



Informe Macro abril

Salida más lenta del cepo garantiza apreciación

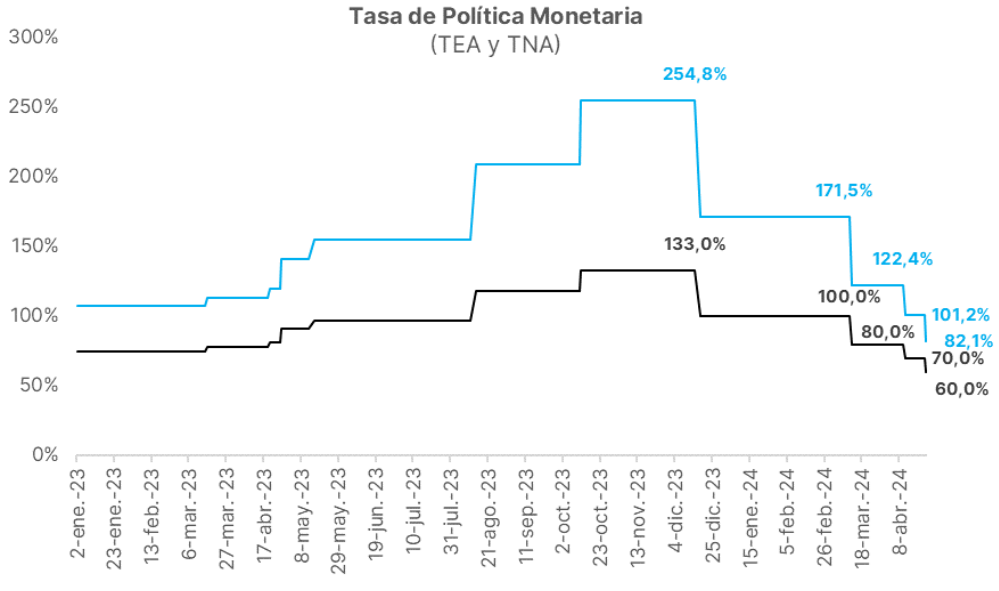
26 de abril de 2024

Informe Macro abril:

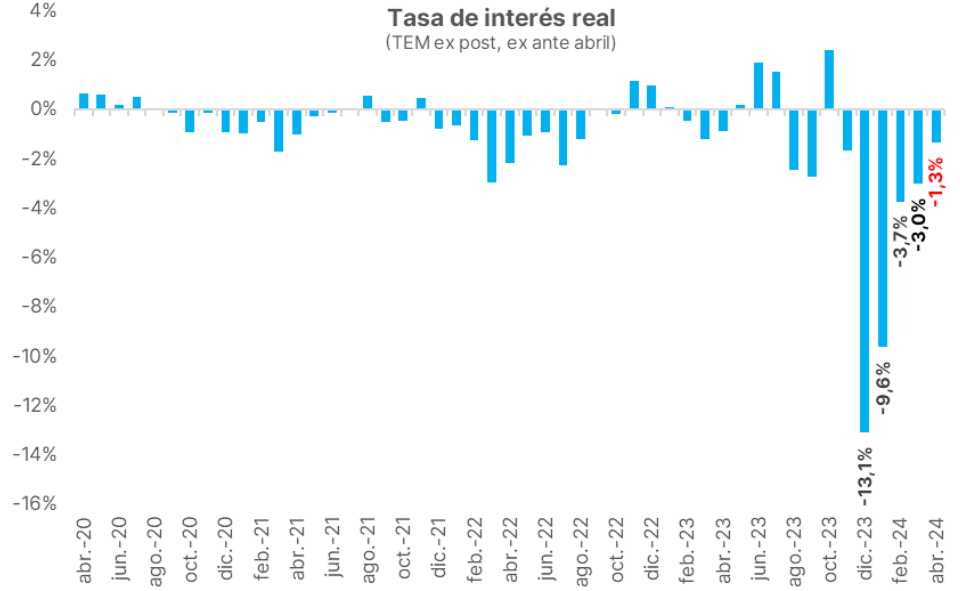
Salida más lenta del cepo garantiza apreciación

- 1 Nueva baja de tasas: ¿hasta dónde irá la licuación?
- 2 La apreciación real está determinada
- 3 Se consolida la visión de un “colapso” inflacionario
- 4 El CCL continúa puramente determinado por “flujos”
- 5 La cosecha se hace esperar
- 6 Compras récord del BCRA mejoran las reservas netas
- 7 Superávit fiscal en el 1° trimestre más por “licuadora” que por “motosierra”

El BCRA recortó 20 puntos la TPM en abril



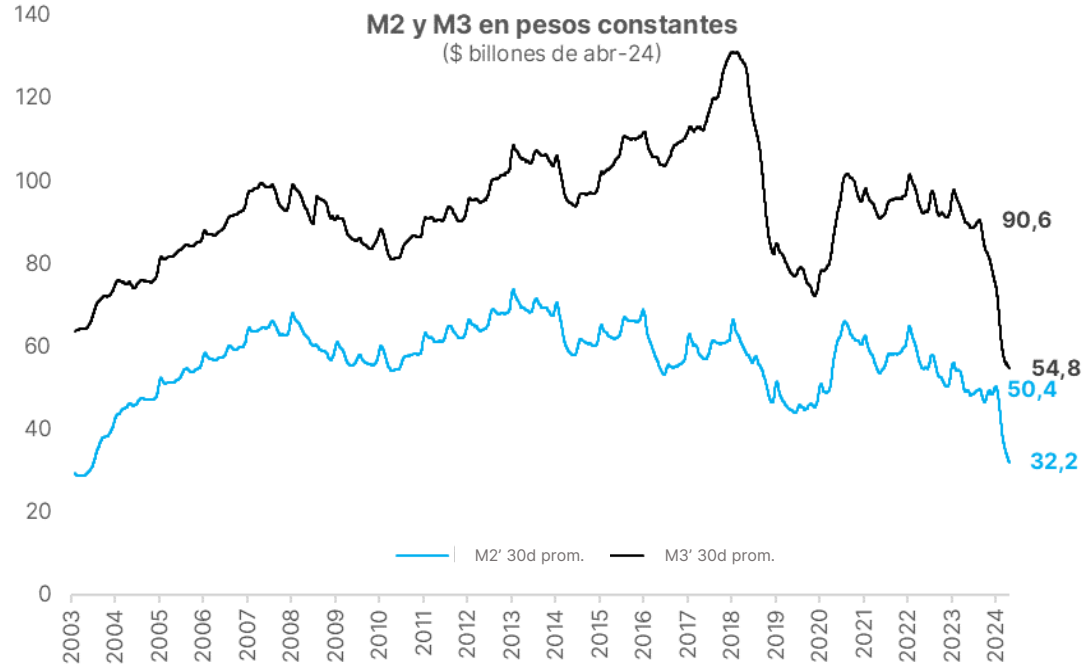
La tasa de interés real se pone menos negativa



