

CORRIENDO EL ARCO

Después de un mes y medio, el viernes pasado el FMI publicó el resultado de la primera revisión del Extended Fund Facility (EFF) y autorizó un nuevo desembolso. Además, la revisión incluyó en qué medida se modificarían los objetivos cuantitativos trimestrales, algo que a principios de junio el FMI había adelantado que haría. Tal modificación era necesaria, teniendo en cuenta que a poco más de tres meses de firmado el EFF con el FMI ya eran más de una las metas que presentaban dificultades.

A pesar de que el FMI decidió realizar readecuaciones a los objetivos trimestrales para que sean algo más laxos en el segundo trimestre del año, justificando la decisión en el cambio de contexto internacional que trajo aparejada la invasión de Rusia a Ucrania, el organismo dejó inalterados los objetivos anuales en términos del PBI, aunque la mayor inflación esperada para 2022 llevó a una suba de las metas anuales en términos nominales tanto para el déficit fiscal como para el financiamiento del BCRA al Tesoro.

¿Mejoran estos ajustes la probabilidad de cumplir con los objetivos del Acuerdo en el segundo trimestre? ¿Ayudarán a que se alcancen las metas anuales? De todos los objetivos del Acuerdo, únicamente la meta de posición de futuros vendidos por el BCRA luce holgada, por ahora. Las demás metas debieron ser acomodadas para asegurar su cumplimiento y ni siquiera así se lograría alcanzar el objetivo de acumulación de Reservas de este trimestre. Tanto en el caso del déficit primario como en el de la asistencia del BCRA al Tesoro, los objetivos de junio lucen cumplibles, aunque no hay garantías respecto de los objetivos anuales.

En ausencia de señales concretas que busquen una reducción de los desequilibrios macroeconómicos que hoy caracterizan a la economía, la incertidumbre se incrementó durante el segundo trimestre del año. No hay que olvidar que las metas son acumulativas, por lo que no cumplir un trimestre representa un esfuerzo por partida doble en el período siguiente. Que los objetivos de junio sean ahora más fácilmente cumplibles no debe distraer del hecho de que aún queda mucho por hacer para alcanzar las metas de fin de año.

Metas Cuantitativas Extended Fund Facility

En USD MM | En ARS MM

Metas	I-22	II-22	III-22	IV-22
Saldo Reservas Netas Revisado USD MM	3,570	5,775	6,425	8,125
Meta Original	3,525	6,425	6,725	8,125
Nivel Actual RIN	3,638	2,703		
Rdo. Primario Revisado ARS MM	-211	-874	-1.142	-1.885
Meta Original	-222	-567	-912	-1.759
Rdo. Primario Acumulado	-193	-463		
Finan. Monet. Revisada ARS MM	237	476	665	765
Meta Original	237	439	613	705
Fin. Monetario Acumulado	122	340		
Posición Futuros Revisada USD MM	6	7	9	9
Meta Original	6	7	9	9
Nivel Actual Posición Futuros	1,2	2,1		

Fuente: Banco Galicia en base a FMI, BCRA, MECON, ROFEX y datos de mercado

CON NUEVOS OBJETIVOS, PERSISTE EL DESAFÍO

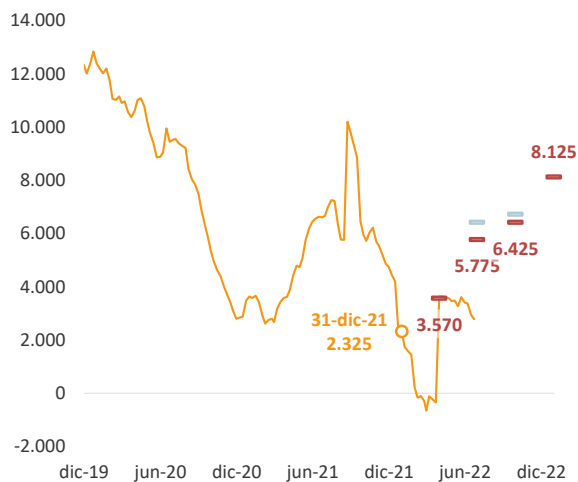
Después de un mes y medio, finalmente el viernes pasado el FMI publicó el resultado de la primera revisión del Extended Fund Facility (EFF) y, al haberse cumplido todas las metas cuantitativas, autorizó un nuevo desembolso por alrededor de USD 4.000 M. Tanto el ministro de Economía como el presidente del BCRA habían afirmado hace tiempo que se habían alcanzado los objetivos acordados, lo cual el FMI había ratificado el 8 de junio en un comunicado de prensa. La primicia a la que había que estar atentos era en qué medida se modificarían los objetivos cuantitativos trimestrales, algo que a principios de junio el FMI había adelantado que haría en su recientemente finalizada revisión. Tal modificación era necesaria, teniendo en cuenta que a poco más de tres meses de firmado el EFF con el FMI ya eran más de una las metas que presentaban dificultades. Más aun, algunas metas habían pasado de ser de difícil cumplimiento a exhibir un elevado riesgo de incumplimiento, como es el caso de la acumulación de Reservas Netas y de los límites al déficit fiscal primario.

