Informe Mensual

27 de junio de 2023

ELECCIONES EN EL HORIZONTE

Con el cierre de listas de candidatos el pasado sábado 24 de junio a la medianoche, ha sonado de manera oficial la campana de largada del período electoral. Queda solamente un mes y medio hasta las primarias y la pregunta que todos se hacen es ¿cómo llegará el Gobierno a mediados de agosto? Con Reservas Netas negativas, el punto de partida no parece ser el más alentador, particularmente si se tiene en cuenta que durante las próximas semanas el Tesoro tendrá que hacer pagos al FMI y a los tenedores de deuda soberana en dólares.

Durante junio, la sobrecarga de la macro que se había evidenciado en los meses anteriores parece haber cedido. Sin embargo, habiendo empezado formalmente el proceso electoral, es probable que algunas tensiones vuelvan a recrudecerse. La incertidumbre propia de cualquier elección presidencial, combinada con la posibilidad de un cambio de Gobierno y la expectativa de que a fines de este año o principios del que viene se implementen correcciones (totales o parciales, pero de magnitud relevante) de los desequilibrios macroeconómicos acumulados podrían verse reflejados en un recrudecimiento de la volatilidad durante los próximos meses.

Adicionalmente, hay que tener en cuenta que la campaña presidencial podría implicar un cambio de Ministro de Economía, teniendo en cuenta que el actual es uno de los precandidatos a Presidente; esto también podría agregar su dosis *extra* de tensión. Dentro de otra de las novedades que cabe esperar, pronto deberá conocerse si el FMI ayudará a que el período antes de las PASO sea algo más holgado, aunque un desembolso anticipado no logrará eliminar los desafíos de los próximos meses, sino sólo mitigarlos.

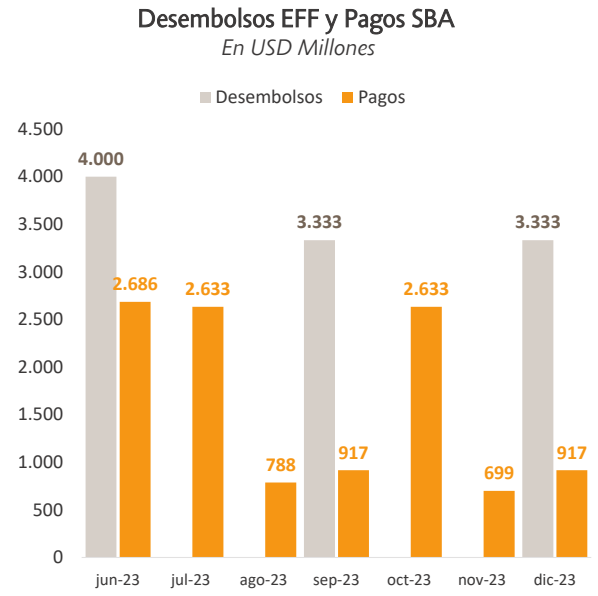
Mientras el FMI evalúa el desempeño del país durante el primer trimestre del año para decidir si autoriza el correspondiente desembolso, el Gobierno estaría negociando que también se anticipen los desembolsos previstos para los próximos trimestres. A pesar de la creciente cantidad de objetivos cuantitativos incumplidos, el FMI tiene incentivos para autorizar los desembolsos a Argentina. Desde el punto de vista estratégico, ante las inminentes elecciones y dados los desequilibrios acumulados hasta ahora, la falta de asistencia por parte del organismo podría propiciar un empeoramiento de la frágil situación macroeconómica.

ELECCIONES: CAMPANA DE LARGADA

El sábado 24 de junio a la medianoche venció el plazo para presentar precandidatos para las elecciones primarias que se celebrarán en agosto, marcando formalmente el inicio de la carrera electoral. **El oficialismo sorprendió anunciando el viernes por la noche que presentaría una única lista de candidatos, con el actual ministro de Economía como candidato a presidente.** Eduardo de Pedro, quien el jueves por la tarde había publicado un video anunciando su intención de postularse como presidente, integró la lista de Unión por la Patria (coalición anteriormente denominada Frente de Todos) como primer candidato a Senador por la provincia de Buenos Aires. Ante la decisión de Unión por la Patria de postular un solo candidato a presidente, Juan Grabois afirmó también se presentaría en la interna del bloque.