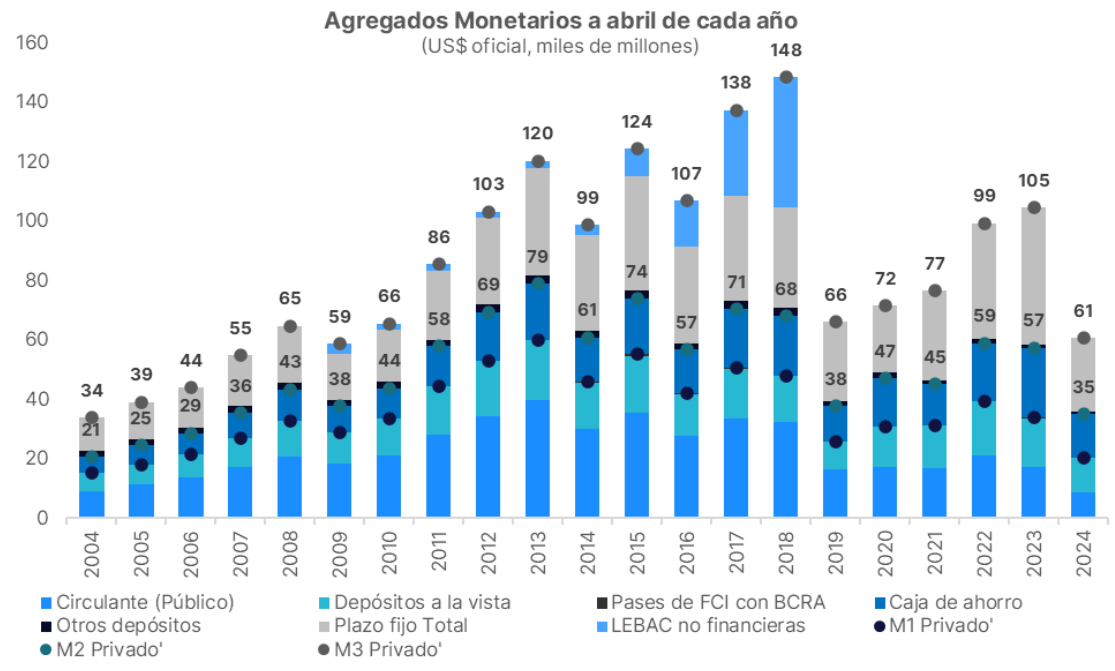
El BCRA bajó dos veces la tasa de política monetaria (TPM) en las últimas dos semanas y por cuarta vez desde el 10/12. En ambas el recorte fue de 10 pp, con el condimento en la primera de un encaje de 10% a las cuentas remuneradas de FCI *Money Market* para amplificar el efecto sobre las tasas de mercado (estas cuentas representan el 29% del M3 Privado). De esta forma la TPM bajó **de 80% a 60% TNA o de 122,4% a 82,1% TEA o de 6,8% a 5,1% TEM**. Quedó configurado así un límite superior para las tasas pasivas (al netear el 8% de IIBB en CABA) de 55,2%, descendiendo desde 73,6% hace dos semanas (TEA de 108,6% a 73,6% o TEM de 6,2% a 4,6%). Considerando que la tasa de Plazo Fijo se ubicaba en 60% pre baja de tasa, no sería descabellado que baje a la zona de 50%.

La estrategia de fondo del equipo económico sería **extender la licuación de los agregados monetarios y del gasto primario** con una tasa de interés que se mantenga en terreno negativo (aunque necesariamente menos negativa, dado el “colapso” de la inflación que anticipan los datos de alta frecuencia). A modo de referencia, la TEM de Plazo Fijo *ex ante* pasó de -3,5%, antes de la baja de tasas del 11/4 y asumiendo una inflación de 9% para abril, a -1,3% con la última baja, asumiendo una inflación de 5,5% para mayo. En otras palabras, el equipo económico **seguiría incómodo con el nivel de saldos reales para salir del cepo cambiario**. Desaparecida la contracción monetaria por el BOPREAL (la Serie 3 todavía no fue completada dado el CCL elevado que tiene implícito), la política monetaria es expansiva dada la compra de reservas, lo que fuerza a restablecer de algún modo la erosión de saldos reales. Otro punto que no debe ser pasado por alto es que ambas bajas de tasas coincidieron con las licitaciones del Tesoro, en un intento por seducir al sector privado (especialmente a los bancos) para que la deuda del BCRA (Pases) siga migrando al Tesoro. Al respecto, en las tres ruedas previas a la licitación del Tesoro de esta semana, el BCRA compró el TZXD5 (BONCER con vencimiento en diciembre 2025) por \$1,1 billones en el precio límite establecido ante el arbitraje de tasas del sector privado (había quedado “caro” en la curva). No obstante, **estas operaciones de mercado abierto no deben ser leídas indefectiblemente como expansivas, ya que buena parte podría haber venido de los bancos**, lo que implicaría cambios en el activo (de bonos del Tesoro a Pases) pero no implicar cambios en el pasivo de las entidades (los depósitos). En cambio, sí sería expansivo para las ventas de bonos del sector privado no financiero al BCRA.

