es un gatito mimoso del poder económico”.

II. **Massa a Milei:** “Milei plantea un modelo de dolarización que solo tienen 3 países en el mundo: Zimbabwe, El Salvador y Ecuador. Argentina tiene que elegir un camino distinto”.

III. **Massa a Milei:** “Poner la bandera de otro país en las Malvinas en el Banco Central, como plantea este señor es simplemente renunciar a la sangre de nuestros caídos y renunciar a la soberanía para el desarrollo de nuestras empresas”.

IV. **Bullrich a Milei:** “Lo importante no es lo que decís que vas a hacer, sino lo que estás en condiciones de hacer”.

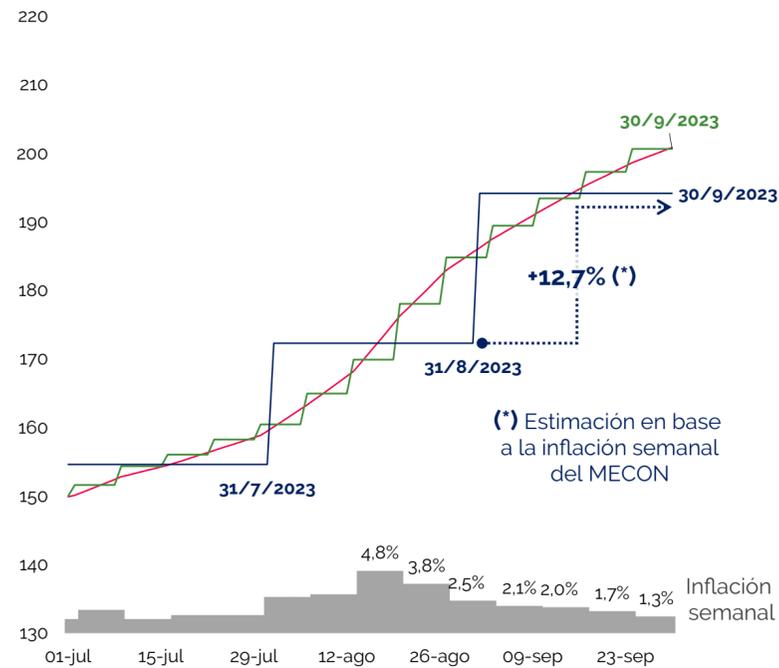
V. **Milei a Massa:** “La emisión monetaria es una estafa, es un robo” (...) El banco central es un mecanismo por el cual le roban a los argentinos honestos”. (...) ¿Por qué no nos explica cómo va a frenar una hiperinflación en lugar de un cuentito de hadas?”

VI. **Milei a Massa:** “La dolarización es la única forma que tenemos de frenar la inflación”.

■ 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 vio rápidamente eclipsada en apenas 46 días de mantener fijo el dólar (el 67% del tiempo entre elecciones). La totalidad de la ganancia de competitividad que implicó la devaluación post PASO se consumió para el 29-sep y durante los 23 días restantes hasta 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.

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



La inflación semanal del MECON.

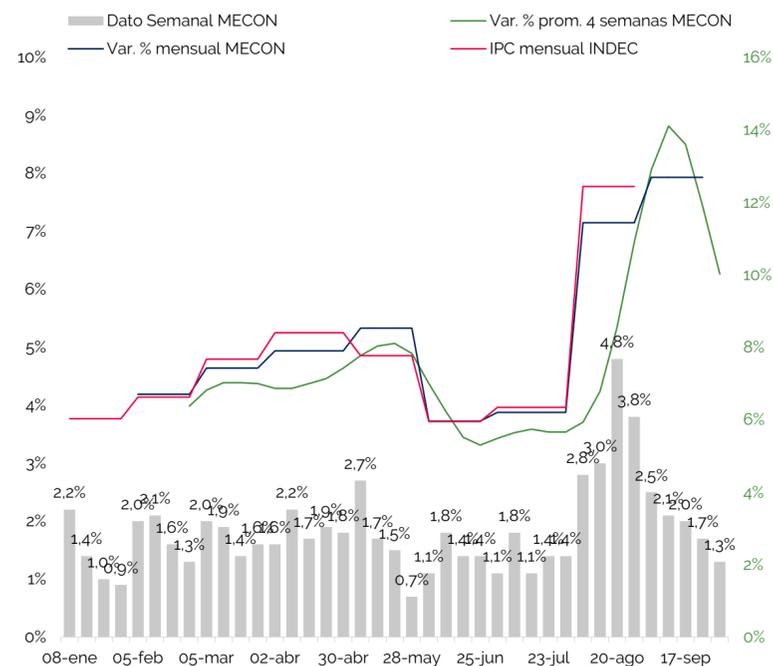
Luego del salto récord del nivel general de precios de ago-23, la secretaría de política económica difundió el primer análisis semanal de la inflación. El arrastre estadístico para sep-23 anticipa otra inflación de dos dígitos (Por consultas: explicamos el efecto de arrastre estadístico en nuestro Informe N°025). La inflación estimada para septiembre por el MECON, en base a nuestra metodología de aplicar una distribución geométrica uniforme a la inflación semanal (que es discutible porque los primeros días del mes suelen tener más aumentos de precios) alcanzaría un 12,7%, superando la inflación de ago-23 que fue del 12,4%.

