

Research - Informe N°032



- **La asunción de Javier Milei. Un discurso con mensajes contundentes. El nuevo gabinete de ministros.**
- **Anuncios formales y primeras medidas económicas: Fiscales, cambiarias, monetarias y financieras.**
- **La inflación de nov-23 aceleró al 12,8% mensual. El 2023 apunta a cerrar arriba del 200% acumulado.**
- **Estrategia y posicionamiento financiero. ¿Qué esperamos hacia adelante?**



La asunción de Javier Milei.

En la semana post elecciones Milei dio varias entrevistas¹ donde fue profundizando las ideas económicas para el comienzo de su mandato. El domingo 10-dic a las 12hs fue la Ceremonia de jura y el traspaso de mando, para luego dar el primer discurso como mandatario desde las escalinatas del Congreso a las 13.30hs. En el discurso² Milei dio un mensaje contundente de herencia pasada, presente complicado y futuro de recorte fiscal. La multitud aplaudió el mensaje de ajuste sobre el Estado. Enumeramos algunos temas a los que se refirió con frases y comentarios que nos parecieron relevantes:

- 1 Herencia.** Milei hizo un balance de la gestión Alberto Fernández y dijo que “Ningún gobierno ha recibido una herencia peor que la que estamos recibiendo nosotros”
- 2 Ajuste fiscal.** La solución a la herencia es un ajuste fiscal de shock: “No hay alternativa al ajuste y al shock. Impactará de modo negativo sobre la actividad, el empleo, la cantidad de pobres e indigentes. Habrá estanflación, pero no es algo muy distinto a los últimos 12 años. Este es el último mal trago para comenzar la reconstrucción de la Argentina”. Habrá un ajuste fiscal que “será equivalente a 5 p.p. del PIB que caerá sobre el sector público”.
- 3 Cepo.** “El cepo cambiario, otra herencia de este gobierno, no solo constituye una pesadilla social y productiva, sino que además que el sobrante del dinero hoy es el doble del que había en la previa del Rodrigazo”.
- 4 Inflación.** “Esta es la herencia que nos dejan: una inflación plantada de 15.000% anual, la cual vamos a luchar contra uñas y dientes para terminarla. En consecuencia, no hay solución alternativa al ajuste, no hay plata”. En un evento similar al Rodrigazo. la inflación hoy podría alcanzar tasas anualizadas de 15.000% (aproximadamente un 52% mensual).
- 5 Seguridad.** Milei adelantó que no tendrá tolerancia con los piquetes: “Este nuevo contrato social nos propone un país distinto en el que el Estado no dirija nuestras vidas. El que corta, no cobra”
- 6 Política.** “En cuanto a la clase política argentina, quiero decirles que no venimos a perseguir a nadie, no venimos a saldar viejas vendettas ni a discutir espacios de poder. No pedimos acompañamiento ciego, pero no vamos a tolerar que la hipocresía, la deshonestidad o la ambición de poder interfieran con el cambio que los argentinos elegimos”

El gabinete de ministros.

El heterogéneo gabinete que sale a la cancha abarca caras nuevas para la política (sin pasado en la función pública) y nombres que regresan al poder tras haber ocupado cargos en los gobiernos de Carlos Menem y/o de Mauricio Macri. En total son nueve ministerios.

¹ Relevamos las entrevistas en la primera sección de nuestro Informe N°031 (disponible aquí)

² Discurso completo de la asunción de Javier Milei (disponible aquí)

Otros funcionarios que ocuparán secretarías y entes públicos:

- 1) **Director de ANSES:** Osvaldo Giordano
- 2) **Director del PAMI:** Esteban Leguizamo
- 3) **Presidente del Banco Central:** Santiago Bausili
- 4) **Presidente del Banco Nación:** Daniel Tillard
- 5) **Presidente del CONICET:** Daniel Salamone
- 6) **Procurador del Tesoro:** Rodolfo Barra
- 7) **Secretaría de Bioeconomía:** Fernando Vilella
- 8) **Vocería de la presidencia:** Manuel Adorni
- 9) **Secretaría de Comunicaciones:** Belén Stettler
- 10) **Secretaría de Cultura:** Leonardo Cifelli
- 11) **Secretaría de Educación:** Carlos Torrendell
- 12) **Secretaría de Energía:** Eduardo Chirillo
- 13) **Secretaría de Minería:** Flavia Royón
- 14) **Secretaría de Niñez y Familia:** Pablo de la Torre
- 15) **Secretaría de Obra Pública:** Luis Giovine
- 16) **Secretaría de Política Económica:** Joaquín Cottani
- 17) **Secretaría de Trabajo:** Omar Yasin
- 18) **Secretaría de Transporte:** Franco Mogetta
- 19) **Secretaría de Vivienda:** Iván Kerr
- 20) **Titular de la AFIP:** Florencia Misrahi

El primer anuncio formal de la nueva administración.