Por el lado de la oposición, la coalición de Juntos por el Cambio presentó dos listas: una encabezada por Horacio Rodriguez Larreta y la otra, por Patricia Bullrich. Durante los días previos al cierre de candidatos Rodriguez Larreta presentó a su compañero de fórmula, el radical y actual gobernador de Jujuy, Gerardo Morales. Bullrich anunció que Luis Petri, quien había quedado fuera de las primarias mendocinas el domingo anterior, la acompañaría como precandidato a vicepresidente. Por su parte, Javier Milei ya había anunciado durante las semanas previas quiénes serían los principales candidatos de su fuerza, La Libertad Avanza.

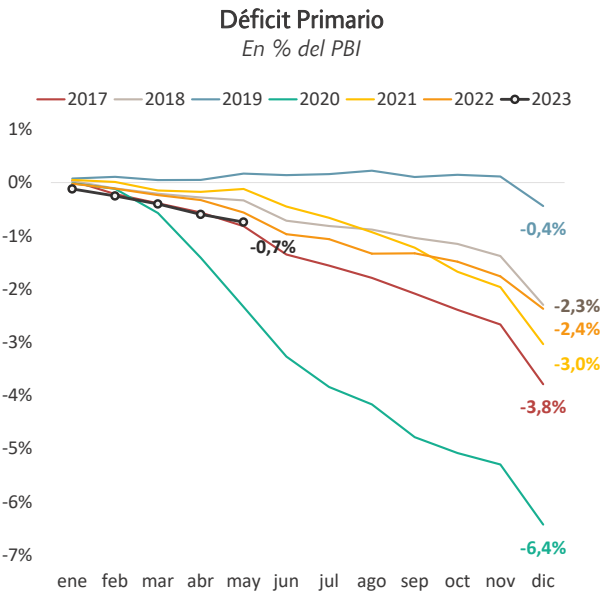
Con el cierre de listas de candidatos, suena oficialmente la campana de largada del período electoral. Queda solamente un mes y medio hasta las primarias y la pregunta que todos se hacen es ¿cómo llegará el Gobierno a mediados de agosto? Con Reservas Netas negativas, el punto de partida no parece ser el más alentador. Más aún, entre hoy y las primarias vencen pagos al FMI por alrededor de USD 6.100 M, de los cuales USD 2.700 M estaban programados para hacerse la semana pasada. Estos pagos todavía no se han efectuado, y hay tiempo hasta el 30 de junio para hacerlo sin incurrir en *short-term arrears* con el FMI. Según trascendidos, los pagos se habrían demorado dado que, mientras el FMI analiza el cumplimiento de las metas del primer trimestre para establecer si corresponde efectuar el desembolso estipulado (cerca de USD 4.000 M), el Gobierno estaría negociando con el Fondo que también se anticipen los desembolsos previstos para los próximos trimestres. En el caso de que las conversaciones no avancen lo suficientemente rápido como para que los fondos ingresen antes del viernes, el Gobierno



Fuente: Banco Galicia en base a FMI

*En base a metodología FMI (Reservas netas de encajes en USD, swap con China, SEDESA, préstamo BIS) | Incluye DEG de refuerzo presupuestario