La desmonetización es récord

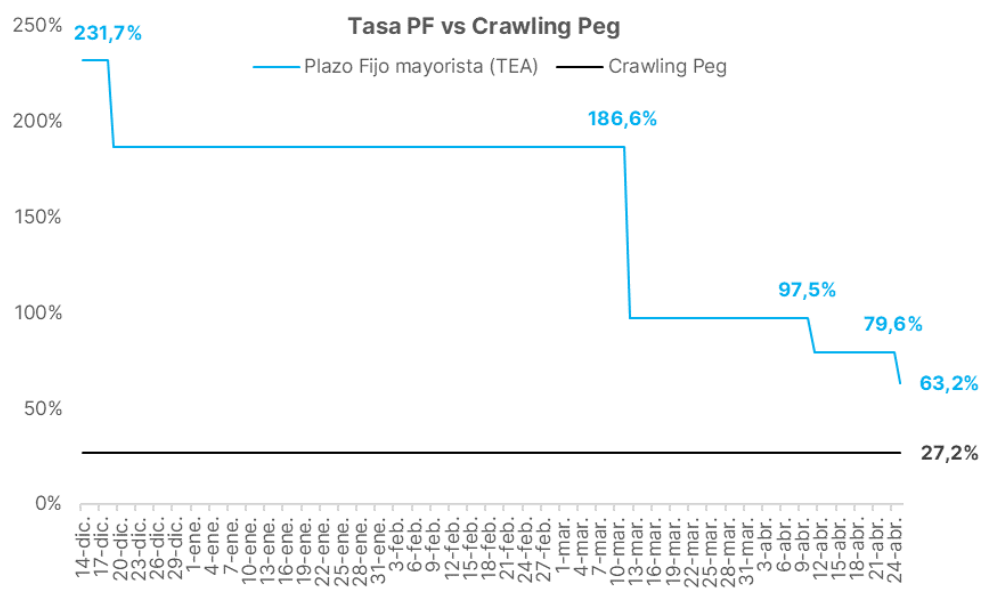


Los niveles en dólares son más ajustados

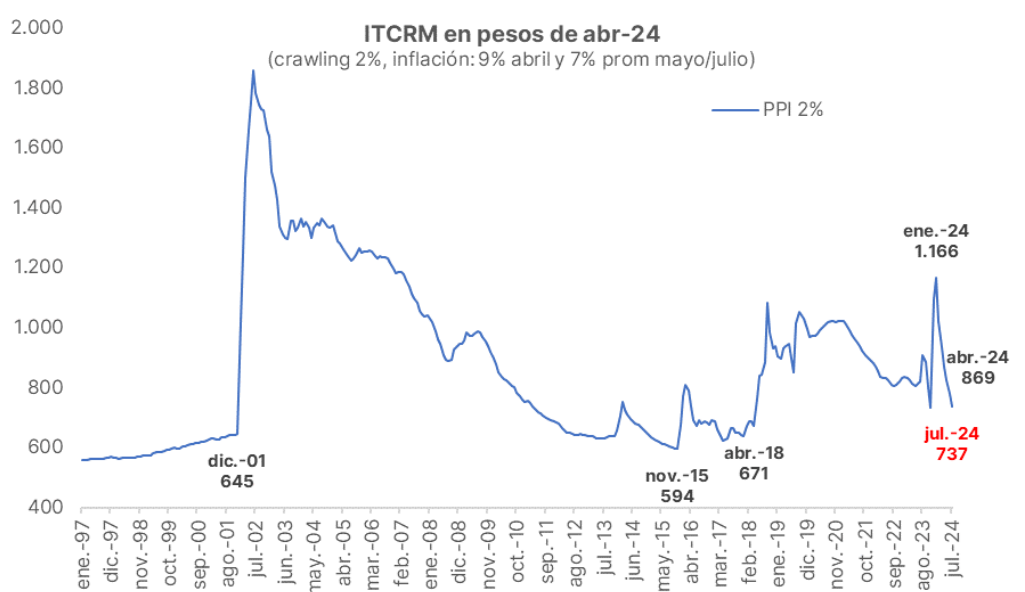


Sobre el nivel de monetización “confortable” para salir del cepo, vale un comentario. Si bien los agregados monetarios están en mínimos tanto medidos en pesos constantes como a PBI, **esto no es así si se los mide en dólares oficiales**. Por un lado, el M2 y el M3 privados vienen promediando en abril \$32,2 y \$54,8 billones de hoy, 36% y 40% menos en agosto y en mínimos desde 2003. De igual manera, los mismos agregados monetarios a PBI se ubicaron en 7,3% y 11,9% en marzo, también en mínimos desde 2004. No obstante, medidos en dólares oficiales (la cual podría ser una métrica válida en la cabeza del equipo económico), el M3 privado (el agregado monetario más amplio) **se encuentra en US\$61 mil millones, un 7,6% por debajo de los niveles de abril 2019** (previo al colapso de las PASO 2019). El panorama se torna más complejo si se considera que **el sector privado no financiero tendría US\$24.000 millones en deuda del Tesoro en pesos** (estimación propia) producto de la represión financiera de los últimos cuatro años. Sobre eso debe considerarse que la mayoría de la deuda está indexada y que todavía devenga registros elevados de inflación (el CER toma hasta el 15 de mayo el 11% de marzo) frente a un *crawling peg* que sigue viajando al 2% mensual, resultando en un alto crecimiento en dólares “oficiales”. Sumado a esto, el M3 privado crece a una tasa promedio ponderada estimada de 3% (hasta la última suba de tasas), lo cual también implica un crecimiento en dólares “oficiales” de los agregados. Por ende, **la estática de hoy muestra activos monetarios** (incluyendo los bonos del Tesoro en pesos) **en manos del sector privado no financiero por US\$84.000 millones**. La dinámica de devengamientos “elevados” y *crawling* al 2% hace pensar que esta **cifra seguirá subiendo endógenamente**.

El BCRA vio espacio para achicar *spread* dólar -tasa



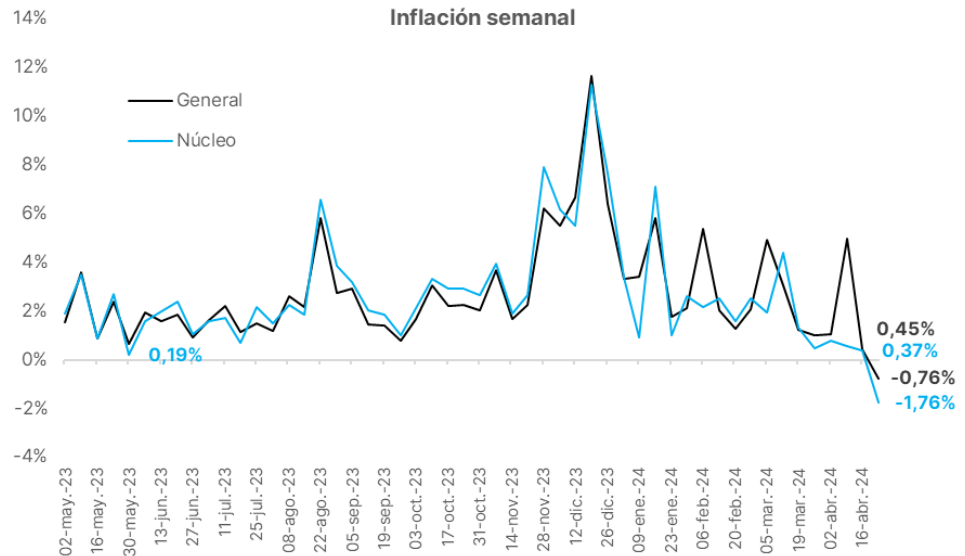
Apreciación inexorable con *crawling* al 2% y cepo



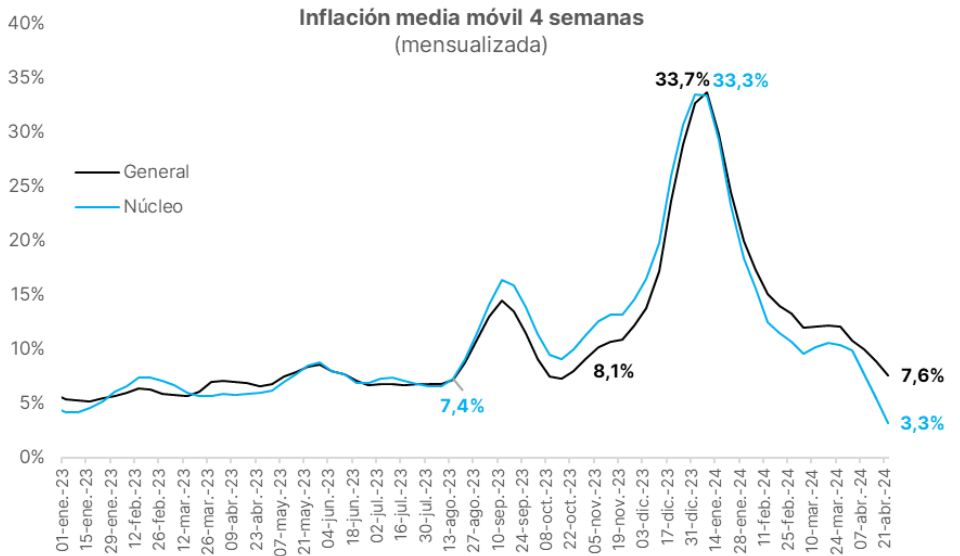
El otro punto relevante de la baja de tasas es que le pone un techo cada vez más bajo a una eventual aceleración del *crawling peg* y, en consecuencia, **garantiza la apreciación cambiaria**. Vale recordar que, en contextos de cepo cambiario, la tasa en pesos debe viajar por encima del ritmo devaluatorio para evitar que los sectores transables se apalanquen tanto para demorar ventas (se refleja en merma de liquidación de los exportadores) o adelantar pagos (importaciones, aunque hoy imposible por el esquema posdatado de acceso al mercado de cambios). De manera análoga, puede pensarse como el alto incentivo a hacer *carry* que tienen los productores de transables, así como el “bajo” intensivo que tienen a comprarle los dólares al BCRA los importadores (siempre que se asuma sostenible el 2% mensual). Dicho esto, el ritmo devaluatorio ahora tiene un techo más bajo, recortando de 5,1% a 4,2% de TEM (Plazo Fijo). Consecuentemente, el espacio para acelerar el *crawling peg* es más bajo dado el menor *spread* y, con ello, inexorablemente se acentuará la apreciación real (inflación viajando por encima del deslizamiento del tipo de cambio). El esquema del cepo está dado así: tasa de interés en pesos viajando por debajo de la inflación (para aprovechar la represión financiera) y, a su vez, tasa de interés en pesos viajando por encima del *crawl* (para evitar que se estrangule el mercado de cambios). Consecuentemente, **la apreciación real está determinada**. Asumiendo que la inflación viaja al 9% en abril y al 7% promedio entre mayo y julio, el tipo de cambio real quedaría en 737 pesos de hoy, mientras que, si tomamos el supuesto más optimista de inflación viajando al 7% en abril y 5% promedio entre mayo y julio, se ubicaría en 781 pesos de hoy.

