

LA ECONOMÍA ARGENTINA:

LA ECONOMÍA EN MODO BALOTAJE

- Actividad
- Precios e ingresos
- Finanzas públicas
- Finanzas y bancos

- Balance cambiario
- Sector externo
- Anexo estadístico





Centro de Estudios Económicos y Sociales
Scalabrini Ortiz

LA ECONOMÍA ARGENTINA

INFORME ECONÓMICO MENSUAL | OCTUBRE 2023

CONTENIDO DEL INFORME:

Actividad - Pág. 12
Precios e Ingresos - Pág. 16
Finanzas Públicas - Pág. 18
Finanzas y Bancos - Pág. 20
Balance Cambiario - Pág. 22
Sector Externo - Pág. 24
Anexo Estadístico - Pág. 25

CLAVES DEL INFORME

- Las elecciones se celebraron en un contexto de corrida cambiaria agravado por las implicancias cambiarias y bancarias del proyecto de dolarización del candidato Javier Milei.
- El resultado de las elecciones fortaleció políticamente al ministro-candidato Sergio Massa y le permitió neutralizar la corrida pre-electoral.
- La transitoria Pax cambiaria, y que la próxima revisión con el FMI sea con las elecciones consumadas, hacen suponer que el tiempo hasta balotaje puedan transitarse sin sobresaltos.
- Si Massa resulta ganador, deberá retomar las negociaciones con el FMI. Argentina deberá enfrentar vencimientos de capital por U\$S 2.600 M en octubre y U\$S 850 M durante noviembre.
- Es esperable que el FMI exija una nueva devaluación y una corrección del déficit fiscal.
- Una nueva devaluación generaría una nueva aceleración en la tasa de inflación.
- El ajuste fiscal, en cambio, parece tener poco margen, atento que diciembre es un mes habitualmente cargado de grandes gastos.
- Si en cambio Javier Milei se impone en el balotaje, es esperable una grave corrida sobre el dólar que podría extenderse a los depósitos bancarios.
- La corrida se verá impulsada por la necesidad de un brutal salto cambiario acompañado de un posible canje forzoso de activos en pesos, implícitos en un proyecto de dolarización con muy bajas reservas.
- El desafío en común que tendrán a mediano y largo plazo ambos espacios políticos será elaborar un plan de estabilización de precios en un contexto de muy bajas reservas internacionales y un nivel de endeudamiento externo impagable.

LA ECONOMÍA EN MODO BALOTAJE

Históricamente, los años electorales en Argentina suelen ser más volátiles en términos cambiarios. Las expectativas de un cambio de gobierno suelen venir acompañadas de la certeza de una “corrección” del tipo de cambio futura, hecho que genera mayor presión sobre las reservas internacionales y/o un aumento en los dólares paralelos. No obstante, la coyuntura actual nos muestra una variable distinta a elecciones pasadas: la promesa de dolarización.

El hecho de que en las PASO Javier Milei haya resultado el candidato más votado y su poca responsabilidad democrática generaron durante los meses previos a las elecciones generales mayor presión cambiaria por la búsqueda de dolarizar excedentes, ahorros y/o portafolios. Tal es así que, luego del 10 de octubre, fecha en que el candidato libertario y parte del equipo de La Libertad Avanza incentivaron a través de la red social Twitter desarmar plazos fijos para “huir” al dólar, se produjo un salto considerable en los tipos de cambio paralelos, en el dólar futuro y, por el contrario, una aceleración en la caída de los depósitos a plazos fijo.

A pesar de todo, con poco poder de fuego el gobierno logró contener el dólar MEP a través de una mayor intervención en el mercado de bonos soberanos, la implementación de nuevas regulaciones en los mercados financieros, y una serie allanamientos en distintas “cuevas” de la city porteña para contener el dólar blue, que prácticamente paralizaron las operaciones durante la última semana previa a las elecciones generales. La fortaleza política del ministro-candidato Sergio Massa dadas por el resultado de las elecciones generales alejó el fantasma de la dolarización y permitió controlar las presiones cambiarias.

La transitoria Pax cambiaria conseguida, la activación del swap chino para libre disponibilidad y el hecho de que la próxima revisión del FMI sea con las elecciones consumadas, hacen suponer que las cuatro semanas hasta el balotaje puedan transitarse sin sobresaltos para el oficialismo. Los problemas, en todo caso, podrían aparecer después.