El vocero presidencial, Manuel Adorni, dio una conferencia³ de prensa el lunes a las 8hs que fue la primera instancia oficial de comunicación del nuevo gobierno. Se apoyó en el discurso inaugural de Milei e informó que los anuncios de la vocería de la presidencia serán todos los días a las 9hs. Anticipó que el martes 12-dic Caputo haría los anuncios económicos. Además, se adelantó que el ajuste será ordenado y que caerá sobre “el Estado y no sobre el sector privado”. “La conclusión es que no hay alternativa al ajuste y al shock, naturalmente eso impactará de modo negativo sobre el nivel de actividad, el empleo, los salarios reales, la cantidad de pobres e indigentes”.

Las primeras medidas para el desarme del cepo.

El lunes 11-dic, el BCRA resolvió⁴ que las operaciones de demanda de moneda extranjera en el MULC requieren conformidad previa del BCRA. El lunes y martes Argentina tuvo feriado cambiario donde el volumen de operaciones fue prácticamente nulo. Ahondamos en las medidas cambiarias más adelante.

Argentina tuvo feriado cambiario el lunes 11-dic y el martes 12-dic.

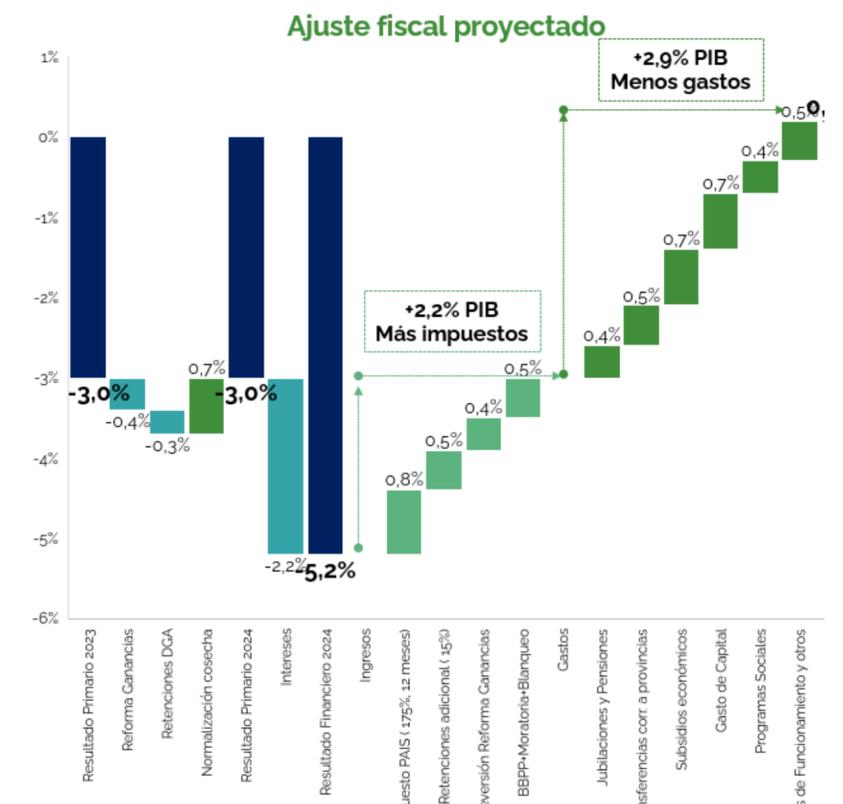
Las medidas económicas.

El martes 12-dic, por la tarde, el Gobierno emitió⁵ un video grabado de 18 minutos con las medidas que se tomarán al comienzo del mandato.

- 1) **Medidas Fiscales.** El Gobierno puso como objetivo la consolidación fiscal inmediata como principal medida de política económica. Se buscará alcanzar el equilibrio fiscal (déficit primario + intereses) en el año 2024. El Gobierno presentó una hoja de ruta de cómo planea llegar a la consolidación fiscal. El ajuste fiscal sería de 5,2% del PIB, aumentando los ingresos 2,2% (suba de impuesto PAIS a importaciones, retenciones adicionales, la reversión de la reforma de ganancias para personas físicas y un blanqueo a ser anunciado), y disminuyendo un 2,9% del PIB el gasto público.

Dentro de las medidas fiscales de menor gasto hay varios temas puntuales a destacar:

- a. **Empleo público.** No se renuevan los contratos laborales estatales que tengan menos de 1 años de vigencia.
- b. **No más pauta.** Se decreta la suspensión de la pauta de gobierno nacional por 1 año. En el año 2023 se gastaron ARS 34.000 M en esta partida (0.03% PIB)
- c. **Estructura.** Los ministerios de 18 a 9 y secretarías de 106 a 54.
- d. **Provincias.** Se reducirán al mínimo las transferencias discrecionales que envía nación a Provincias.
- e. **No más obra pública.** El Estado Nacional no va a licitar nueva obra pública y se darán de baja obras no iniciadas.
- f. **Subsidios.** Se reducen subsidios a la energía y al transporte. (faltan precisiones y alcance, ya que podría ser la principal partida de ajuste del gasto público).
- g. **Asistencia.** Se mantienen planes potenciar trabajo y fortalecer la AUH (+100%) y tarjeta alimentar (+50%).
- h. **Devaluación + impuestos.** Se sincera el tipo de cambio oficial a \$800 con aumento de retenciones no agropecuarias y suba del impuesto PAIS. Finalizada la emergencia se suspenden las retenciones a las exportaciones.