Como se puede observar, **estos niveles se asemejarían a los de antesalas de fuertes depreciaciones reales**: 1) salida de la Convertibilidad, 2) la salida del cepo de Macri y 3) el *Sudden Stop* de 2018. Para ser claros, no consideramos que Argentina mejore su competitividad a través de devaluaciones repetitivas pero la apreciación forzada infla importaciones de bienes y servicios a niveles desalineados de la productividad local que tarde o temprano desembocan en crisis del sector externo. Es comprensible la insistencia del gobierno en ganar competitividad vía reformas, pero **el TC (justamente) es el ajustador inmediato para zanjar esos diferenciales de productividad**. Hacia adelante, **cuanto más pronunciada sea la apreciación, mayor será la devaluación necesaria para equilibrar el eventual desbalance del sector externo**. En la misma línea, cuesta imaginar una salida del Cepo sin devaluación.

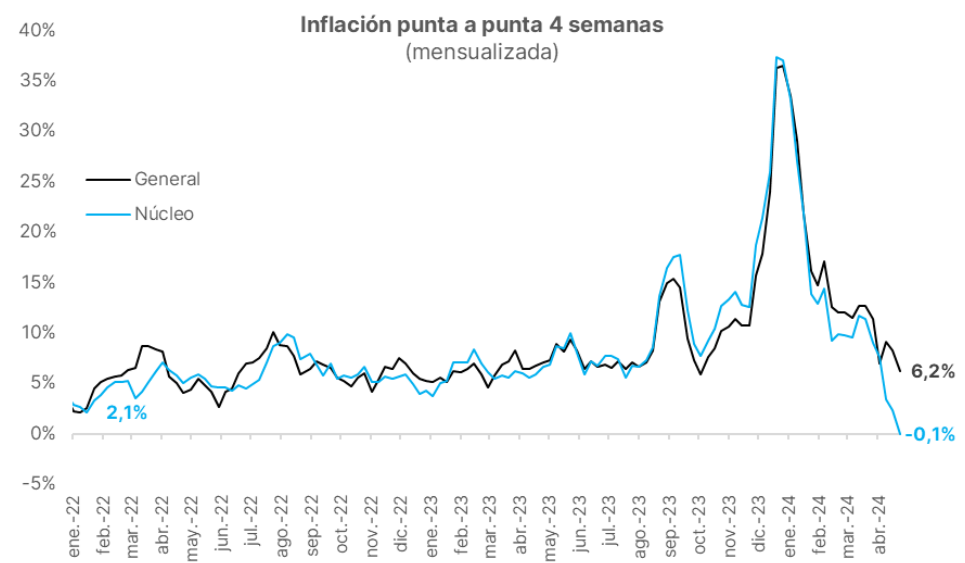
Deflación semanal por primera vez desde octubre 2021



La inflación de abril podría quedar debajo de 8%



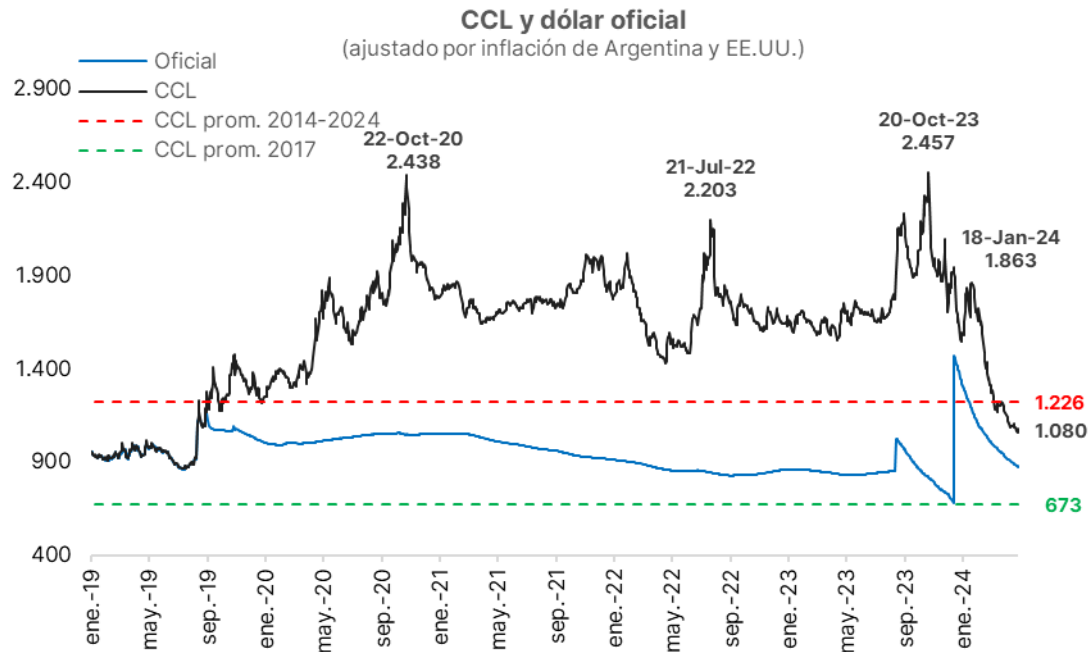
La inflación núcleo colapsó



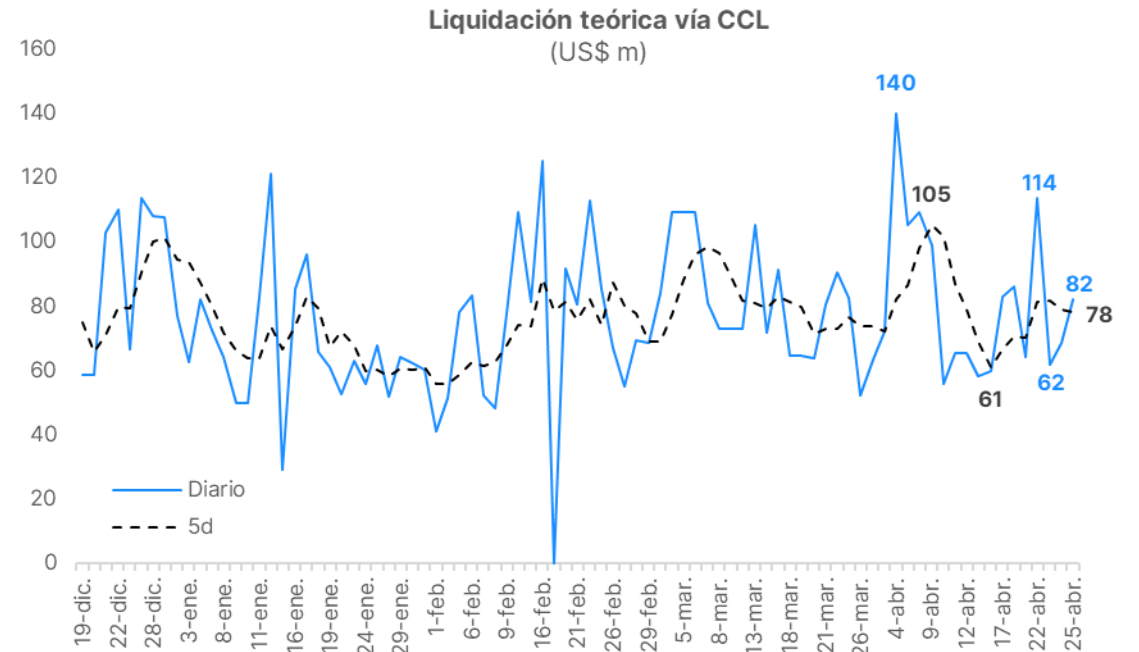
La inflación de marzo (11%) ya es un dato “viejo”, sino que **la primicia es la deflación**. Las mediciones de alta frecuencia, para la semana finalizada el 23/04, arrojaron literalmente una caída generalizada en los precios. **La inflación general semanal cayó -0,76%** desde +0,45% en la lectura anterior. De esta forma, **el promedio móvil mensual de cuatro semanas, proxy del IPC del INDEC, finalizó en 7,6%**. **Las noticias son más auspiciosas con respecto a la inflación núcleo, que se desplomó a -1,76% semanal** desde 0,37% anterior. Con estas cifras, **la media móvil de cuatro semanas de la subyacente se ubicó en 3,3%** desde el 5,5% anterior. Así, los datos de Alphacast se alinean con las expectativas del BCRA de desacelerar la inflación hasta 9% en abril y 5,8% en mayo (ver [Programa de Estabilización de Argentina: Avances y Perspectivas](#)). Podemos extender el análisis a través de las **variaciones punta a punta en términos mensuales**. Estas cifras **exhiben una inflación general desacelerándose de 8,2% hasta 6,2% y una core levemente negativa en -0,1%**.

