

METAS BAJO LA MIRA

Un nuevo mes ha pasado desde la firma del del Extended Fund Facility con el FMI y la probabilidad de cumplir con las metas cuantitativas parecen alejarse cada vez más. Aquellos objetivos que lucían desafiantes hace unas semanas, como el de acumulación de Reservas, siguen sin mostrar signos contundentes de mejoras, mientras que en el “tablero de seguimiento” de los objetivos del Acuerdo empiezan a encenderse nuevas luces amarillas de alerta en relación con el límite al déficit fiscal y el techo al financiamiento del BCRA al Tesoro.

Por caso, recién ahora y luego de un primer cuatrimestre desafiante el Banco Central está comenzando a incrementar las compras al sector privado, coincidiendo con la temporada alta de liquidación de la cosecha gruesa. Sin embargo, el esfuerzo para cumplir con el objetivo del segundo trimestre todavía es considerable.

Mientras tanto, las dificultades para refinanciar los vencimientos de títulos en abril implicaron que el Tesoro tuviera que recurrir al BCRA para cubrir el rojo del Programa Financiero. Tanto en abril como en mayo, la entidad monetaria asistió con giros de Adelantos Transitorios, lo que deja poco margen no sólo de cara a fines de junio sino para el último mes del año, cuando el déficit suele ser mayor por el crecimiento estacional del gasto. La presión sobre el BCRA no sólo obedece al menor ratio de *rollover* sino a que el déficit previsto para este año viene siendo superior al esperado inicialmente.

En paralelo, el FMI ha comenzado la revisión correspondiente a las metas del primer trimestre y, si bien desde algunos sectores del Gobierno se esperaba que se anunciara una recalibración de las metas subsiguientes, hasta ahora el organismo se ha pronunciado en contra. Dado que las metas están expresadas a precios corrientes y que la nominalidad actual, la ausencia de un ajuste vuelve más exigentes los objetivos cuantitativos.

Los próximos meses serán críticos, dado que se conocerá el análisis del FMI respecto de la situación del país, se corroborará el cumplimiento de las metas del primer trimestre y se sabrá si las metas venideras serán modificadas o no. Además, tendremos una mejor noción de cuáles son las probabilidades de incumplir con los objetivos de la segunda mitad del año y por cuánto margen.

Es posible que el FMI otorgue *waivers* en el caso de que el incumplimiento se dé por poco, aunque la duda está en lo que pueda suceder si el margen es amplio. Llegado el caso, ¿redefinirá el Gobierno su política económica? ¿Implementará correcciones a los desequilibrios macroeconómicos? ¿Efectuará un cambio de rumbo que permita mejorar la perspectiva de cumplir con las metas del FMI? La respuesta a estas preguntas de índole económica dependerá, en gran medida, de cómo se resuelvan las tensiones a nivel político.