Si Sergio Massa resulta ganador, deberá retomar las negociaciones con el FMI, que en estos momentos se encuentran virtualmente congeladas. El 31 de octubre Argentina deberá enfrentar vencimientos de capital con el organismo por aproximadamente U\$S 2.600 M, mientras que los primeros días de noviembre deberá cancelar otros U\$S 850 M en concepto de intereses. Para cancelarlos, volverá a utilizar parte de los yuanes obtenidos y crece el rumor de volver a solicitar un crédito puente hasta conseguir el próximo desembolso del FMI. Si bien este desembolso está sujeto al cumplimiento de metas que hoy son definitivamente incumplibles, una victoria de Massa podría alinear los incentivos del FMI para que los mismos se hagan efectivos.

Aunque no se cumplan las metas pactadas, también es esperable que el FMI exija mínimamente una nueva devaluación y una corrección del déficit fiscal, que durante los últimos meses ha crecido considerablemente producto del paquete de medidas lanzado por el gobierno para paliar los efectos de la devaluación post-paso. Una nueva devaluación generará un nuevo salto en las tasas de inflación. El desafío será entonces, soportar una inflación mensual más alta y lograr que este nuevo salto no se espiralice. El ajuste fiscal, en cambio, parece tener poco margen, atento que diciembre suele ser el mes donde se acumula el mayor monto de los gastos públicos.

Si en cambio Javier Milei se impone en el balotaje lo transitado entre las PASO y las elecciones generales podría ser sólo un botón de muestra de lo que puede suceder a partir del 20 de noviembre. Su proyecto de dolarización con muy bajas reservas lleva implícito un brutal ajuste cambiario junto a un posible canje forzoso de activos en pesos de corto plazo (incluyendo depósitos bancarios) por bonos en dólares a largo plazo. En ese marco, la demanda de dólares producto del miedo a la dolarización podrá generar un fuerte salto en los dólares paralelos y en las expectativas de devaluación futura, con su correlato en el nivel inflacionario. Las salidas de depósitos bancarios podrían también acelerarse forzando tomar medidas de restricción a los retiros para evitar quiebras bancarias.

Es una incógnita que podría suceder con el acuerdo del FMI. El ajuste en el gasto público que promete el candidato libertario –15 puntos del PBI– es incluso mayor a lo que exige el propio fondo. No obstante, su plan de dolarización no convence a las autoridades del organismo. El hecho de que sea considerado un outsider de la política genera ruido en el FMI, aunque su nueva alianza con la parte más conservadora de Juntos por el Cambio y la presencia de Mauricio Macri podrían tener incidencias para llegar a un nuevo acuerdo.

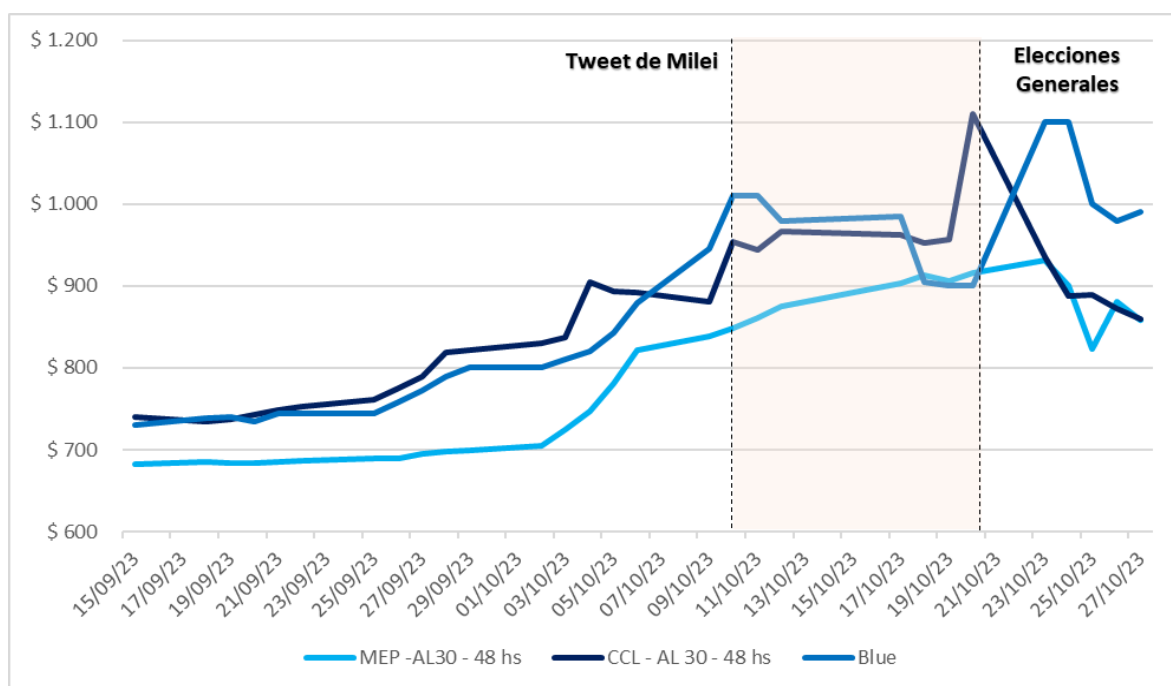
Finalmente, un desafío en común que tendrán a mediano y largo plazo ambos espacios políticos será elaborar un plan de estabilización de precios en un contexto de muy bajas reservas internacionales y con un perfil de vencimientos de deuda en los que será indefectiblemente necesario llevar adelante un proceso de renegociación o refinanciación.