Fuente: Banco Galicia en Base a BCRA, FMI y estimaciones propias



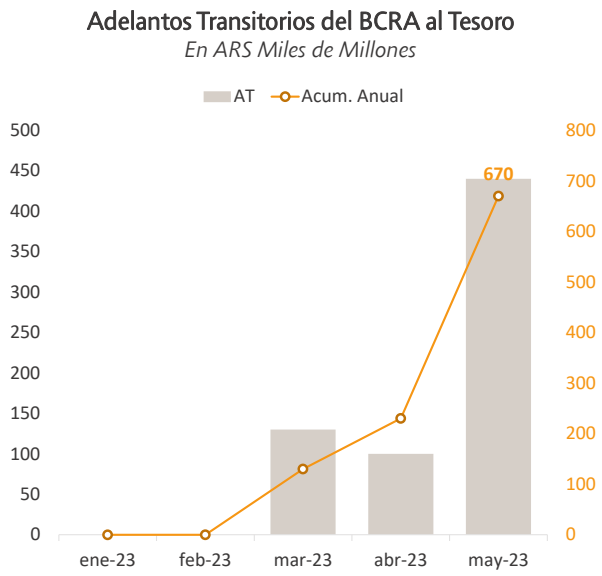
Fuente: Banco Galicia en base a Ministerio de Economía

deberá hacer uso de dólares propios, dado que el saldo remanente de DEG asciende a alrededor de USD 1.600 M, por debajo de los pagos adeudados. Respecto de la revisión del Extended Fund Facility que el FMI está llevando a cabo, vale la pena recordar que durante el primer trimestre del año se habrían incumplido las metas de acumulación de Reservas Netas y de límite al déficit fiscal. En el primer caso, el objetivo era un saldo de Reservas de USD 4.177M, contra el *stock* de USD 2.285 M con el que habría cerrado el primer trimestre. En el segundo caso, el rojo fiscal no podía exceder los ARS 441.500 M, y para fines de marzo se ubicó algo por encima de los ARS 689.900 M.

Ahora, **el saldo de Reservas Netas no sólo está lejos de la meta del segundo trimestre (USD 9.077 M), sino que se ubica en terreno negativo: el BCRA cuenta actualmente con Reservas Netas del orden de los USD -2.200 M y la dinámica de las Reservas viene siendo a la baja**. En lo que va de junio, la entidad monetaria volvió a vender divisas al sector privado por USD 552 M, revirtiendo parte de lo acumulado en mayo, mes en el que el BCRA había logrado comprar USD 846 M en el marco del Programa de Incremento Exportador. Es decir que, una vez finalizado el esquema diferencial para las exportaciones de soja y derivados, la demanda de dólares volvió a superar a la oferta. A ello se le suma que el BCRA habría estado interviniendo en las cotizaciones financieras mediante operaciones de compraventa de bonos *hard dollar*, que redundaron en una caída de las Reservas. Según nuestras estimaciones, la entidad monetaria habría perdido por esta vía más de USD 1.000 M entre mayo y junio.

Esta no es la única de las metas acordadas en el Extended Fund Facility (EFF) que tienen riesgo de volver a incumplirse en junio: a la de acumulación de Reservas Netas hay que agregarle que la del déficit fiscal. El saldo de las cuentas públicas de mayo mostró un rojo de ARS 247.652 M, por lo que en los primeros cinco meses del año el saldo negativo llegó a casi ARS 1.269.000 M. **Para cumplir la meta del primer semestre, de ARS 1.181.400 M, se necesitaría un superávit de ARS 87.600 M en junio. Es poco probable que se cumpla el objetivo, dado que implicaría un saldo positivo en un mes en el que estacionalmente se intensifican el gasto y el déficit primario.**

Se suma una tercera variable a los objetivos que no se cumplirían durante el segundo trimestre de 2023, que es el financiamiento del BCRA al Tesoro vía Adelantos Transitorios. En mayo, la asistencia directa de la entidad monetaria al Tesoro