No todo es color de rosa: **la contrapartida del colapso inflacionario es una fuerte recesión**. Los últimos datos del EMAE, *proxy* mensual del PBI, indican que la caída en la actividad económica es muy marcada. En detalle, las últimas cuatro lecturas reflejaron una baja mensual de -0,2% en febrero, -0,8% en enero, -2,8% en diciembre y -1,4% en noviembre, resultando en un acumulado de 14,5% anualizado. Por ende, **dos motivos podrían volver a acelerar los precios: i) una reactivación de la economía** (poco probable por el momento) y/o **ii) una salida del cepo**

¿CCL sin piso aparente en el corto plazo?



La liquidación de los exportadores se recupera y el CCL cae

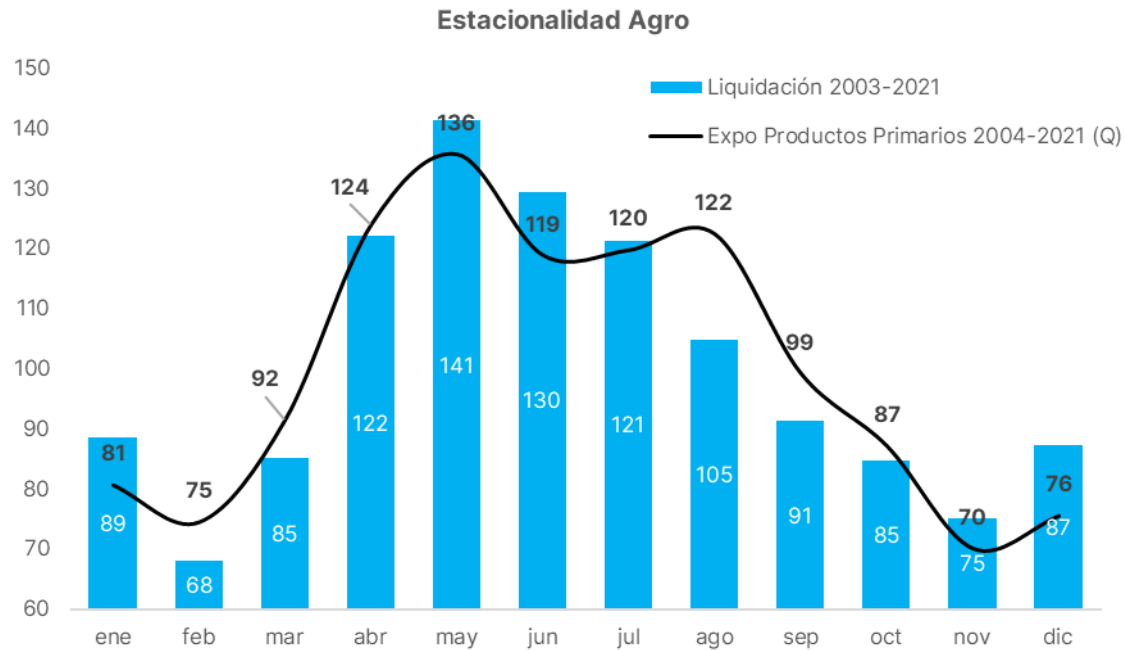


El **CCL sigue regido por los flujos más que los fundamentos macro**. Dicho de otro modo, cuando la liquidación teórica de los exportadores vía el mercado financiero bajo el *blend* 80/20% cede, el CCL trepa, y lo mismo ocurre a la inversa (mayor oferta, cae el CCL). Lo que sucedió en abril es una prueba insoslayable de este mantra. Al respecto, la oferta teórica de los exportadores se desaceleró significativamente entre el 09/04 y el 16/04 (la media móvil de cinco días recortó de un pico de US\$105 millones a US\$61 millones). En consecuencia, el CCL escaló 4,2% en un escenario internacional muy adverso que presionó sobre las monedas emergentes. La liquidación teórica vía el mercado financiero comenzó a rebotar a partir del 16/04 (se recuperó a US\$78 millones al 25/04), lo que llevó al dólar financiero a disminuir 2,1% al 24/04 y borrar parte de la suba exhibida en los días previos. Sin embargo, saltó 2,2% el 25/04, tras la nueva baja de tasas del BCRA (tendría un impacto acotado en el CCL, como ocurrió en las anteriores veces).

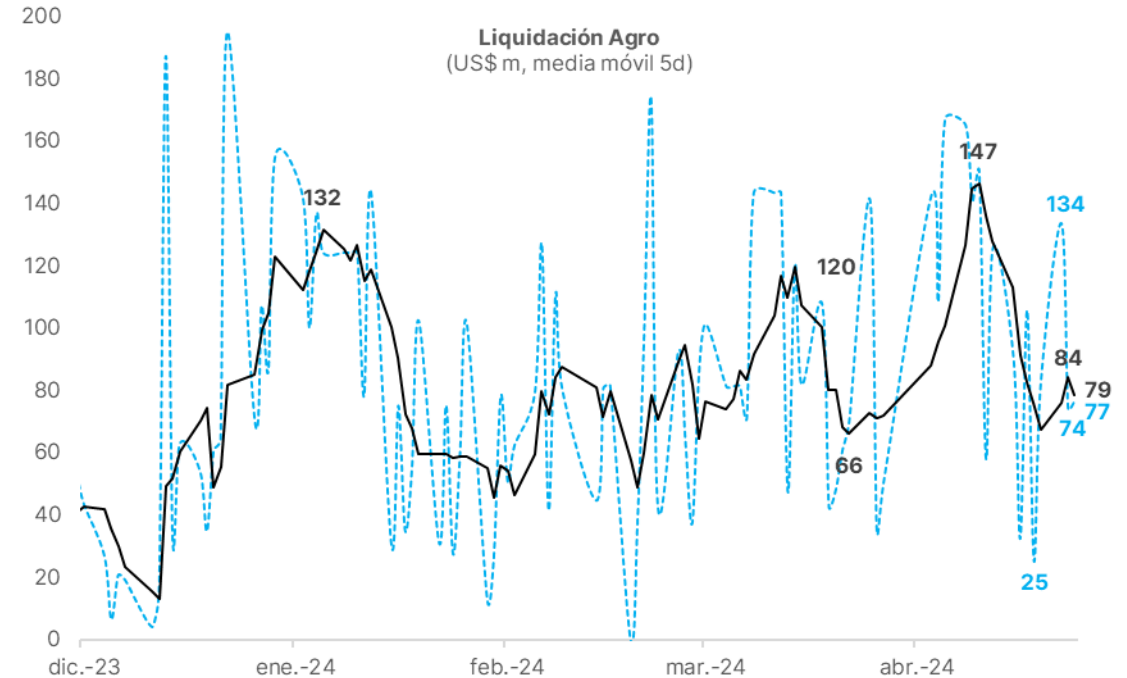
De esta forma, el CCL se ubica en \$1.080, **el menor nivel real desde la antesala a las PASO de agosto 2019**, por lo que cayó 42% real desde el pico de esta gestión de \$1.863 el 18/01 y 17,4% nominal desde entonces. Por ende, **la brecha cambiaria se encuentra en 23,6%**, algo por encima del mínimo de esta gestión de 15,2%, mientras que la brecha con el tipo de cambio efectivo de las exportaciones es 18%, también superando por poco a su piso de 11,8%.