³ Conferencia de Manuel Adorni del 11-dic (disponible aquí)

⁴ Comunicación "A" 7915 (disponible aquí)

⁵ Se puede ver el anuncio de medidas de emergencia económica en YouTube (disponible aquí)

■ Como medidas de aumento de recaudación se destacan:

- a. Aumento impuesto PAIS a importaciones de bienes pasa de 7,5% a 17,5%
- b. Derechos de Exportación (DEX) pasan a 15% para las exportaciones no agropecuarias (soja sigue a 30%).
- c. Retracción de la baja de Impuesto a las ganancias y la no aprobación de la permanencia del compre sin IVA.
- d. Adelanto de bienes personales, moratoria impositiva y blanqueo (a definir).

2 Medidas Cambiarias. Para los importadores, el BCRA comunicó⁶ nuevas adecuaciones a la norma de exterior y cambios. Principalmente, las entidades bancarias podrán dar acceso al MULC sin necesidad de contar con la conformidad previa del BCRA para cursar pagos diferidos de nuevas importaciones de bienes con registro aduanero a partir del 13-dic, cuando se verifique que el pago respeta ciertas reglas según el tipo de bien o servicio importado. **Para el caso de los bienes las reglas son las siguientes:**

- a. Combustibles y Energía Eléctrica: Podrán realizar el pago inmediato desde su registro de ingreso aduanero.
- b. Productos farmacéuticos, de atención de la salud, fertilizantes y/o productos fitosanitarios y/o insumos que pueden ser destinados a su elaboración local: Podrán pagar a los 30 días corridos desde su registro de ingreso aduanero.
- c. Autos terminados y otros bienes finales. El plazo máximo para pagar es 180 días.
- d. Resto de los bienes, el pago de su valor FOB podrá ser realizado en los siguientes plazos contados desde el registro de ingreso aduanero:
 - i. 25% desde los 30 días corridos;
 - ii. 25% adicional desde los 60 días corridos;
 - iii. otro 25% adicional desde los 90 días corridos;
 - iv. el restante 25% desde los 120 días corridos.
- e. Fletes y seguros: que formen parte de la condición de compra pactada con el vendedor podrán ser abonados completamente a partir de la primera fecha en la que el importador tenga acceso en virtud de los bienes comprendidos.
- f. Importaciones previas al 12-dic. Deberán contar con el aval previo del BCRA, con algunas excepciones.

Para el pago de Servicios no será necesario contar con una declaración efectuada a través del Sistema de Importaciones de la Argentina y Pagos de Servicios al Exterior (SIRASE) en estado "aprobada" ni convalidar la operación en el sistema informático "Cuenta Corriente Única de Comercio Exterior" (CUCE). Al igual que con los bienes, el pago de todos los servicios devengados antes del 12-dic requerirá la conformidad previa del organismo monetario, con excepciones. Las entidades podrán dar acceso al MULC sin contar con la conformidad previa del BCRA para cursar los pagos de los siguientes servicios:

- a. servicios de transporte de pasajeros;
- b. viajes;
- c. servicios del gobierno;
- d. servicios de salud por empresas de asistencia al viajero;
- e. otros servicios de salud;
- f. operaciones asociadas a retiros;
- g. consumos con tarjetas de residentes con proveedores no residentes o viceversa.

Las medidas apuntan a **avanzar con el pago del nuevo flujo de importaciones** para agilizar el comercio exterior y permitir que muchas empresas puedan volver a recibir mercadería de sus proveedores del exterior. **La norma todavía no apunta a resolver el pago del stock de deudas acumulado** en el último año y que se incrementó en unos USD 30.000 millones. Se esperan nuevos anuncios en este tema, posiblemente un plan de pagos y el otorgamiento de un letras o bonos (similares a la LEDIV) dólar linked.

⁶ Ver la comunicación "A" 7917 (disponible aquí)

3 Medidas monetarias y financieras. El BCRA definió⁷ el miércoles 13-dic nuevos lineamientos de política monetaria. Haciendo un fuerte hincapié en el ancla fiscal y el ajuste de precios relativos que presentó el MECON, el BCRA se planteó como prioridad sincerar los precios relativos de la economía. La principal distorsión era el dólar oficial a \$366, por lo que el nuevo dólar oficial se fijó en \$800 (+118%). En la primera jornada de vigencia del nuevo tipo de cambio se operaron USD 432 M y el BCRA compró casi USD 300 M para engrosar las reservas. Enumeramos las medidas del BCRA:

a. Dólar.

i. Dólar oficial a \$800

ii. Dólar importador \$940. \$800 + 17,5% de impuesto PAIS para importación. Se establece un crawling peg del 2% mensual.

iii. El dólar tarjeta \$1310. Según AFIP⁸, los impuestos se reducen del 155% al 60% total. El dólar tarjeta a ser de \$800 + 30% de percepción de Ganancias (bajó de 100% a 30%) + 30% de impuesto país, y computables para el período fiscal en el que se perciban. Se eliminó, de esta forma, el 25% de percepción de Bienes Personales.

b. Tasas.