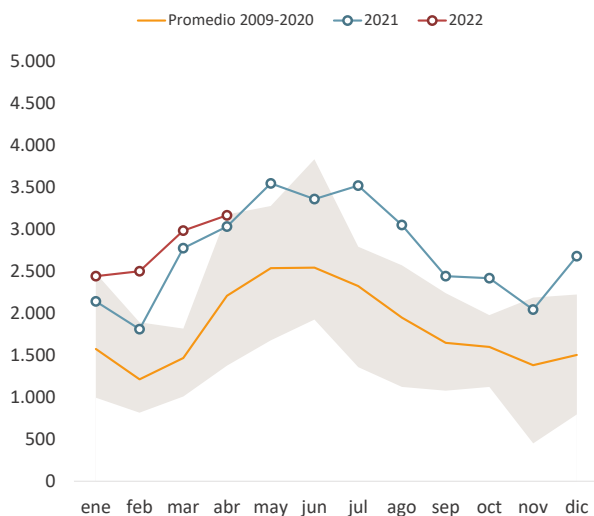
SEÑALES DE ALERTA

Un nuevo mes ha pasado desde la firma del del Extended Fund Facility (EFF) con el FMI y la probabilidad de cumplir con las metas cuantitativas parecen alejarse cada vez más. Aquellos objetivos que lucían desafiantes hace unas semanas (como el de acumulación de Reservas) siguen sin mostrar signos contundentes de mejoras, mientras que en el “tablero de seguimiento” de los objetivos del Acuerdo empiezan a encenderse nuevas luces amarillas de alerta en relación con el límite al déficit fiscal y el techo al financiamiento del BCRA al Tesoro. En paralelo, el FMI ha comenzado la revisión correspondiente a las metas del primer trimestre y, si bien desde algunos sectores del Gobierno se esperaba que se anunciara una recalibración de las metas subsiguientes, hasta ahora el organismo se ha pronunciado en contra. Dado que las metas están expresadas a precios corrientes y que la nominalidad actual es sustancialmente mayor a la implícita en el EFF (que se elaboró asumiendo una inflación del 43%, tasa que el mercado ya espera que sea del 65%), la ausencia de un ajuste vuelve más exigentes los objetivos cuantitativos.

En primer lugar, recién ahora el Banco Central está comenzando a incrementar las compras al sector privado, coincidiendo con la temporada alta de liquidación de la cosecha gruesa. Poco a poco, la entidad monetaria logra acumular compras, luego de un primer cuatrimestre desafiante. Incluso a pesar de que en los primeros cuatro meses del año la liquidación de divisas por parte del sector agroexportador fue récord, alcanzando los USD 11.092 M, el BCRA sólo pudo comprar USD 113 M al sector privado. Ello se debe a que, a la par que el BCRA compra dólares a los exportadores, debe satisfacer la demanda creciente por parte de las importaciones de energía, el mayor costo de los fletes, el turismo y las compras en el exterior con tarjetas, el pago de intereses y la cancelación de líneas de crédito.

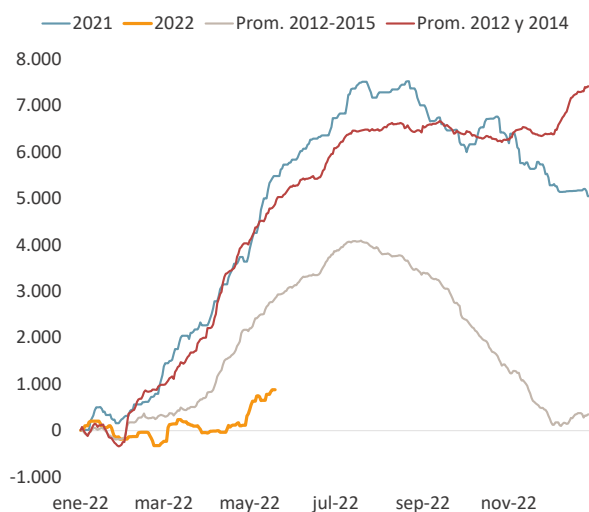
Si bien en mayo la entidad monetaria ha acelerado su ritmo de compras diarias (pasando de USD 8 M en abril a USD 61 M en mayo), adquiriendo un total de USD 913 M en lo que va del mes, esta cifra continúa estando bien por debajo del acumulado en otros años para esta época del año. Además, la acumulación de Reservas Netas no repunta en la misma magnitud que la compra de divisas. Por caso, al 15 de mayo, el nivel estimado de Reservas Netas se habría ubicado en alrededor de USD 3.600 M, una caída USD 236 M respecto del cierre de marzo y todavía USD 2.825 M por debajo de la meta de USD 6.425 M del segundo trimestre. Esto se dio a pesar de que las compras de dólares al sector privado acumularon USD 1.075 M en el mismo

Liquidaciones CIARA CEC
En USD Millones



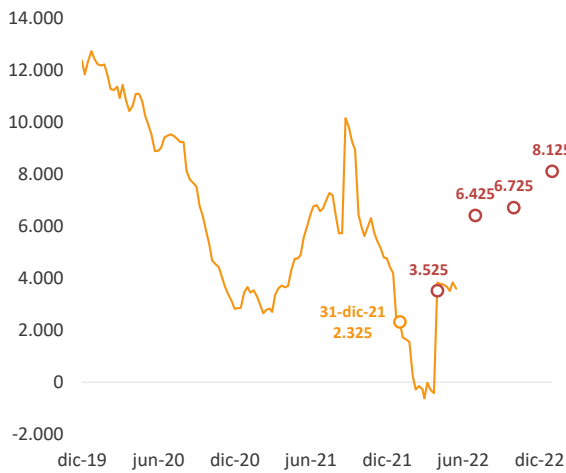
Fuente: Banco Galicia en base a CIARA-CEC