Mirando hacia adelante, **ante una demanda muy restringida** (Cepo sin grandes cambios), **esperamos que el CCL siga extendiendo su baja en el corto plazo**. La razón detrás de esto es que **la liquidación masiva de la cosecha gruesa acelerará la oferta de los exportadores tanto en el MULC como en el mercado financiero** por el esquema 80/20%. Por lo tanto, el CCL, que ya se ubica 11,9% por debajo de su promedio de los últimos 10 años, podría continuar muy lentamente convergiendo hacia la media de 2017 (mejor año de la gestión Macri) de \$673 en términos reales.

Se aproxima el período de alta estacionalidad del agro



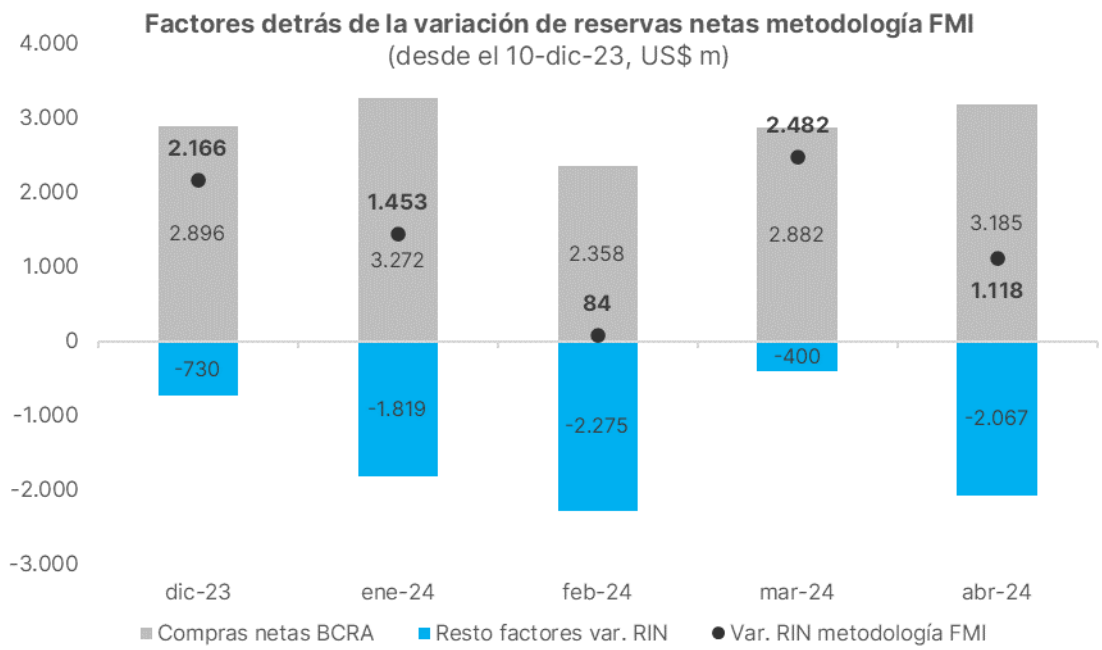
Reducción transitoria en la liquidación de los exportadores



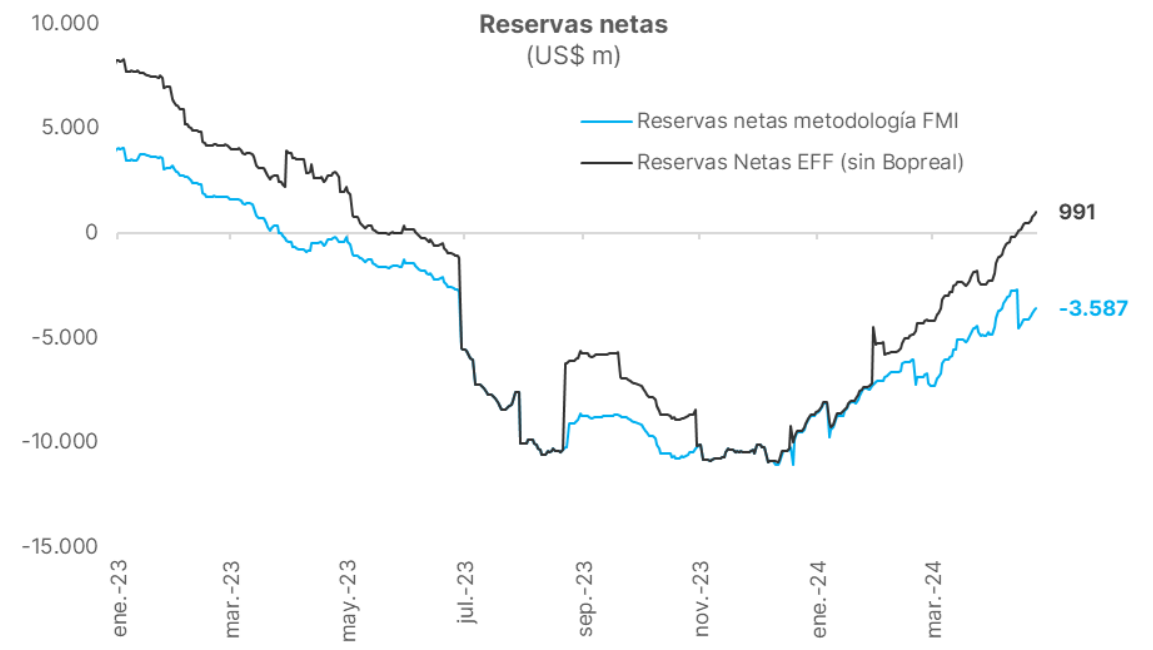
A pesar de la alta estacionalidad del sector agropecuario en abril, aún nos encontramos a la espera de la entrada de la cosecha gruesa. Para ser más precisos, **la liquidación recortó prácticamente a la mitad a solo US\$79 millones desde US\$147 millones el 10/4.** La ausencia del agro en el mercado de cambios se debe, principalmente, a las fuertes lluvias en la zona núcleo, que habría demorado la recolección de la cosecha y, en consecuencia, la venta de los chacareros y la liquidación. Este fenómeno sería de carácter **transitorio**, por lo que la situación tendería a normalizarse.

¿Qué implicaría que haya un salto significativo en la liquidación? Esto contribuiría a la **apreciación del peso**, es decir, baja en el CCL, que experimentó una leve suba en los últimos tres días (de \$1.054 y \$1.080). Consecuentemente, esto redundaría en una brecha cambiaria contenida si se conservan las restricciones actuales al MULC y al esquema del 80/20%. Además, la llegada de la cosecha gruesa causaría **un aumento en las compras netas de reservas del Banco Central.** Ante una demanda privada sin grandes cambios, el BCRA sería el único gran comprador del mercado, por lo que acapararía la mayoría del volumen del MULC.