Fuente: Banco Galicia en base a Ministerio de Economía

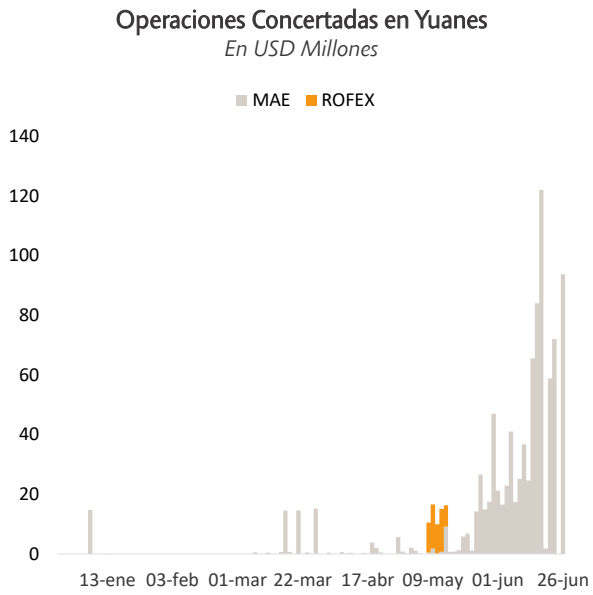
sumó ARS 440.000 M, acumulando un giro de Adelantos Transitorios por ARS 670.000 M en lo que va del año. A menos que en las últimas ruedas de junio se produzca una devolución de los Adelantos Transitorios por parte del Tesoro al BCRA, para fin de mes su saldo se ubicaría por encima del límite máximo estipulado en el EFF, de ARS 372.800 M.

Ante la creciente cantidad de objetivos incumplidos, en circunstancias normales sería difícil pensar que para septiembre el FMI autorice el desembolso correspondiente a las metas de junio. No obstante, bajo esa lógica también sería difícil pensar que existe la probabilidad de que se anticipen dichos desembolsos en junio, y sin embargo la alternativa todavía está sobre la mesa. Esto se debe a que **el FMI tiene incentivos más allá del cumplimiento de metas cuantitativas para autorizar los desembolsos a Argentina. Desde el punto de vista estratégico, ante las inminentes elecciones y dados los desequilibrios acumulados hasta ahora, la falta de asistencia por parte del organismo podría propiciar un empeoramiento de la frágil situación macroeconómica.**

¿UN PARÉNTESIS DE CALMA?

Si bien el contexto macro dista de ser ideal, después del incremento de la volatilidad que se experimentó entre abril y mayo, durante junio parece haberse vivido cierta estabilización de algunas variables. Por ejemplo, los depósitos en dólares encontraron un piso después de la caída de USD 1.100 M exhibida entre mediados de marzo y principios de junio. Incluso los depósitos en moneda extranjera del sector privado crecieron levemente por encima de los USD 15.282 M de fines de mayo, con un saldo de USD 15.351 M al 21 de junio.

Por otro lado, la volatilidad de las cotizaciones financieras se vio aplacada durante el último mes, moderando la volatilidad de los previos. En detalle, la brecha cambiaria entre el tipo de cambio oficial y el CCL AL30, que en abril y mayo había llegado a tocar el 106%, promedió 98,4% en lo que va del junio. En la misma línea, la posición vendida de futuros del BCRA se redujo a USD 1.338 M en mayo, después de haberse incrementado a USD 2.394 M en abril. La tasa implícita de los futuros de dólar también se moderó, con la tasa del contrato a agosto pasando del máximo de casi 220% (TNA) a mediados de mayo a 167% a principios de junio. Si bien en las últimas semanas la tasa volvió a elevarse, llegando al terreno del 195%, ésta todavía se ubica por debajo de los mencionados máximos de mediados de mayo. Finalmente, las intervenciones efectuadas por el BCRA en las cotizaciones financieras (potenciadas por las normas implementadas por la CNV a principios del mes pasado,