Compra Divisas BCRA al Sector Privado
En USD Millones | Acumulado Anual



Fuente: Banco Galicia en base a BCRA

Reservas Internacionales Netas*
USD Millones



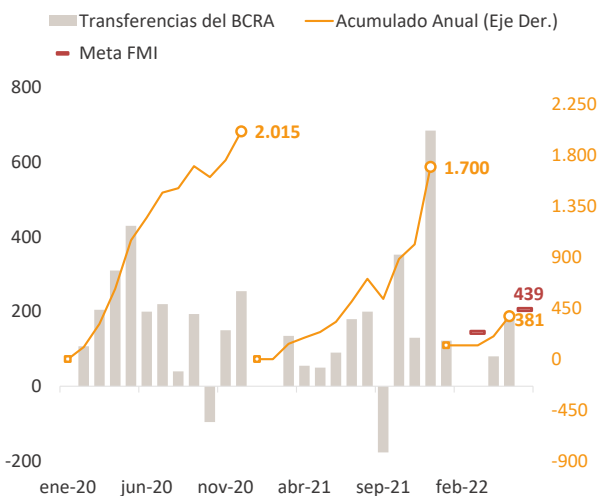
*Reservas Internacionales netas de Encajes USD - BIS - Swap China - SEDESA
Fuente: Banco Galicia en base a BCRA y estimaciones propias

período; el pago de capital y de intereses correspondientes al Stand-By Agreement a fines de abril y principios de mayo (por alrededor de USD 1.000 M) explica parte de una recuperación más acotada de las Reservas Netas. Para alcanzar la meta del segundo trimestre, la entidad monetaria deberá comprar divisas a un ritmo diario de USD 94 M hasta fines de junio, asumiendo que no se utilicen dólares computables como Reservas Netas para hacer frente a pagos de intereses o capital. El esfuerzo podría verse atenuado por el ingreso de USD 1.300 M, girados por el FMI en el marco de la creación de un Fondo Fiduciario para la Resiliencia y la Sostenibilidad, cuyo objetivo es que países de bajos y medianos ingresos puedan hacer frente a problemáticas como el cambio climático y las futuras pandemias. En ese caso, las compras diarias ascenderían a USD 50 M, aunque las metas del segundo semestre continuarían estresadas, dado que no se contará con el influjo de divisas provenientes de la soja ni el mencionado ingreso extraordinario de DEG.

En segundo lugar, las dificultades para refinanciar los vencimientos de títulos vistas durante el mes de abril implicaron que el Tesoro tuvo que recurrir al BCRA para cubrir el rojo del Programa Financiero. El mes pasado, la Secretaría de Finanzas no había ofrecido letras cortas ajustables por inflación (LECER), lo que redundó en un ratio de *rollover* del 90%, contrastando con los resultados de los meses previos donde se registraron valores superiores al 140%. El mercado no parece interesado en títulos largos, especialmente esquivando aquellos que vencen durante la segunda mitad de 2023, dado que los inversores no desean exponerse al riesgo adicional que prevén que tendrá lugar durante la época electoral. Así, la entidad monetaria giró al Tesoro ARS 80.000 M a fines de abril, y ARS 178.500 M en lo que va de mayo, acumulando ARS 380.500 M entre enero y mayo. La meta establece un máximo de asistencia del BCRA de ARS 438.500 M para fines de junio, lo que deja un margen de emisión de sólo ARS 58.000 M. A su vez, vale la pena recordar que cada peso girado hoy implica una menor disponibilidad para transferir fines de año, cuando el déficit primario suele ser mayor (alrededor de un tercio del gasto de cada año ocurre sólo en diciembre, mientras que los ingresos no tienen una estacionalidad tan marcada).