Creemos que el 12,7% es el máximo para la inflación mensual, y que posiblemente se ubique ligeramente por debajo de la inflación de ago-23 según la medición de INDEC (que es más precisa). Lo que sí, es prácticamente un hecho que la inflación será de dos dígitos por segundo mes consecutivo, y dada las subas de los tipos de cambio de estas dos últimas semanas, posiblemente se mantenga en dos cifras también en oct-23, que el mes que podía sorprender a la baja. De todos modos, la inflación promedio está disminuyendo luego del salto cambiario post PASO, el promedio de las últimas 4 semanas bajó hasta el 10% (con nuestra metodología de diarizar el dato mensual).

Como anticipo, el IPC-CABA arrojó una variación de 12,0% para el mes de sep-23, mostrando un aumento de 14,1% para alimentos y bebidas no alcohólicas. El capítulo que más aumentó fue prendas de vestir y calzado con +15,4%.

IPC- CABA para sep-23 arrojó una variación de +12,0%, acumulando un 101,3% en los nueve meses de 2023.

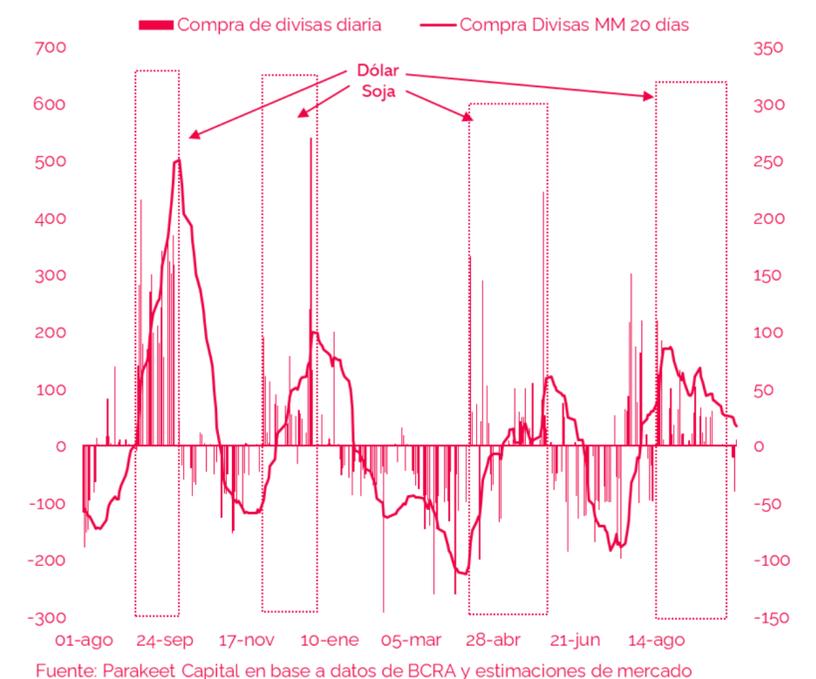
IPC Semanal MECON
Métricas semanales y mensuales



El BCRA cortó la racha de compras en el MULC.