El BCRA comunicó⁹ el miércoles 13-dic que Se mantienen las LELIQ por ahora. Se mantiene la tasa de LELIQ a pesar de la aceleración inflacionaria. Se BAJA la tasa de pasas a 1 día de 126% a 100% TNA. Premio por alargar duration, todo a tasa negativa en el corto plazo.

c. BOPREAL.

Los nuevos Bonos para la Reconstrucción de una Argentina Libre (BOPREAL) fueron anunciados¹⁰ por el BCRA el miércoles 13-dic. Se ofrecerán Notas en dólares estadounidenses con opción de rescate para importadores de bienes y servicios pendientes de pago. Tendrán un plazo máximo de cuatro años y se suscribirán en pesos al tipo de cambio "A" 3500, con una TNA máxima de 5%. Se espera que estas notas/bonos tengan mercado secundario (a definir por el BCRA).

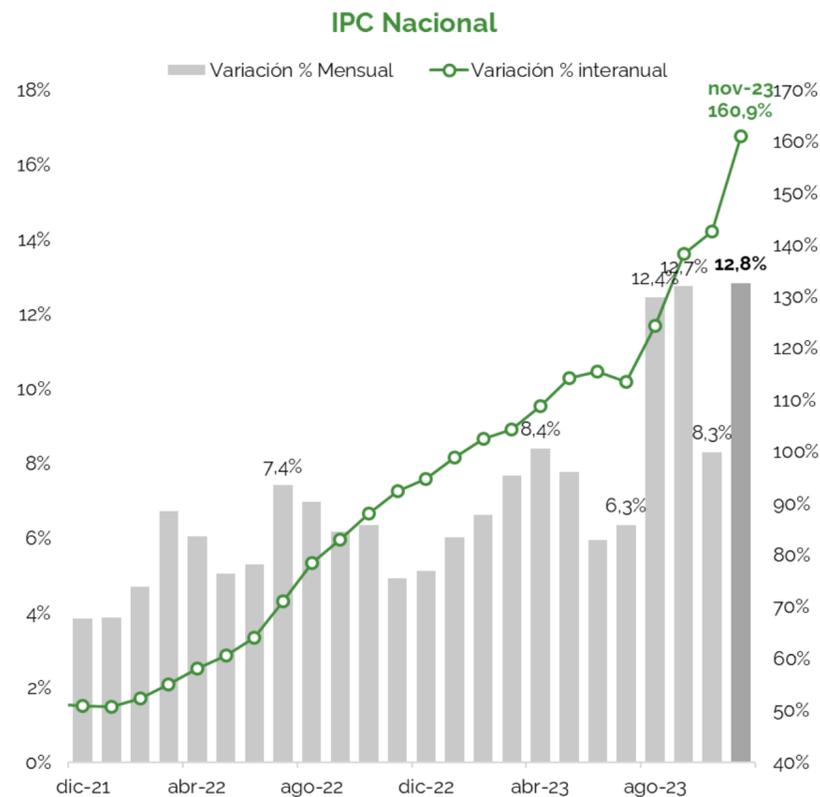
Se sumaron a estas medidas la resolución¹¹ determinada por CNV. Se aplicaron modificaciones que estaban contenidas en diferentes Resoluciones Generales transitorias y que llevan la regulación al momento previo de las tensiones cambiarias que justificaron su aplicación. Las simplificaciones fueron las siguientes:

a. Parking. Unifica los plazos de permanencia vigente (parking) para todos los activos, que quedarán fijados en un día hábil entre la compra en pesos y la venta en dólares.

b. Límites en venta contra D. Se retrotrajo la prohibición de vender bonos soberanos (AL y GD) con liquidación en dólares por más de VN 100 mil semanales.

c. Los canales del MEP. Retrotrae la prohibición de aplicar los dólares obtenidos por la venta de bonos soberanos en otros instrumentos por 30 días. Ver pág. 4 de nuestro **informe N°014** (disponible aquí) para ver la implementación de los dos canales del MEP.

d. DDJJ semanales. Retrotrae la obligación que tenían los ALyC de presentar una declaración jurada semanal con todas las operaciones concertadas en mercados del exterior.



La inflación de nov-23

La medición mensual de nov-23 arrojó un incremento de 12,8%, la más alta en lo que va del año. El IPC mostró una suba de +160,9% en términos interanuales, acelerándose por cuarto mes consecutivo. Y acumulando +148,2% en los once meses de 2023. La inflación núcleo fue de +13,4%, por encima de la suba promedio de los precios. EL IPC núcleo aceleró +4,6 p.p. respecto al mes anterior y acumuló un alza de +156,8% en los once meses de 2023. En el mes de nov-23, diez de las doce divisiones del IPC presentaron subas de dos dígitos, algo inédito hasta ahora.