Un espacio promete hacerlo a partir del incremento en las exportaciones de sectores con alto potencial exportador y de sustitución de importaciones (hidrocarburos y recuperación de la cosecha post sequía). El candidato Milei apuesta a obtener fondos adicionales a partir de la privatización de empresas públicas como YPF potencialmente utilizables como garantía para tomar nuevos créditos externos que viabilicen su proyecto de dolarización.

De la explosión a la Pax Cambiaria.

Históricamente, los años electorales en Argentina suelen ser más volátiles en términos cambiarios. En general, las expectativas de un cambio de gobierno suelen venir acompañadas de la certeza de una “corrección” del tipo de cambio futura que genera mayor presión sobre las reservas internacionales y –si existen restricciones cambiarias como en la actualidad– un aumento en los dólares paralelos. Esta situación se agrava si, por ejemplo, el BCRA no cuenta con las reservas suficientes para intervenir en los distintos mercados cambiarios, como viene ocurriendo durante este año. La capacidad de intervención del BCRA dado el escaso nivel de reservas fue analizada en el informe de coyuntura de [agosto 2023](#).

Gráfico 1: Evolución de los dólares Blue, MEP y CCL



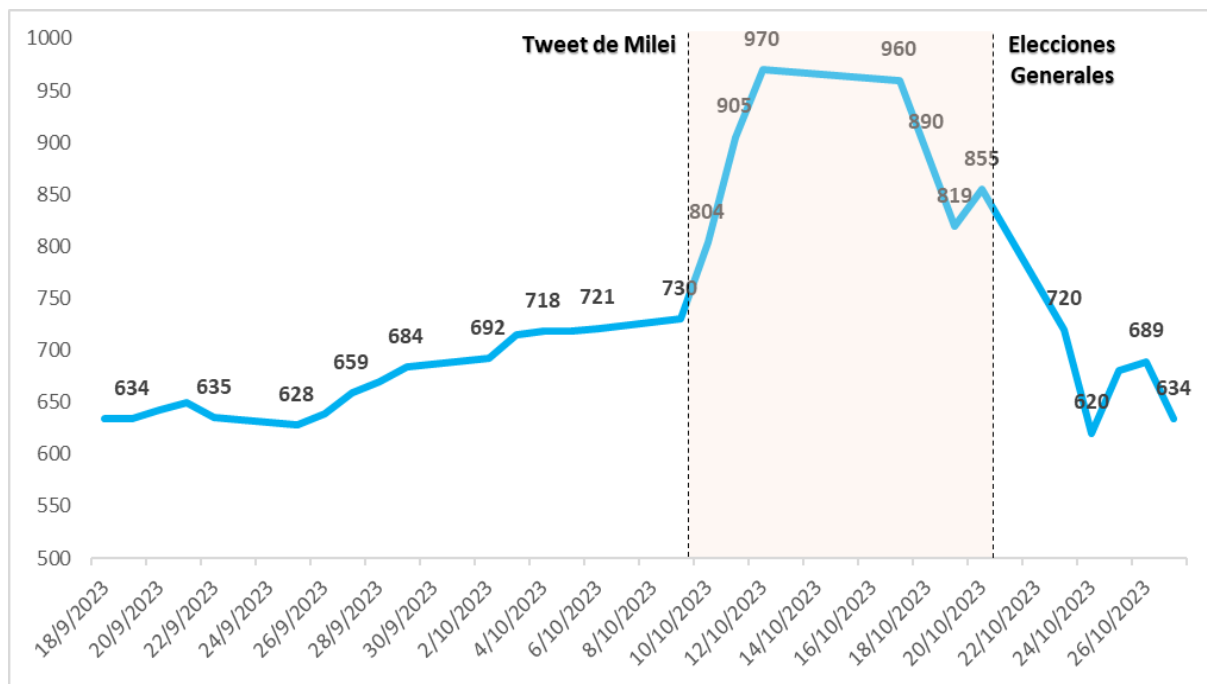
Fuente: Elaboración propia en base a datos de mercado.