En la jornada del martes 03-oct, el BCRA terminó la racha con ventas por USD 19 M en el mercado de cambios. La racha positiva de compras se extendía, hasta entonces, a 35 ruedas consecutivas comenzando el lunes post PASO (luego de la devaluación que llevó el dólar A3500 a \$350). Durante la racha de 35 ruedas el BCRA compró USD 1.652 M de compras de divisas en el mercado de cambios. Sin embargo, exceptuando las operaciones con el FMI y el pago a Qatar por el préstamo de DEG del 23-ago, el BCRA perdió USD 1.025 M de reservas, explicado principalmente por intervenciones en el mercado de valores (unos USD 1.600 M) y por caída de encajes por unos USD 600 M (explicado por el retiro de depósitos de los bancos). La serie de compras fue la más prolongada desde el periodo de cosecha gruesa del año 2021, pero parcialmente "artificial", afectado por un lado por el Programa "dólar soja 4" y por la fuerte restricción de pagos para importaciones a través de los sistemas de restricciones cuantitativas.

Compra de Divisas del BCRA al Sector Privado
En USD millones



■ Los recientes parches y restricciones permitirán que la macro aguante 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 desfases de precios relativos. **La economía argentina entró en un régimen de inflación mensual de dos dígitos del cual no saldrá en el corto plazo.**

■ Medidas recientes destinadas a parchar el plano cambiario.

1 Dólar “Vaca Muerta”.

La Secretaría de Energía publicó la norma que reglamenta² la entrada en vigor del dólar Vaca Muerta, con vigencia hasta el 20-oct. Que busca captar reservas para el BCRA y contener al dólar CCL. Por un lado, El objetivo de la medida es promover las exportaciones del sector de hidrocarburos, con foco en el desarrollo de Vaca Muerta y el fortalecimiento de las reservas. Y, a tales fines, se establece un tipo de cambio de alrededor de los ARS 460 por dólar para el sector (poco más de un 30% arriba del oficia). Por otro lado, La metodología que se aplican es la del dólar soja 4, por lo que, al igual que en ese caso, se contempla que el 75% de las liquidaciones de importaciones incluidas en el dólar Vaca Muerta se deber ingresar a través del MULC y el 25%, a través del CCL. Por último, la medida de desdoblamiento parcial es para el cortísimo plazo: 20 días: “las liquidaciones de las operaciones de exportación de las mercaderías comprendidas en las posiciones arancelarias que corresponden a los artículos mencionados cuya fecha de liquidación de exportación esté comprendida entre el 2-oct y 20-oct se encuentran alcanzadas dentro del Programa, en la medida que la fecha de exportación efectiva de las mercaderías no sea posterior al 30-nov.”

2 Dólar “pymes”.

El ministro de Economía, Sergio Massa, anunció un conjunto de medidas destinadas a fomentar las exportaciones de las pequeñas y medianas empresas (Pymes). A partir del lunes 09- oct, las exportaciones de las Pymes contarán con un incentivo del 25% en el ingreso de dólares mediante la modalidad del CCL. Este estímulo tiene como objetivo asegurar un mayor volumen y flujo de ingresos, acelerando así el proceso de exportaciones argentinas”,

3 Aumento de Parking.

La CNV publicó³ este viernes 06-oct, una nueva resolución general que eleva el parking de 3 a 5 días hábiles para la venta de bonos globales contra dólares, tanto en argentina como en el exterior. El nuevo parking es para que el inversor mantenga durante 5 días hábiles los bonos antes de realizar **compra** de MEP o CCL (no para la venta). El parking con bonos ley argentina (Bonares) se mantiene en 1 día para la compra de MEP o CCL.

4 Aumento de tiempo para operar entre “canales” del MEP.

Explicamos exhaustivamente en nuestro Informe N°014 que la implementación de los dos “canales” que realizó la CNV el 23-may restringe los arbitrajes entre los dólares obtenidos como resultado de operaciones con bonos AL30 o GD30, y el resto del universo de activos que sirven para hacer operaciones contra dólar (ONs, cedears, LEDES, etc.). El tiempo para esperar entre una operación de venta contra AL30D pasa ahora de 15 días a 30 días anteriores y posteriores a dicha operación.

■ La baja de los activos argentinos: escenario sell-off de los títulos soberanos en pesos.