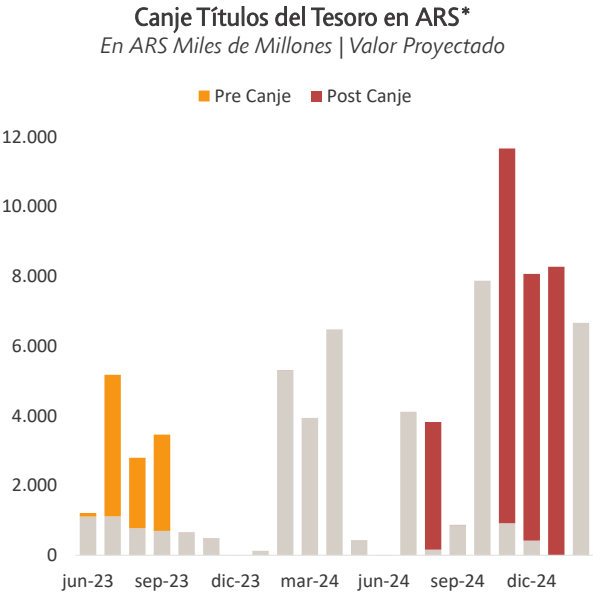


Fuente: Banco Galicia en base a MAE y ROFEX.

apuntando a segmentar a quienes operan con títulos en el mercado financiero), se habrían moderado durante las últimas semanas. Se trata de una buena noticia, teniendo en cuenta que el uso de divisas para controlar el tipo de cambio financiero implica una caída de las Reservas Netas del BCRA.

Esta mayor calma cambiaria podría deberse a la noticia de que el BCRA y el Banco Popular de China acordaron que se podrá activar un segundo tramo del *swap* de monedas. Por caso, son dos los tramos de alrededor de USD 5.000 M cada uno que el BCRA puede utilizar para satisfacer la demanda de yuanes por parte del sector importador. **El primero ya estaría activado, ya que entre mayo y junio, las operaciones concertadas en yuanes crecieron notablemente, acumulando el equivalente a USD 1.088 M en lo que va del año**. Más aún, a mediados de junio el BCRA anunció que desde abril se habían autorizado SIRA por más de USD 2.900 M, lo cual implica una menor presión sobre la demanda de dólares del BCRA.

Otro plano en el que se vio cierta descompresión de las tensiones fue en el de la deuda en pesos. **El canje implementado a principios de junio despejó gran parte de los vencimientos de julio, agosto y septiembre de este año, aplazándolos a agosto, noviembre y diciembre de 2024, y enero de 2025.** Vale la pena mencionar que el sector público habría participado del canje en mayor proporción que el privado. Las compras que el BCRA viene implementando en el mercado secundario, estimadas en ARS 1.932.500 M en lo que va del año (con ARS 1.552.400 M entre abril y junio), implicarían un aumento en la tenencia de títulos en pesos por parte de la entidad monetaria que luego estarían siendo canjeados por otros de mayor duración. En paralelo, las licitaciones de títulos de deuda en pesos se ven beneficiadas por la mayor liquidez de las entidades públicas que estarían vendiendo sus bonos al BCRA. Con todo, el Ministerio de Economía debió ofrecer premios en las últimas licitaciones para volver más atractivos los títulos ofrecidos.

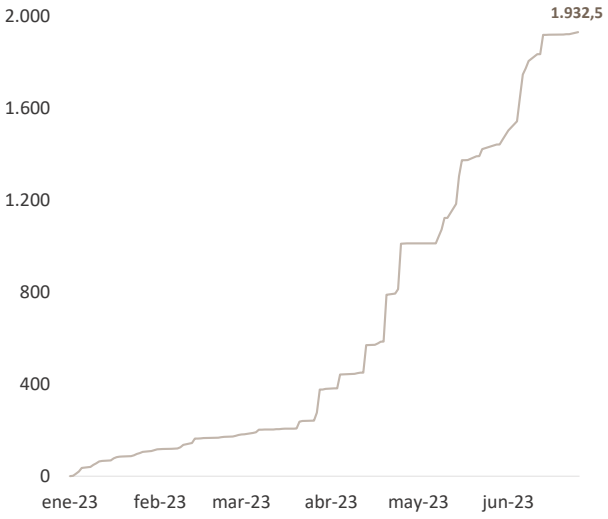


**Perfil de vencimientos al 8-jun-22*

Fuente: Banco Galicia en base a MECON y estimaciones propias

Otra mejora apuntada durante el último mes fue la desaceleración de la inflación evidenciada en mayo, dato conocido a mediados de junio. En detalle, la inflación se ubicó en 7,8%, una desaceleración de 0,6 puntos respecto del 8,4% de abril. La noticia potenció su carácter positivo si se tiene en cuenta que el Relevamiento de Expectativas de Mercado apuntaba a una inflación del orden del 9% en mayo. A pesar de la moderación, vale la pena destacar que parte del desempeño de mayo respondió a bienes y servicios estacionales, cuya variación de 6% fue significativamente menor al 12,6% de abril.