No obstante, la coyuntura actual nos muestra una variable distinta a elecciones pasadas: la promesa de dolarización. Dolarizar la economía requiere o bien ajustar cantidades, ya sea tomando una nueva deuda que garantice que los dólares en poder del BCRA “alcancen” para ser canjeados por todos los pesos de la economía a alguno de los tipos de cambio actuales o bien canjeando forzosamente activos en pesos de corto plazo (incluyendo depósitos bancarios) por bonos a largo plazo. La alternativa - tal vez complementaria- al ajuste por cantidades es ajustar vía precios, generando una

mega devaluación previa para que los pocos dólares que existen en el BCRA puedan ser canjeados por todos los pesos en circulación. Atento que la posibilidad de tomar créditos se encuentra muy restringida dada la cantidad de dólares necesarios y por la posición de virtual default a la que cotizan nuestros bonos en los mercado internacionales, la alternativa más probable queda en un canje forzoso de activos y/o una fuerte devaluación. Los efectos positivos y negativos de una dolarización sobre la economía han sido explicados en detalle en los informes de coyuntura de [abril](#) y [septiembre](#) de 2023, por lo que no volveremos sobre el tema.

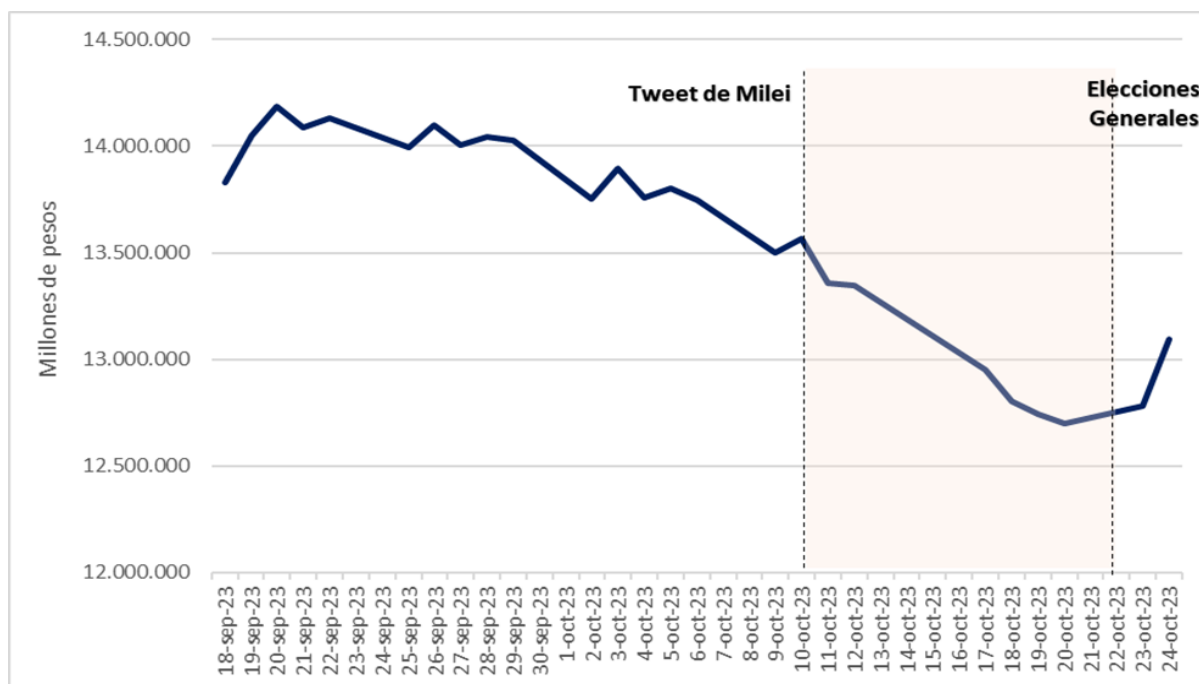
El hecho de que en las PASO Javier Milei haya resultado el candidato más votado –con una diferencia mayor a la que marcaban las encuestas– y su poca responsabilidad democrática generaron durante los meses previos a las elecciones generales mayor presión cambiaria por la búsqueda de dolarizar excedentes, ahorros y/o portafolios. Tal es así que, luego del 10 de octubre, fecha en que el candidato libertario y parte del equipo de La Libertad Avanza incentivaron a través de la red social Twitter desarmar plazos fijos para “huir” al dólar, se produjo una aceleración en el salto de los tipos de cambio paralelos (Gráfico 1), en el dólar futuro (Gráfico 2) y en la caída de los depósitos a plazos fijo (Gráfico 3).