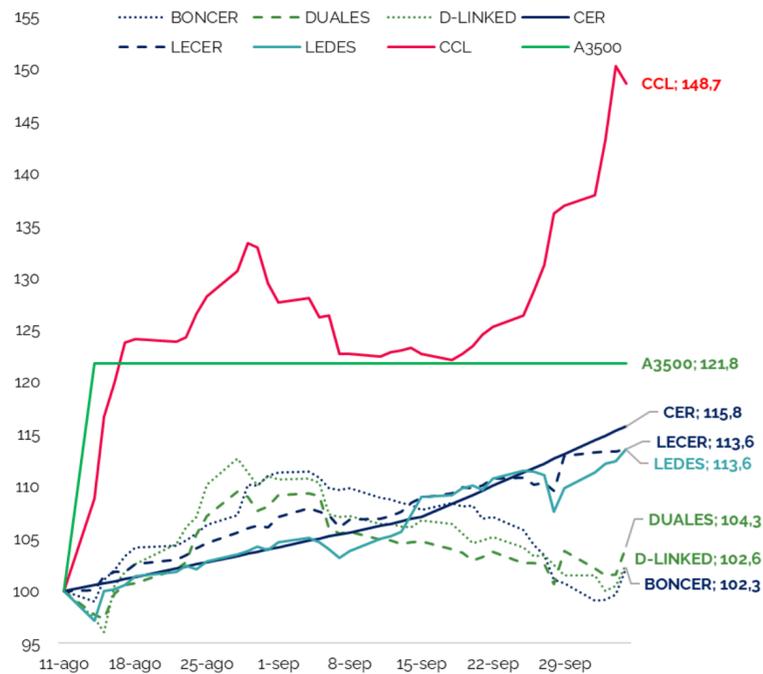
En sep-23, el Merval acumuló una baja del 18% en dólares y los bonos soberanos de deuda promediaron retrocesos del 14%.

Desde jun-22 los bonos soberanos en pesos no tenían un mes tan malo como sep-22

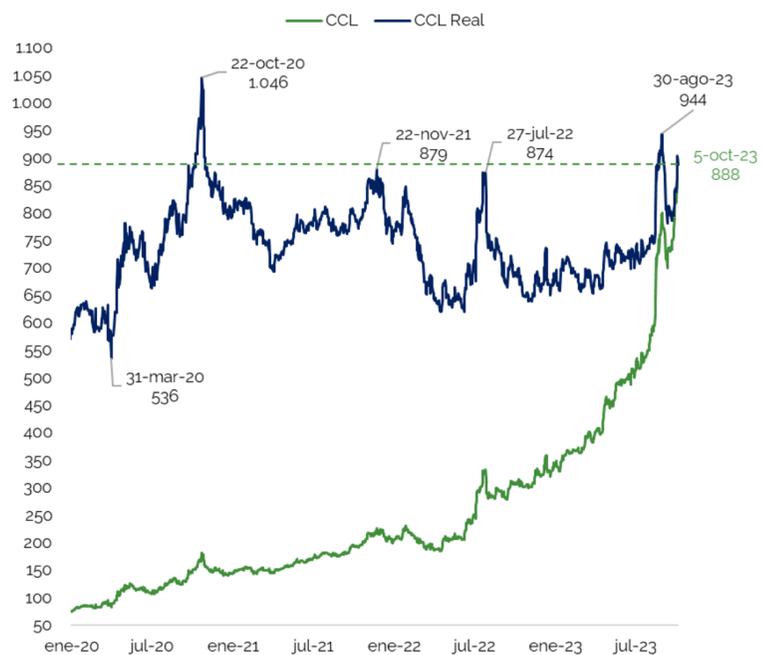
² Así se dispuso a través de la Resolución 808/2023 de la Secretaría de Energía, que se publicó en el Boletín Oficial. (disponible aquí).

³ Resolución General 979/2023 (disponible aquí).

Retorno total en pesos
Índice base 100 = 11-ago-23 (pre-PASO)



Tipo de Cambio Real y Nominal
Índices base 05-10-2023 = 888 (precio CCL)



Fuente: Parakeet Capital en base a datos de BCRA, Bloomberg y estimaciones propias