⁷ Nuevo Marco de Política Monetaria y cambiaria (disponible aquí)

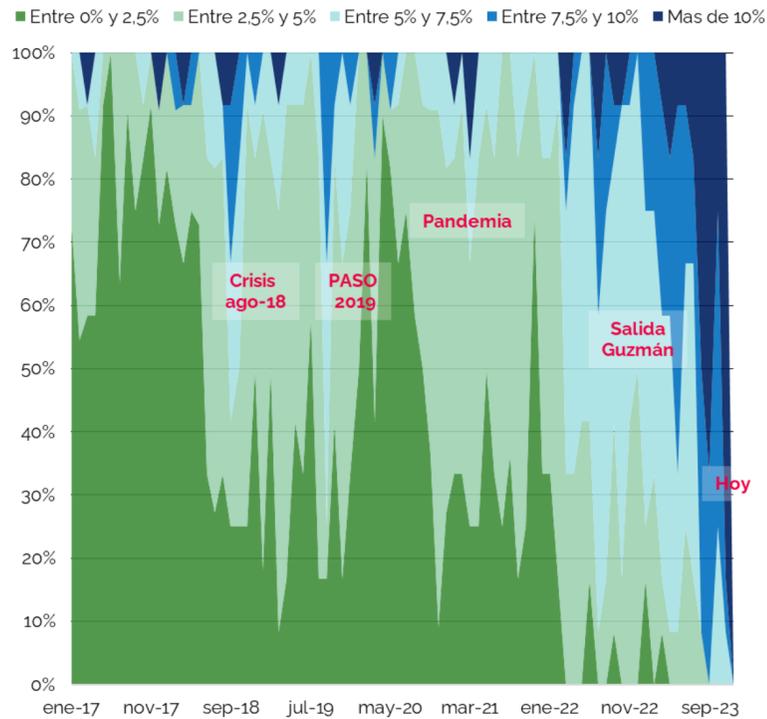
⁸ Resolución General 5463/2023 (disponible aquí)

⁹ Comunicación "A" 7917 (disponible aquí)

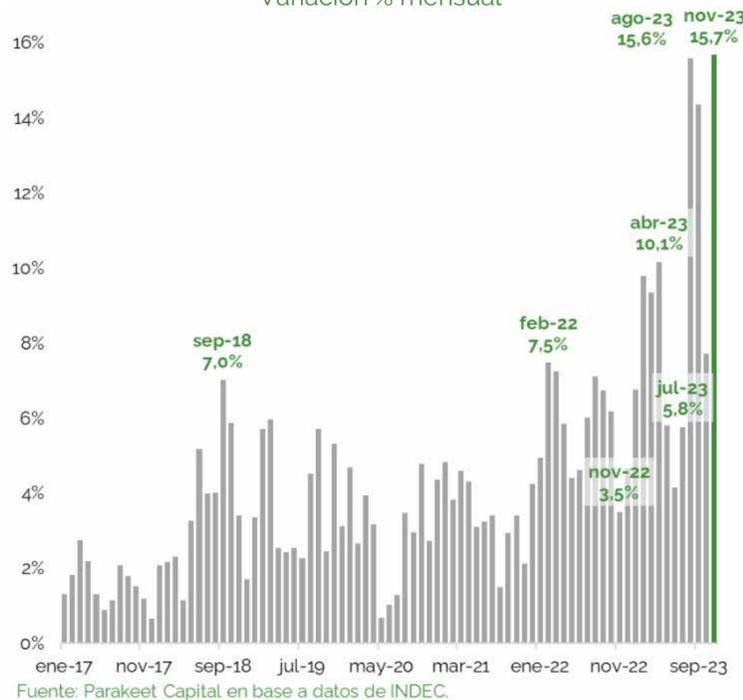
¹⁰ Comunicación "A" 7918 (disponible aquí)

¹¹ Resolución General 988/2023 (disponible aquí)

Divisiones del IPC-Nacional según suba mensual



Alimentos y bebidas Variación % mensual



Fuente: Parakeet Capital en base a datos de INDEC.