Gráfico 2: Evolución del dólar futuro diciembre-2023



Fuente: matbarofex.com.ar

Gráfico 3: Evolución de los depósitos a plazo fijo.

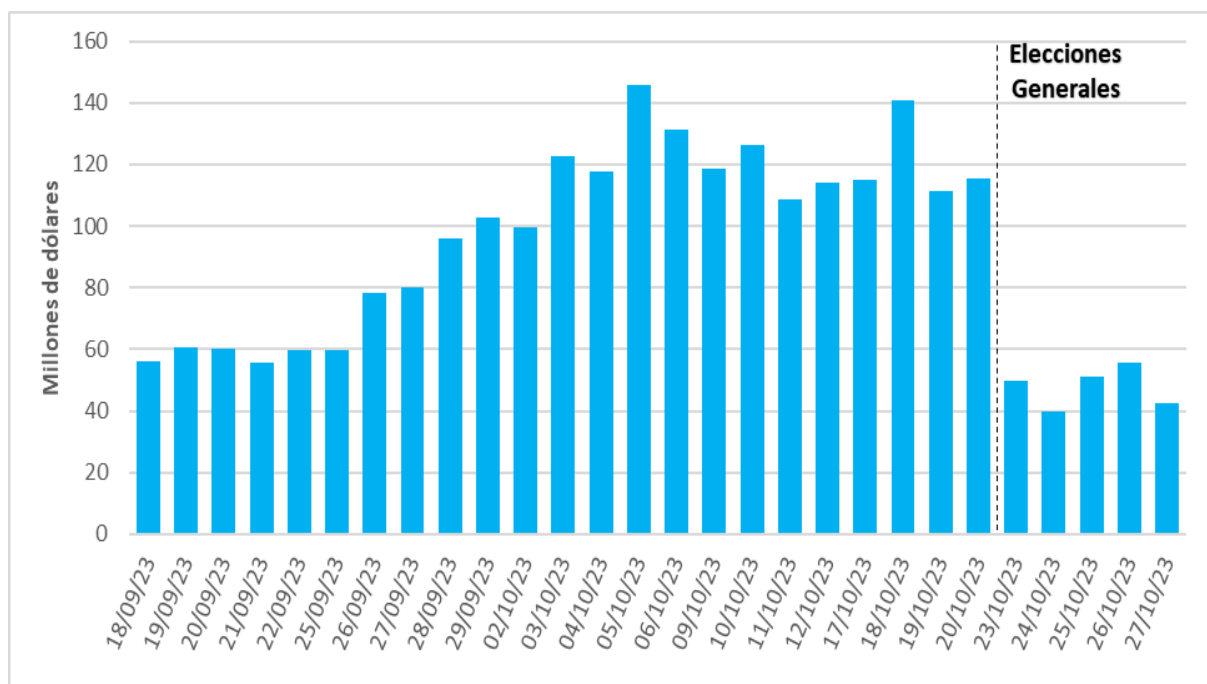


Fuente: BCRA

A pesar de lo anterior, hacia la última semana previa a las elecciones generales y con poco poder de fuego, el gobierno logró contener el dólar MEP a través de una mayor intervención en el mercado de bonos soberanos y la implementación de nuevas regulaciones –plazo de tenencia mínimo de cinco días hábiles para los bonos emitidos bajo ley extranjera y limitaciones al acceso de dólares financieros para operadores radicados en el exterior, entre otras–. En el mercado blue o ilegal, hizo lo propio a partir de allanamientos en distintas “cuevas” de la city porteña, y el despliegue territorial de numerosos agentes de la AFIP que prácticamente paralizaron las operaciones durante la última semana.

La mayor fortaleza política de Sergio Massa tras el resultado de las elecciones generales terminó por alejar el fantasma de la dolarización. A pesar de casi no contar con reservas internacionales disponibles para intervenir, el triunfo electoral tuvo efecto en todos los dólares paralelos. También en la