Compras netas no equivale a acumulación de reservas



Fuerte mejora de las reservas netas bajo cualquier métrica

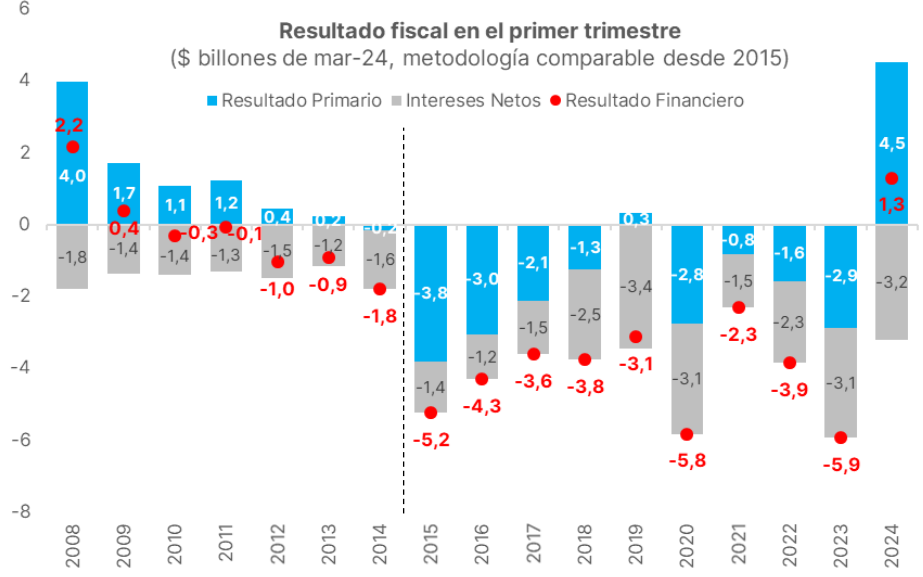


El **Banco Central compró un récord de US\$14.592 millones desde que asumió Milei (10/12)**, un hecho sin precedentes desde que se tiene registro (2003). No obstante, las reservas netas medidas bajo la metodología FMI (explicada más adelante) aumentaron en una menor magnitud en el mismo período. Precisamente, **mejoraron US\$7.302 millones. La diferencia** entre las compras en el MULC de la autoridad monetaria y la acumulación de reservas netas **se explica por una caída de US\$7.290 millones por otros factores**, principalmente cambios en los pasivos de corto plazo (menores a 12 meses). Entre estos factores se encuentran la amortización e interés devengado por los BOPREAL, los vencimientos de Globales y Bonares de enero por US\$1.550 millones (para los cuales el Tesoro le colocó al BCRA una Letra Intransferible), la variación del stock de depósitos del Tesoro en el BCRA (incluye las recientes compras de divisas al Central para pagar cupones de Globales y Bonares de julio por US\$2.500 millones y/o al FMI los pagos por US\$2.900 millones de la próxima semana).

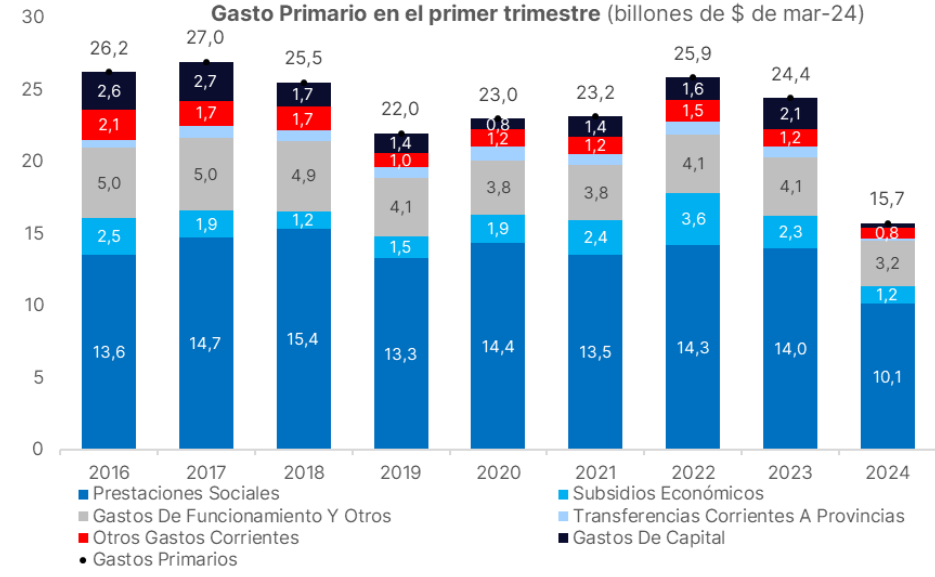
Destacamos que hay mucha confusión con el tema reservas, ya que hay varias definiciones. **En la metodología FMI, a las reservas brutas se le restan los encajes, el swap chino y los pasivos exigibles en los próximos 12 meses** (incluye BOPREAL, depósitos del gobierno en moneda extranjera y otros). En cambio, la meta de acumulación de reservas netas definida en el Extended Fund Facility (EFF) a la métrica anterior no le resta la amortización e intereses devengados del BOPREAL pagadero en los próximos 12 meses y los depósitos del Tesoro en el BCRA.

Las **reservas netas metodología FMI se encuentran en un estimado de -US\$3.587 millones**. No obstante, **llegaron a tocar un máximo de 10 meses de -US\$2.675 millones el 15/04** previo a que el Tesoro comprara US\$2.238 millones entre el 15/04 y el 16/04 para pagar al FMI. En tanto, la métrica de reservas del EFF se ubica en un estimado de US\$991 millones, volviendo a terreno positivo por primera vez desde marzo 2023.

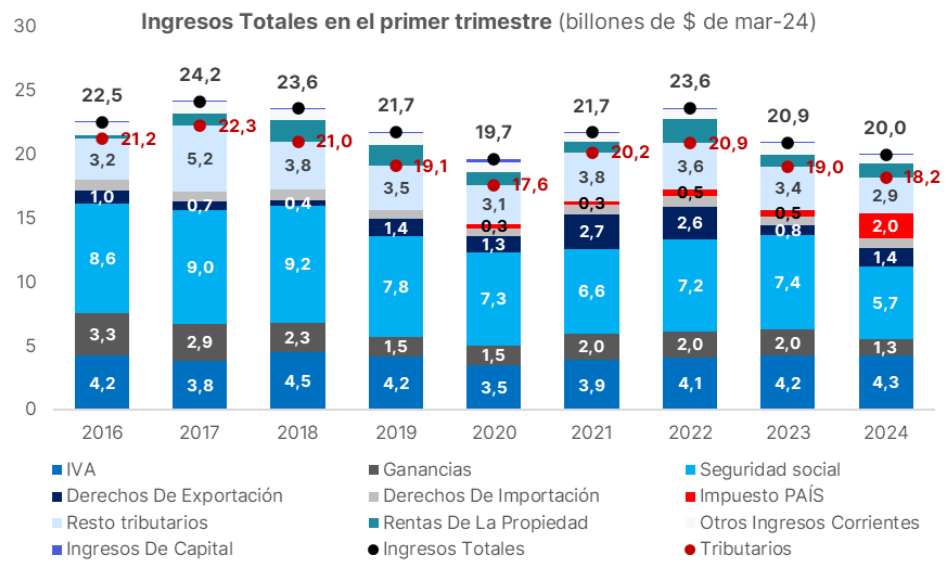
Alto superávit primario y financiero en el 1º trimestre



Desplome del gasto a niveles de 2005



El impuesto PAÍS modera la caída de los ingresos

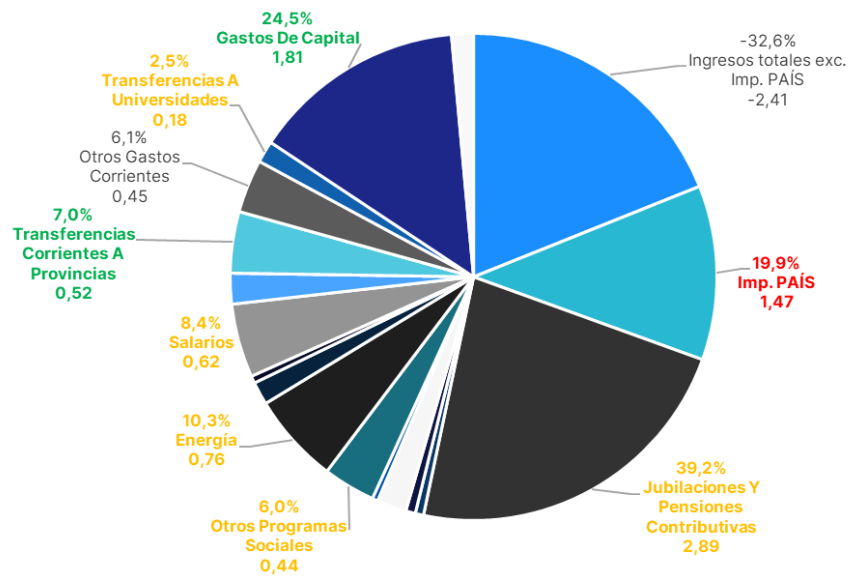


Marzo cerró con un superávit primario de \$0,63 billones y uno financiero de \$0,28 billones tras el pago de intereses por \$0,35 billones. De esta forma, en el primer trimestre se alcanzó un superávit primario de \$3,86 billones o 0,6% del PBI y uno financiero de \$1,13 billones o 0,2%, algo que no ocurría desde 2009 (la metodología es comparable desde 2015). En términos reales, se obtuvo un superávit primario récord de \$4,5 billones y el mayor resultado fiscal (\$1,3 billones) desde 2008.