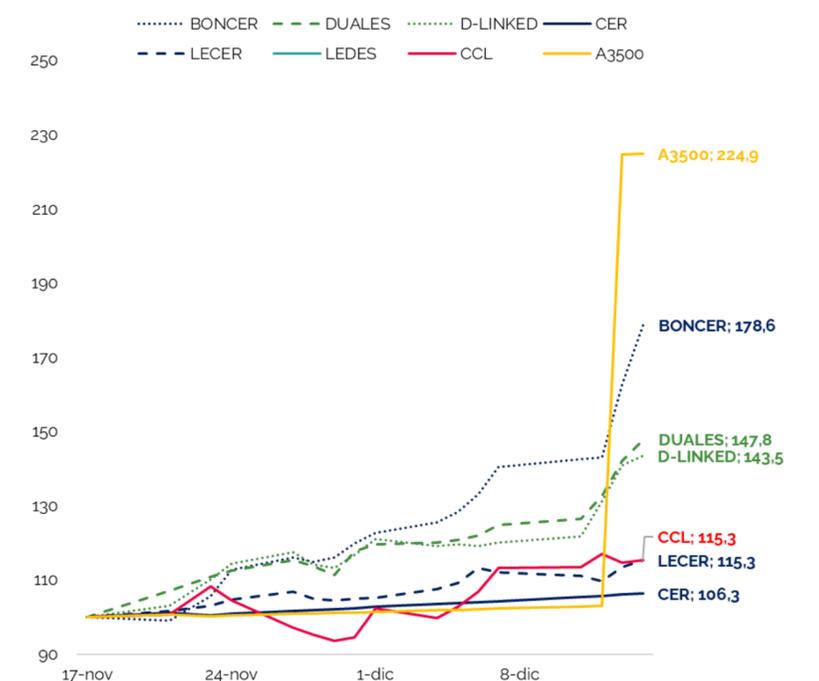
Perspectivas para el corto plazo.

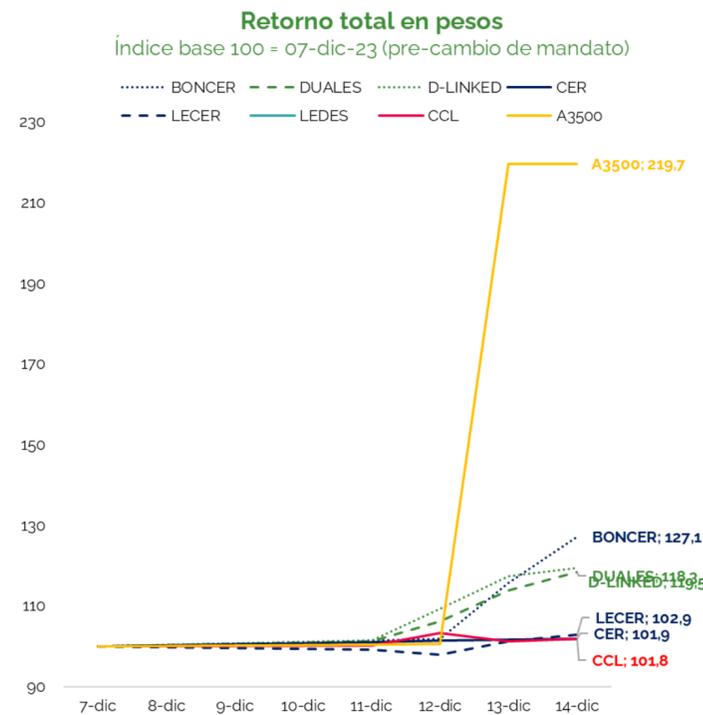
- a.** En la economía real creemos que la actividad sufrirá de corto plazo (1T24) un retroceso significativo por el impacto de la corrección de precios relativos y por el ajuste fiscal. En este escenario esperamos observar una contracción del PIB del orden del 3% en 2024, con una retracción impulsada por el gasto público y el consumo privado.
- b.** Sostenemos que el principal desafío del programa es el apoyo social y político. La inflación durante dic-23 y el 1T24 alcanzará niveles no observados desde 1990 (el mismo Milei mencionó un rango entre el 20% y el 40% mensual en su discurso de asunción).
- c.** El plan tiene un componente heterodoxo de contención social mediante la duplicación de la AUH y un aumento del 50% en la tarjeta alimentar. Restará ver si el cambio en la fórmula de movilidad jubilatoria es beneficioso en el corto plazo para contener la situación. Con una aceleración inflacionaria la formula de movilidad actual aumenta los beneficios sociales con un rezago de tres meses, por lo que en el primer 1T23 los jubilados y beneficiarios que ajustan por movilidad sufrirían una licuación mayor al 40%.
- d.** La clave también pasa por el apoyo de “La clase media”, que fue el principal motor del triunfo de Milei en el ballottage, todavía no cuenta con medidas de contención. Este grupo (deciles 2 a 5 de la distribución del ingreso) será quien más impacto tenga en aumento de tarifas, reversión de la baja de ganancias y mayor inflación en un contexto de paritarias que tardarán en reaccionar.
- e.** Es muy posible que haya nuevas medidas todos los meses. Es casi un hecho que serán necesarias nuevas políticas para el 2T24. Las políticas económicas anunciadas servirán como puente hasta la cosecha en caso de funcionar y, una vez que las reservas internacionales comiencen a recomponerse con la cosecha gruesa, hará falta tomar nuevas decisiones en torno a la política fiscal, cambiaria y monetaria.
- f.** El riesgo del ajuste fiscal. El ajuste fiscal depende de manera relevante de una mayor recaudación fiscal (el 43% del ajuste total sería con más impuestos) y esto podría generar dudas sustanciales en los próximos meses, especialmente debido a que algunos impuestos serían “transitorios” y, además, porque su implementación podría requerir necesidad de aprobación del Congreso. Además, y no menos importante, la reducción del gasto es considerable y generará redistribución de riqueza entre distintos actores de la economía (la suspensión de la obra pública, la pauta y la anulación de nuevos contratos).
- g.** El riesgo del cepo cambiario. El cepo no se dismanteló y muchas restricciones están vigentes. El riesgo latente de mantener el actual aparato de restricciones cambiarias es que la inflación borre rápidamente la corrección nominal del tipo de cambio y caer nuevamente en un atraso cambiario importante. Estimados que con la inflación que proyectó el mismo Milei, y con el crawling del 2% mensual, para mediados de mar-24. En este caso, puede ser necesario realizar una nueva corrección cambiaria para finalmente migrar a un sistema de tipo de cambio unificado, sin restricciones en la cuenta de capital y financiera, excepto las regulaciones macroprudenciales que requiere todo “país normal”.