recomposición de los depósitos a plazo fijo (Gráfico 2), en una fuerte caída en el precio del dólar futuro (Gráfico 2) y las operaciones diarias en los mercados financieros, que redujeron a menos de la mitad el volumen de su operatoria diaria (Gráfico 4).

Gráfico 4: Monto total operado en dólares financieros.



Fuente: ByMA

La transitoria Pax cambiaria conseguida, fortalecida por la activación -con ampliación incluida- de los U\$S 6.500 del swap chino para libre disponibilidad y el hecho de que la próxima revisión del FMI sea con las elecciones consumadas, hacen suponer que las cuatro semanas entre las elecciones generales y el balotaje puedan transitarse sin sobresaltos para el oficialismo.

Una elección, dos escenarios.

Los problemas, en todo caso, podrían aparecer después. En lo inmediato, dado el resultado del balotaje, podemos imaginarnos dos escenarios.

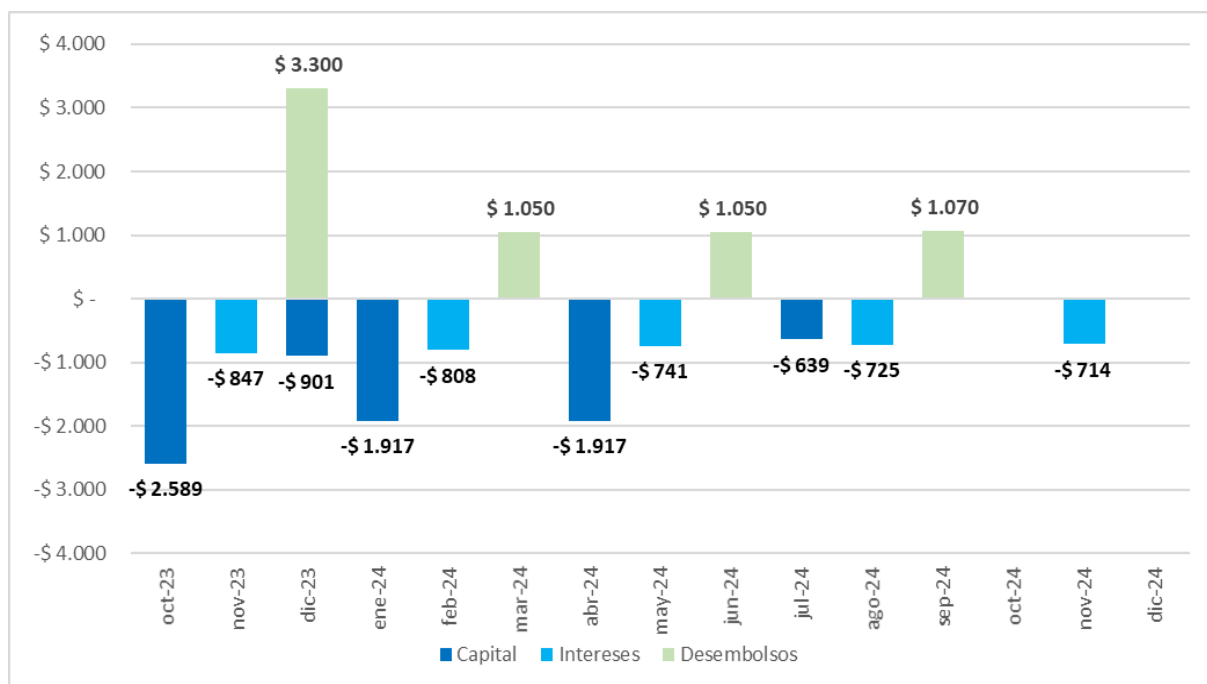
Si Sergio Massa resulta ganador, deberá enfrentarse a muchos de los problemas actuales que parecen haber quedado en stand by por la dinámica de la campaña electoral. Uno de ellos, retomar las negociaciones con el FMI, que en estos momentos se encuentra virtualmente congelada.