Desde la salida de Guzmán del MECON (jun-22) que la deuda soberana en pesos no tenía un mes tan malo como sep-23. **En primer lugar, el flujo a los FCI en pesos fue muy negativo:** Entre los fondos T+1, CER y dólar-linked (DLK) se totalizaron rescates por ARS 145.000M en sep-23, de los cuales ARS 88.500 M fueron en la última semana del mes. Los flujos de salida de los FCI en pesos fueron causa y reflejo del sell-off de los bonos soberanos. El caso puntual del TX24 que pasó de rendir -5% a +14% a lo largo del mes de septiembre fue reflejo de esto. El TX26 cayó 20% en pesos a lo largo de sep-23 y se mantiene flat en la primera semana de oct-23. El promedio de los bonos CER mostró una variación negativa en pesos del -8,5% el mes pasado. Los bonos DLK soberanos una caída de -7,8% y los bonos duales del -3,6%. En dólares las variaciones fueron 3 p.p. más negativas, con el TX28 encabezando la lista de activos con mayores pérdidas con una variación negativa del 21,5%, explicando íntegramente por la última semana del mes. **¿Por qué cayeron de esta manera los activos en pesos?** Tendemos a coincidir en que la incertidumbre se apoderó del mercado. El escenario Milei presidente que se sigue materializando en las encuestas genera miedo al día D: dolarización. Pero sin ir tan adelante en el tiempo, **los pesos emitidos por el Gobierno aceleraron fuertemente la circulación del dinero.** Otro factor muy relevante es que **la escasez generada por la imposibilidad de importar** y el mayor sinceramiento de precios de importados (a los dólares financieros) generó presiones extra. **Los activos en pesos se vieron sumamente golpeados por la creciente probabilidad de default del Estado Nacional** que financiará medidas por 1.3% del PIB en el periodo interelecciones, lo que llevará el déficit primario a más de 3,5% del PIB este año, y el déficit fiscal a 5,5% del PIB. Sin un ancla clara, los precios relativos espiralizan rápidamente **y los bonos soberanos en pesos pricearon este escenario con un mayor riesgo latente.** Las paridades de los bonos CER fue hasta el 90% para la parte media de la curva, convalidando TIR de entre 15% y 20%, pero podrían seguir bajando si la incertidumbre se incrementa. Como antecedente luego de las PASO de 2019, las paridades de los bonos CER largos fueron disminuyendo hasta el 50% (incluso hasta el 30% para el DICP) y hoy están en 75% (el DICP cerró en 80% el 05-oct). En el retorno total en pesos desde las PASO, finalmente ganó el CCL y los dólares financieros, mostrando un fuerte rechazo hacia los activos soberanos en pesos y reflejando la búsqueda de refugio en activos linkeados a la moneda extranjera.

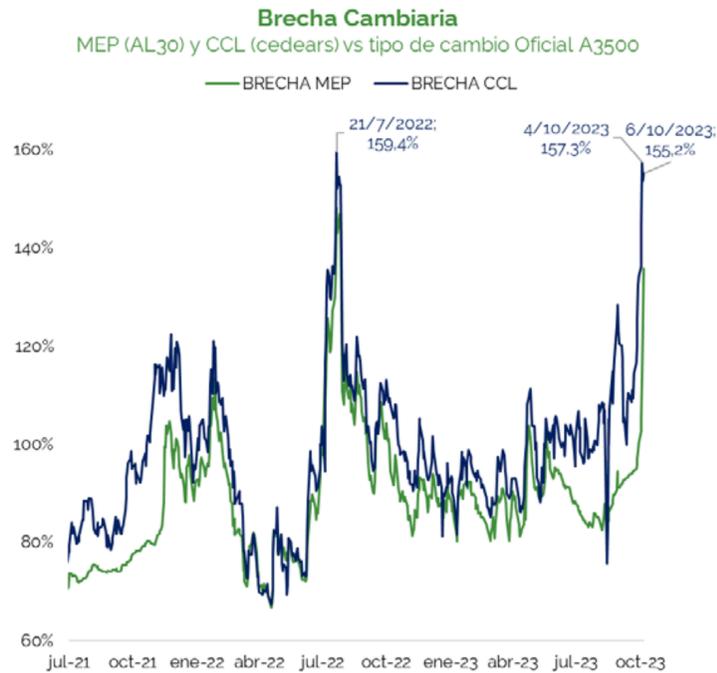
Suba de los dólares financieros y brecha cambiaria récord

Es lógico pensar que, si va a haber presión para dolarizar pesos, los agentes económicos busquen anticiparse al evento. La presión sobre los Fx financieros llegó en la última semana de sep-23, cuatro semanas antes de las elecciones. En esta semana, tanto el MEP como el CCL treparon a un ritmo de dos dígitos, alcanzando niveles superiores a las corridas previas, pero no tan alto como el del 30-ago. El máximo se mantiene en oct-20, cuyo precio máximo (ARS 195 a valor nominal de aquel entonces) equivale a un dólar de ARS 1.046 de hoy.