Estrategia y posicionamiento.

La devaluación trajo una corrección de precios relativos de los activos, un incremento significativo en las expectativas de inflación que se materializó en una suba sustancial de la deuda CER. Desde el 17-nov, día previo al ballottage desde el que transcurrieron 17 ruedas, los bonos CER, en promedio, mostraron un incremento de precio del 78,6%, seguidos por los bonos duales (+48%) y los bonos DLK (+44%). El CCL, en el mismo trancurso, subió 15,3%, y el CER devengó solo 6,3%.

Retorno total en pesos índice base 100 = 17-nov-23 (pre-Ballottage)





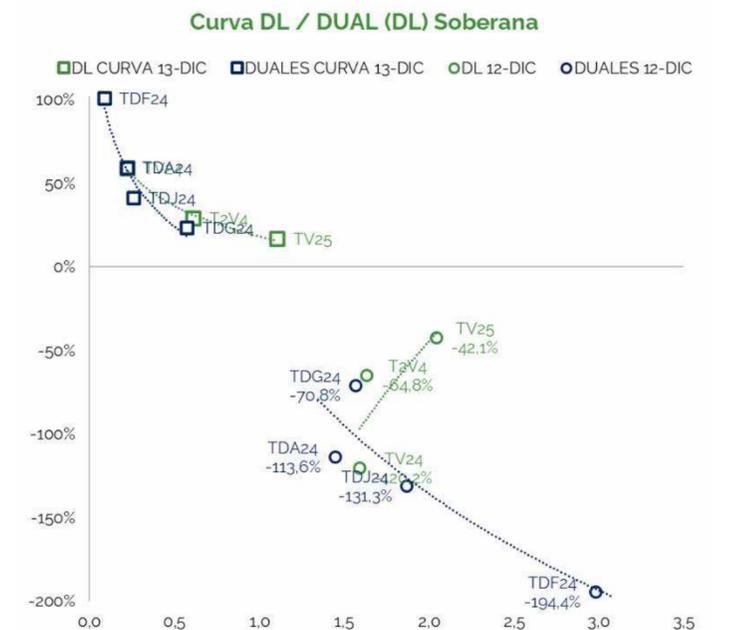
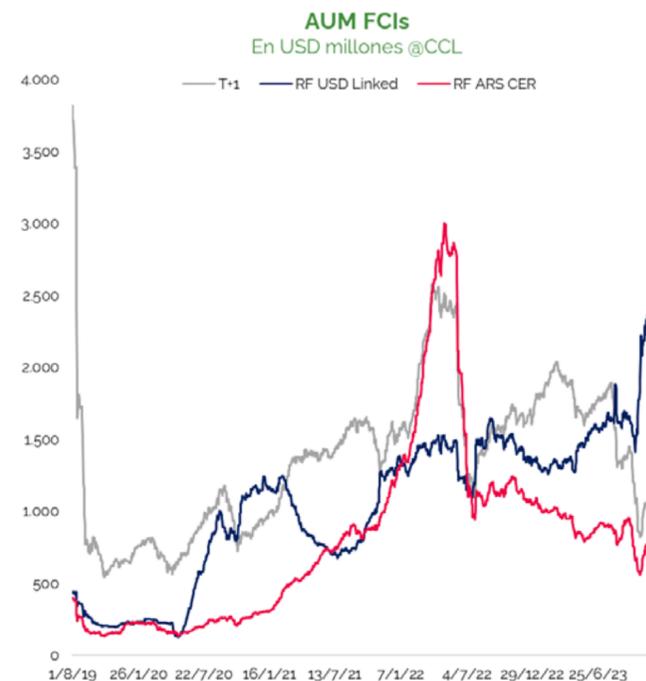
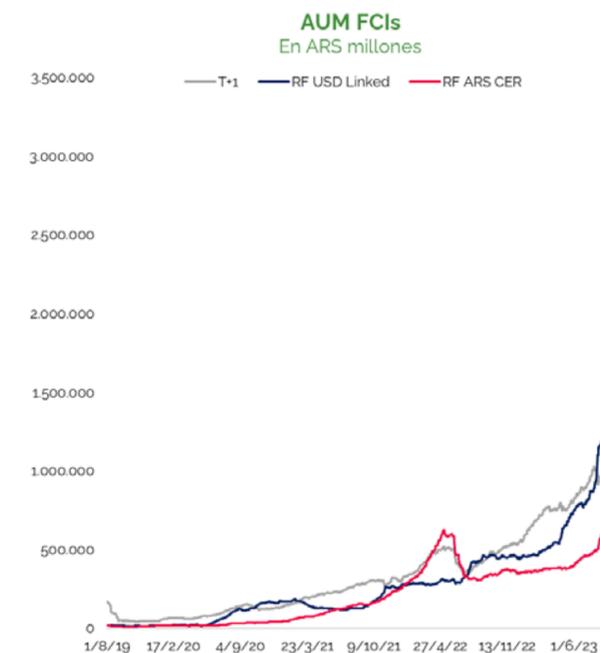
El rally de los bonos CER se acentuó luego del cambio de mandato y luego de la devaluación a ARS 800. Los bonos CER acumularon una suba de 27% en la primera semana de la presidencia de Milei, mientras que el CCL solo subió 1,8%.