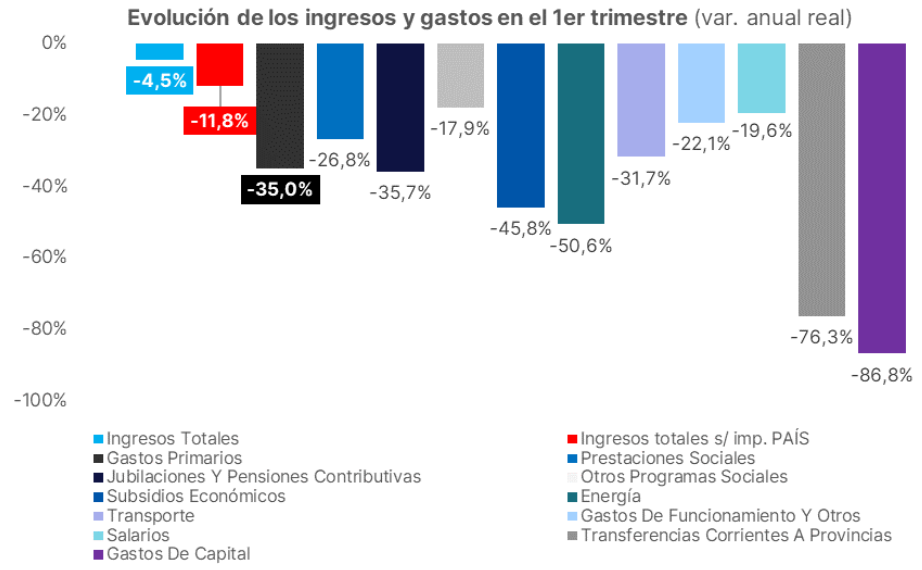
El ajuste fiscal se explica por una fuerte contracción del gasto, que más que compensa la caída de los ingresos. Al respecto, el gasto primario se desplomó 35% anual en el primer trimestre hasta \$15,7 billones, el menor nivel desde 2005. Todas las partidas grandes del gasto exhiben fuertes recortes reales, destacándose la caída en gastos de capital (-86,8%) y transferencias corrientes a provincias (-76,3%), que también exhiben bajas nominales.

Por su parte, los ingresos cedieron 4,5% hasta \$20 billones, el menor monto desde 2020 y, excluyendo este registro por su atipicidad, desde 2007. A diferencia de los gastos, hay ciertos ítems de los ingresos que crecen respecto a 2023, moderando la caída. Se destacan la suba del impuesto PAÍS, que contribuyó con \$1,5 billones adicional. Excluyéndolo, los ingresos se hundieron 11,8% anual.

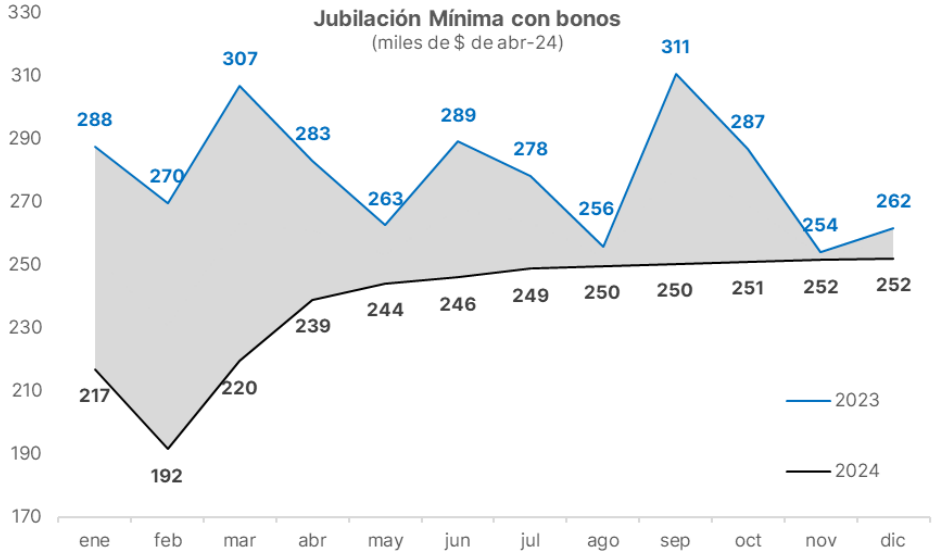
¿En qué se basa el ajuste?



La caída del gasto más que compensa la de los ingresos



La licuación de las jubilaciones ya no será igual



El ajuste del déficit del primer trimestre estuvo cimentado, en mayor medida, en una fuerte baja del gasto y, en menor medida, por los recursos aportados por el impuesto PAÍS. **Por el lado del gasto, se dio una combinación con mucha más “licuadora” que “motosierra”.** Dentro de los primeros ajustes, se destaca la **contribución de 39,2% de jubilaciones al total del ajuste.** También dentro de esta categoría encontramos a los **salarios del sector público, con un aporte de 8,4%.** Por el lado de la “motosierra”, resaltan los **fuertísimos recortes en los Gastos de Capital (24,5% del total) y en las Transferencias Corrientes a las Provincias (7%).** Por otro lado, los Subsidios Económicos sobresalen como el tercer gasto en relevancia, con una contribución de 10,3%, en buena medida por la acumulación de deuda flotante de CAMMESA con las generadoras (que consolida fuera del SPNF). Vale decir que, más allá de la deuda acumulada, CAMMESA requeriría a partir de ahora menores transferencias del Tesoro por la suba en el ratio de cobertura del costo de generación a 60%.

Por el lado de los Ingresos, el Impuesto País fue el tercer factor contributivo al ajuste con 19,9%. En simultáneo, maquilló el desplome de los Ingresos Totales, que, sin el impuesto hubieran caído 11,8% en vez de 4,5% por la recesión, en mayor medida, y por la virtual eliminación de Ganancias para Personas Físicas, en menor medida.

Mirando hacia adelante, **cabe destacar que la “licuación” sobre las jubilaciones será significativamente menor dado el cambio en la fórmula implementado a partir de abril.** En el gráfico de la izquierda se observa como la jubilación mínima (70% del total) pasará de tener una caída del haber promedio de 27% entre enero y marzo a una de 10% entre abril y diciembre (estimada).

Nuestro Equipo

Pedro Siaba Serrate

Head of Research & Strategy
psiabaserrate@portfoliopersonal.com

Natalia Denise Martin

Analyst
nmartin@portfoliopersonal.com

Martin Cordeviola

Analyst
mcordeviola@portfoliopersonal.com

Lucas Delaney

Intern
ldelaney@portfoliopersonal.com

Diego Ilan Méndez, CFA

Corporate Credit Team Leader
dmendez@portfoliopersonal.com

Gerardo Stvass

Analyst
gstvass@portfoliopersonal.com

Lautaro Casasco Herrera

Analyst
lherrera@portfoliopersonal.com

Emiliano Anselmi

Chief Economist
eanselmi@portfoliopersonal.com

Melina Eidner

Economist
meidner@portfoliopersonal.com

María Solana Cucher Fajans

Economist
mcucher@portfoliopersonal.com

Lucas Caldi

Research Asset Management
lcaldi@portfoliopersonal.com