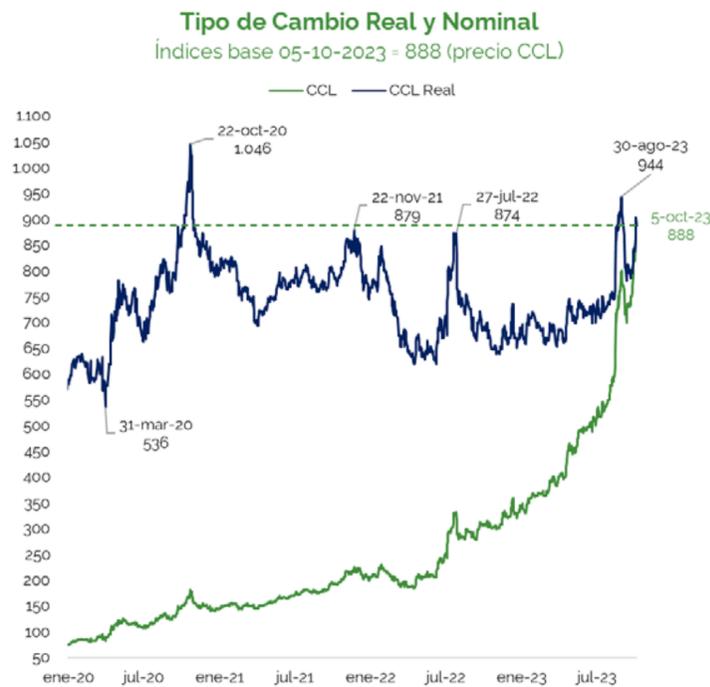
Y el BCRA se va quedando sin herramientas para hacerle frente a la corrida contra el peso. Estimamos que esta semana el BCRA dejará más de USD 400 M en frenar los dólares financieros, al mismo tiempo que presenta saldo negativo en el MULC: El BCRA está agotando sus reservas dos semanas antes de las elecciones, y es lógico esperar que la presión se incremente en los próximos días, lo que lleva a poner en duda si el plan de dejar el dólar en ARS 350 es viable para el período post generales. Por lo pronto, el 06-oct el BCRA parcialmente cerró "la brecha de la brecha" dejando deslizar el MEP con AL30 PPT t+2 hasta ARS 825, luego de los tres días de saltos de ARS 10, hoy dejó convalidar un salto de ARS 40.

Cotizaciones Financieras y Tipo de Cambio Solidario
ARS/USD





Hoy tendemos a preguntarnos si, teniendo ya activos 4 programas de desdoblamiento de exportaciones con 25% de liquidación al CCL, **¿Massa se verá obligado a realizar otra devaluación discreta o, al menos, a reactivar el crawling peg luego de las elecciones?** Si no es así, es casi un hecho que se incrementará el porcentaje que los exportadores pueden liquidar al CCL, pero esto solo dará aire por tramos de 10 a 15 días (hoy están activos hasta el 20-oct). En el límite, llevar el 100% de las exportaciones al CCL sería un desdoblamiento cambiario completo para el comercio exterior, con el lado importador regido por un sistema de restricciones cuantitativas y el lado exportador liberalizado al dólar financiero. A medida que los importadores no puedan ingresar bienes al país, irán ingresándolos a precio del Fx financiero, llevando al comercio exterior a un dólar financiero y dejando el dólar A3500 como una referencia para los contratos de futuros y el pago de títulos de deuda. Es lógico que mientras se va desarrollando este escenario (que podría materializarse antes de fin de año con no tan baja probabilidad) las presiones sobre la brecha cambiaria serán cada vez mayores (y algo de eso ya estamos viendo). La brecha cambiaria cerró el 04-oct en un valor de 157%, apenas por debajo del máximo de 159% alcanzando durante la corrida que sacó a Guzmán del MECON. Pero esta vez, con un CCL mucho menor al de ese momento (que equivale a ARS 874 a precios de hoy), el efecto de mayor brecha es porque el tipo de cambio oficial en ARS 350 está cada día más atrasado. La brecha puede ir a valores mucho mayores si el tipo de cambio oficial se mantiene planchado.



Fuente: Parakeet Capital en base a datos de BCRA, Bloomberg y estimaciones propias