Teniendo ambos factores en cuenta, el Ministerio de Economía mejoró su oferta en la primera licitación de mayo, incluyendo letras cortas ajustables por inflación y títulos dollar-linked, además de usar a su favor el vencimiento del BOTE 2022. Este bono a tasa fija es utilizado por las entidades financieras para integrar efectivos mínimos por hasta un 5% de los depósitos; la

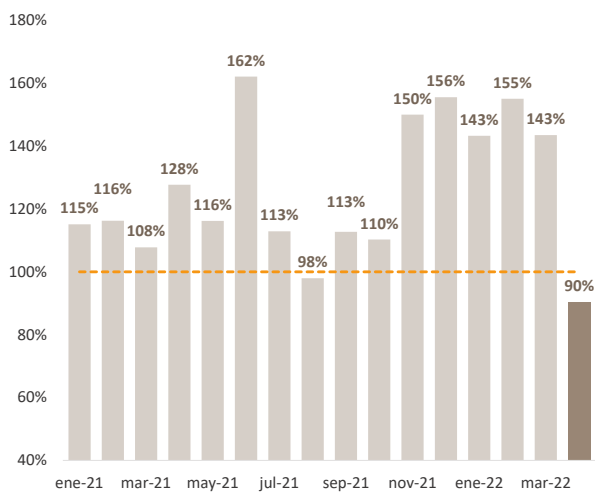
Transferencias del BCRA al Tesoro
En ARS MM | Adelantos Transitorios + Utilidades



Fuente: Banco Galicia en base a BCRA y FMI

Refinanciamiento de Deuda Soberana

Ratio de Roll-Over | En %



Fuente: Banco Galicia en base a Ministerio de Economía y estimaciones propias

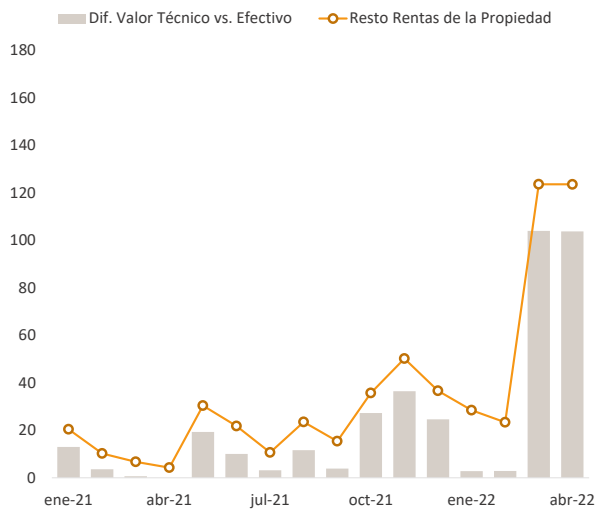
alternativa siendo un encaje a la vista. Es por esta razón que se esperaba un ratio de *rollover* elevado del BOTE 2027, un bono dual que se licitó para reemplazar al BOTE 2022. En total, el Tesoro logró refinanciar el 109% de los vencimientos gracias a haber ofrecido un menú de opciones más en línea con la demanda del mercado, haciéndose de ARS 65.300 M para cubrir el rojo fiscal.

A pesar de que la primera licitación de mayo fue favorable, no solamente queda pendiente una segunda licitación en el mes, sino que aún falta saber qué sucederá durante el resto del año. Asumiendo un déficit de 2,9% en 2022 (tercera señal de alerta) el Programa Financiero requiere un porcentaje de *rollover* de 131%, notablemente mayor al obtenido en las últimas licitaciones. Incluso monetizando los DEG del Extended Fund Facility para refuerzo presupuestario (USD 4.400 M) y los DEG del Fondo para la Resiliencia (USD 1.300 M), el *rollover* necesario seguiría siendo más alto (116%). Más aún, aunque el FMI aceptara ajustar las metas a la nueva nominalidad (lo cual permitiría ampliar el financiamiento monetario del BCRA), seguiría existiendo un *gap* en pesos que no podría ser cubierto si no se incrementa el apetito por títulos en pesos. Las opciones, en caso de no poder mejorar el ratio de colocación de deuda con vencimientos más allá de 2022, son pocas: cubrir el rojo con más asistencia del BCRA (e incumplir esa meta cuantitativa, además de la del déficit) o reducir el rojo primario.