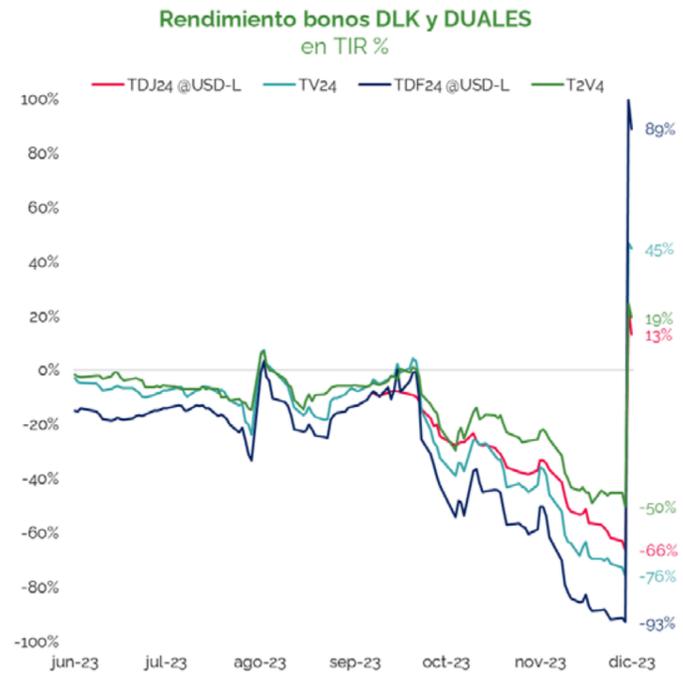
Vamos a estar monitoreando los rescates a los FCI dólar linked. Se fueron ARS 100.000 M en las dos ruedas posteriores a la devaluación (el 3% del AUM total de este tipo de FCI), pero las cuotas siguieron con rendimientos positivos porque los bonos dólar linked y duales estuvieron firmes. Observamos una migración a FCI t+1 y CER en búsqueda de cobertura inflacionaria. El AUM de los fondos DLK se multiplicó x7 en los últimos 5 meses. El AUM de los fondos CER solo x2. Hay muchos pesos buscando cobertura cambiaria y si se percibe que el dólar es una variable perdedora, los fondos DLK podrían verse rescatados.

El AUM en dólares @CCL de los fondos DLK se multiplicó x2 en los últimos 60 días, y alcanza los USD 3.250 M bajo administración.

Los bonos Duales y los bonos dolar linked salieron beneficiados de una devaluación mayor a la esperada, pero el crawling peg al 2% (menor carry del subyacente A3500), la baja en la brecha cambiaria (desde 150% a menos del 30%) y el tipo de cambio real alto que implica el dólar en ARS 800 (costo de oportunidad frente a la inflación) dejaron a los activos dólar linked con poco atractivo en términos relativos para el corto plazo.

Los bonos duales y DLK pasaron de cotizar a TIR negativas de entre -70% y -200% a TIR positivas entre 10% y 100% el día después de la devaluación.





Lo lógico era esperar una mayor rotación de cartera desde dólar linked hacia títulos en pesos (ajustables por CER principalmente) luego de la devaluación y así sucedió en los últimos días.

De todos modos, la valuación de los bonos CER hoy luce cara en términos históricos luego del rally de los últimos 30 días. Las TIR comprimieron hasta valores no observados, con todos los bonos (incluso el DICP con vencimiento luego de dic-33) cotizando a TIR negativa. Es una posibilidad que luego de las licitaciones de la semana que viene (donde se licitarán LEDES a tasa fija) el apetito por acotar duration impacte negativamente en la parte larga de la curva CER.