El 31 de octubre Argentina deberá enfrentar vencimientos de capital con el organismo por aproximadamente U\$S 2.600 M, mientras que los primeros días de noviembre deberá cancelar otros

U\$S 850 M en concepto de intereses. Para cancelarlos, volverá a utilizar parte de los yuanes obtenidos en la activación de los U\$S 6.500 y crece el rumor de volver a solicitar un crédito puente hasta conseguir el próximo desembolso del FMI en diciembre de este año.

Si bien el desembolso de aproximadamente U\$S 3.300 M está sujeto al cumplimiento de metas que hoy son definitivamente incumplibles –déficit fiscal del 1,9% del PBI, financiamiento máximo del BCRA al tesoro del 0,6% del PBI y acumulación de reservas netas por U\$S 1.000–, una victoria de Massa podría alinear los incentivos del FMI para que los mismos se hagan efectivos. Cabe recordar que, la 5ta y 6ta revisión fueron aprobadas sin haber cumplido ninguna de las metas actuales, por lo que es posible suponer que hoy los desembolsos quedaron más sujetos a una variable política que a variables económicas.

Gráfico 5. Cronograma de Pagos y Desembolsos con el FMI.



Fuente: CESO en base a FMI y MECON.

Aunque no se cumplan las metas pactadas, también es esperable que el FMI exija mínimamente una nueva devaluación y una corrección del déficit fiscal, que durante los últimos meses ha crecido considerablemente producto del paquete de medidas lanzado por el gobierno para paliar los efectos de la devaluación post-paso –analizado en los informes de [agosto](#) y [septiembre](#) de 2023–.

La devaluación alimentaría el gran problema que acompañó al oficialismo por casi todo su mandato: la inflación. Tal como sucedió en agosto, una nueva devaluación generaría un nuevo salto en las tasas de aumento de precios. El desafío será entonces, soportar una inflación mensual más alta y lograr que

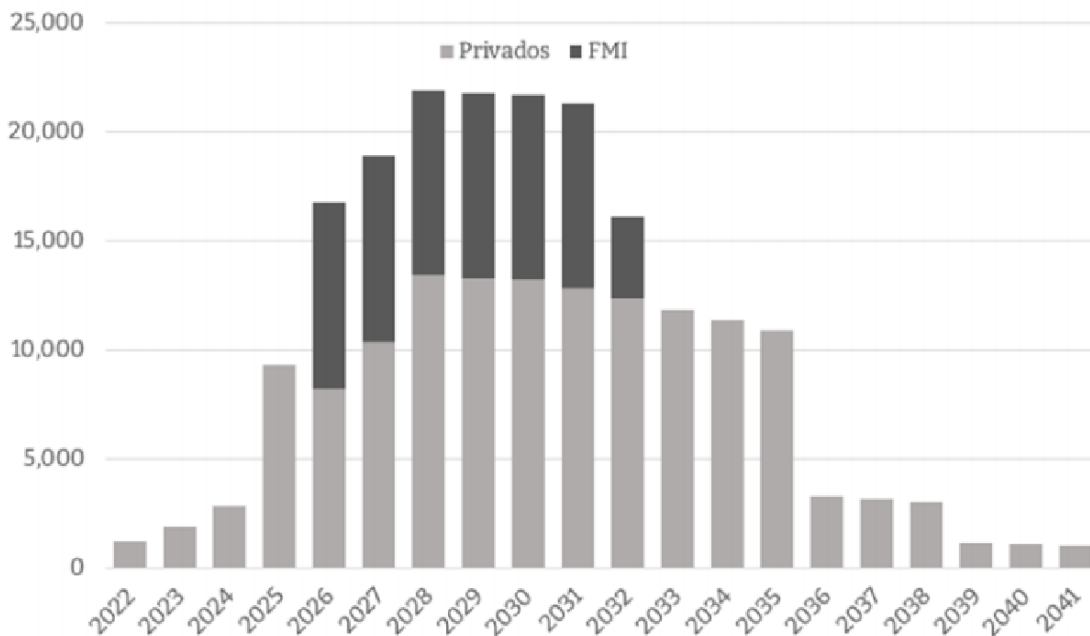
este nuevo salto no se espiralice durante los últimos meses del año. El ajuste fiscal, en cambio, no parece tener mucho margen, atento que quedan pocos meses en donde el gobierno pueda recortar, siendo diciembre un mes donde se acumula el mayor monto de gastos.