Esta disyuntiva se da no sólo por el bajo porcentaje de refinanciamiento de la deuda, sino porque el déficit previsto para este año es mayor al esperado inicialmente. Los mayores precios de la energía hacen más difícil reducir los subsidios económicos, opacando los escuetos aumentos esperados de tarifas de servicios públicos. Más aún, los incrementos de la electricidad y el gas todavía no han sido publicados en el Boletín Oficial, por lo que mientras más tarde en implementarse menor efecto tendrá este año sobre los subsidios y sobre el rojo de las cuentas fiscales. A esto se le suma la actual política de recomposición de ingresos por parte del Gobierno. Conforme lo anunciado a mediados del mes pasado, en estas semanas se está haciendo entrega de distintos bonos a jubilados y beneficiarios de planes sociales, además de a monotributistas de las primeras categorías, empleados no registrados y trabajadores de casas particulares. Estas transferencias tienen un costo fiscal estimado en 0,4% del PBI, a lo que se adicionarán los aumentos otorgados a empleados estatales y el anticipo a junio de la suba del Salario Mínimo Vital y Móvil, esperada anteriormente para agosto. Los bonos e incrementos no sólo presionan las cuentas fiscales, sino que también recalientan el

Rentas de la Propiedad*

En ARS Miles de Millones



*Diferencia entre valor técnico y valor efectivo

Fuente: Banco Galicia en base a Ministerio de Economía

ritmo de variación de los precios, otro de los problemas acuciantes que enfrenta el Gobierno actualmente.

También hay que tener en cuenta que los ingresos, exceptuando las rentas de la propiedad, muestran un dinamismo menor al del gasto. En el primer cuatrimestre del 2022, los recursos totales se expandieron en 69,6% interanual, pero el 20% de este crecimiento estuvo explicado porque se computó como parte de los ingresos la diferencia entre el precio y el valor técnico de los títulos licitados por el Tesoro. Mientras que las rentas de la propiedad se expandieron 361,7% entre enero y abril (con alzas de más de 1.000% en marzo y abril), el resto de los ingresos creció a un ritmo de 59,3%. Por ende, la divergencia entre el gasto, que en el primer cuatrimestre creció 75,3% interanual, y los ingresos sería todavía mayor a la verificada hasta ahora. Especialmente si los subsidios económicos continúan trepando como en los últimos meses: en marzo y abril estos crecieron 234,5% y 148,4% interanual, respectivamente. Recientemente, se anunció que estas rentas de la propiedad sólo podrán computarse para el cálculo del resultado primario en hasta el 0,3% del PBI (cifra equivalente a los ingresos por este concepto de 2021).

Los próximos meses serán críticos, dado que se conocerá el análisis del FMI respecto de la situación del país, se corroborará el cumplimiento de las metas del primer trimestre y se sabrá si las metas venideras serán modificadas o no. Además, tendremos una mejor noción de cuáles son las probabilidades de incumplir con los objetivos de la segunda mitad del año y por cuánto margen. Es posible que el FMI otorgue *waivers* en el caso de que el incumplimiento se dé por poco, aunque la duda está en lo que pueda suceder si el margen es amplio. Llegado el caso, ¿redefinirá el Gobierno su política económica? ¿Implementará correcciones a los desequilibrios macroeconómicos? ¿Efectuará un cambio de rumbo que permita mejorar la perspectiva de cumplir con las metas del FMI? La respuesta a estas preguntas de índole económica dependerá, en gran medida, de cómo se resuelvan las tensiones a nivel político.

Economista Jefe

Diego Chameides

diego.chameides@bancogalicia.com.ar

Macroeconomía

Florencia Baset

florencia.baset@bancogalicia.com.ar

Bruno Panighel

bruno.panighel@bancogalicia.com.ar

Iván D'Agostino

ivan.dagostino@bancogalicia.com.ar

Estrategia

Javier Martinez Serra

javier.martinezserra@bancogalicia.com.ar

Rodrigo Pereyra

rodrigo.pereyra@bancogalicia.com.ar

Luis María Vicien

luis.vicien@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.