Compras Estimadas del BCRA Títulos ARS
En ARS Miles de Millones | Acum.



Fuente: Banco Galicia en base a datos de mercado y estimaciones propias

La núcleo de mayo se ubicó en línea con el promedio (+7,8%), mientras que regulados treparon 9,0%. Esto deja un piso mensual para la inflación elevado, con tasas anuales que el mercado proyecta en casi 150% para fin de año.

En otras palabras, **la sobrecarga de la macro evidenciada en los últimos meses parece haber cedido durante junio. Sin embargo, habiendo empezado formalmente el proceso electoral, es probable que algunas tensiones vuelvan a recrudecerse.** La incertidumbre propia de cualquier elección presidencial, combinada con la posibilidad de un cambio de Gobierno y la expectativa de que a fines de este año o principios del que viene se implementen correcciones de los grandes desequilibrios macroeconómicos (totales o parciales, pero de magnitud relevante) podrían verse reflejados en un recrudecimiento de la volatilidad durante los próximos meses. Por ejemplo, ya de por sí es típico que en un año electoral se produzca un aumento en la demanda de divisas por parte de agentes que buscan dolarizar sus activos, pero esta vez se suma la perspectiva de un ajuste del tipo de cambio oficial una vez pasados los comicios. En el corto plazo, esta perspectiva podría desincentivar la oferta de divisas por parte del sector exportador (acelerando la dinámica de caída de Reservas del BCRA), a la par que los importadores podrían sumar razones para canalizar sus pagos a través del CCL (lo que sumaría presiones adicionales sobre la inflación).

Finalmente, hay que tener en cuenta que **la campaña presidencial podría implicar un cambio de Ministro de Economía**, teniendo en cuenta que el actual es uno de los precandidatos a Presidente; esto también podría agregar su dosis *extra* de tensión. Dentro de otra de las novedades que cabe esperar, pronto deberá conocerse si el FMI ayudará a que el período antes de las PASO sea algo más holgado**, aunque un desembolso anticipado no logrará eliminar los desafíos de los próximos meses, sino sólo mitigarlos.**

Economista Jefe

Diego Chameides

diego.chameides@bancogalicia.com.ar

Research

Florencia Bazet

florencia.bazet@bancogalicia.com.ar

Agustín Berasategui

agustin.berasategui@bancogalicia.com.ar

Iván D'Agostino

ivan.dagostino@bancogalicia.com.ar

Strategy

Luis María Vicien

luis.vicien@bancogalicia.com.ar

Rodrigo Pereyra

rodrigo.pereyra@bancogalicia.com.ar

Daiana Olivera

daiana.olivera@bancogalicia.com.ar

Tomás Ruiz Palacios

truiz@bancogalicia.com.ar

Leonardo Torres Barsanti

leonardo.torres.barsanti@bancogalicia.com.ar

Este material es información privada para aquellos a los cuales se les ha remitido. Las estimaciones contenidas en él están realizadas en base a información conocida a su fecha de emisión, y podrían variar si se modificaran las circunstancias que han sido tenidas en cuenta para su elaboración. Los contenidos de este documento se basan en información disponible al público y que ha sido obtenida de fuentes consideradas confiables. No obstante, tal información no ha sido verificada en forma independiente por Banco de Galicia y Buenos Aires S.A.U. y, en consecuencia, no puede proveerse una garantía ni expresa, ni implícita, respecto de su precisión o integridad. Este reporte no tiene el carácter de asesoramiento o recomendación para seguir alguna acción específica. Todos los términos aquí utilizados deben ser considerados de acuerdo a las leyes argentinas.

Galicia