Si en cambio Javier Milei se impone en el balotaje, el escenario podría ser muy distinto. Lo transitado entre las PASO y las elecciones generales podría ser sólo una muestra de lo que puede suceder a partir del 20 de noviembre. En este marco es esperable que el oficialismo actual no libere las restricciones cambiarias en lo inmediato. Pero la demanda de dólares producto del miedo a la dolarización podrá generar un fuerte salto en los dólares paralelos y en las expectativas de devaluación futura, acompañados de un stockeo de exportaciones y de mercadería a la espera de la asunción del candidato libertario. Ese escenario, de por sí caótico, podría agravarse si se profundiza la corrida sobre los depósitos bancarios forzando a tomar restricciones sobre los retiros.

Es una incógnita que podría suceder con el acuerdo del FMI. El ajuste en el gasto público que promete el candidato libertario –15 puntos del PBI– es incluso mayor a lo que exige el propio fondo. No obstante, su plan de dolarización no convence a las autoridades del organismo. El hecho de que sea considerado un outsider de la política genera ruido en el FMI, aunque su nueva alianza con la parte más conservadora de Juntos por el Cambio y la presencia de Mauricio Macri podrían tener incidencias para llegar a un nuevo acuerdo.

Finalmente, un desafío en común que tendrán a mediano y largo plazo ambos espacios políticos será elaborar un plan de estabilización de precios en un contexto de muy bajas reservas internacionales y con un perfil de vencimientos de deuda en los que será indefectiblemente necesario llevar adelante un proceso de renegociación o refinanciación (Gráfico 6). Un espacio promete hacerlo a partir del incremento en las exportaciones de sectores con alto potencial exportador y de sustitución de importaciones (hidrocarburos y recuperación de la cosecha post sequía). El candidato Milei apuesta a obtener fondos adicionales a partir de la privatización de empresas públicas como YPF potencialmente utilizables como garantía para tomar nuevos créditos externos que viabilicen su proyecto de dolarización.

Gráfico 6. Vencimientos de Capital e Interés de deuda en divisas (millones de dólares)



Fuente: CESO en base a FMI y MECON.

INFORME ECONÓMICO MENSUAL

OCTUBRE 2023

ceso 

Centro de Estudios Económicos y Sociales
Scalabrini Ortiz

PRESIDENTA
Lorena Putero

DIRECTOR
Andrés Asiain

CONTENIDOS TÉCNICOS DEL INFORME
Aldana Montano y Cristián Berardi

INTEGRAN EL CESO:

Agustín Crivelli, Agustín Romero, Aldana Montano, Alejo Muratti, Augusto Prato, Cecilia Olivera, Cecilia Wilhelm, Cristian Andrés Nieto, Cristián Berardi, Eric Delgado, Estefanía Manau, Fabio Agueci, Fabio Carboni, Facundo Pesce, Federico Castelli, Federico Zirulnik, Felipe Etcheverry, Gaspar Herrero, Lisandro Mondino, Lorena Putero, Mahuén Gallo, María Alejandra Martínez Fernández, María Belén Basile, María Celina Calore, María Laura Iribas, Maximiliano Uller, Miriam Juaiek, Nicolás Gutman, Nicolás Pertierra, Nicolás Zeolla, Rodrigo López, Tomás Mariani Pavlin, Virginia Brunengo, Yamila Steg.