Vale la pena destacar que, a pesar de que el FMI decidió realizar readecuaciones a los objetivos trimestrales para que sean algo más laxos en el segundo trimestre del año, justificando la decisión en el cambio de contexto internacional que trajo aparejada la invasión de Rusia a Ucrania, el organismo dejó inalterados los objetivos anuales en términos del PBI. Otro punto importante para tener en cuenta respecto de la revisión del EFF es que los supuestos macroeconómicos subyacentes también fueron ajustados. Ahora se espera un escenario de mayor inflación (57% en 2022 en lugar del anterior 43%), lo que dio lugar a una suba de las metas anuales en términos nominales tanto para el déficit fiscal como para el financiamiento del BCRA al Tesoro, para que se mantuvieran estables en términos del producto. En el caso del resultado primario, el déficit previsto en 2,5% del PBI implica ahora un rojo equivalente a ARS 1.884,9 MM (en lugar del anterior déficit de ARS 1.758,6 MM). Por su parte, el techo a la emisión monetaria (fijada en 1,0% del PBI) se incrementó a ARS 765,2 MM desde el anterior tope de ARS 705,2 MM.

¿Mejoran estos ajustes la probabilidad de cumplir con los objetivos del Acuerdo en el segundo trimestre? ¿Ayudarán a que se alcancen las metas anuales? Tanto en el caso del déficit primario como en el de la asistencia del BCRA al Tesoro, los

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

objetivos de junio lucen cumplibles, aunque no hay garantías respecto de los objetivos anuales. No obstante, en el caso de la acumulación de Reservas la probabilidad de cumplimiento es baja ya para el objetivo del segundo trimestre, incluso con la reciente revisión.

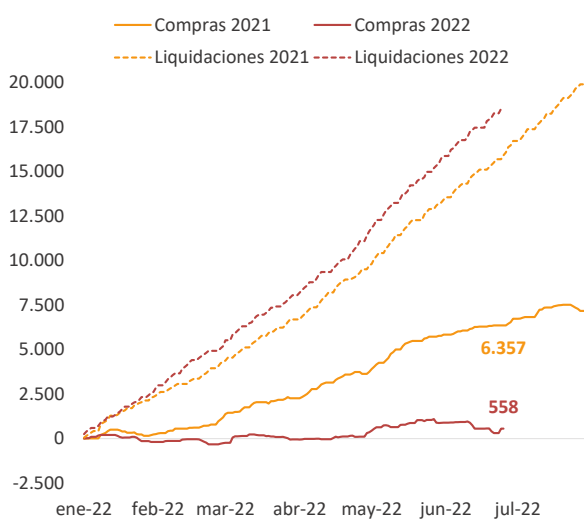
Objetivo de Acumulación de Reservas:

En lo que va del año, el agro acumula liquidaciones por un total de USD 18.520 M, cifra 18,1% superior a las liquidaciones de igual período en 2021. A pesar de este incremento excepcional de la oferta, fruto de los mayores precios de los *commodities* agrícolas (entre marzo y junio, la soja aumentó 14,1% interanual, mientras que el maíz se incrementó 48,3%), el Banco Central logró adquirir sólo USD 558 M. Esta cifra representa menos del 9% de las compras acumuladas el año pasado, que sumaban USD 6.357 M a esta altura del año. Durante junio, la entidad monetaria no solamente no consiguió acumular divisas, sino que en varias ocasiones tuvo que vender dólares al sector privado, sumando ventas por USD 339 M en lo que va del mes.

El Banco Central debería acumular para fines de junio un total de USD 3.450 M respecto al saldo de diciembre (meta revisada desde USD 4.100 M). Se trata de un aumento equivalente con un *stock* de Reservas Netas de USD 5.775 M para fines de junio. lejos del actual saldo de USD 2.700 M. ¿Por qué no logró acumular Reservas el BCRA si la oferta marcó récords? Con una cuenta capital y financiera virtualmente cerrada, el drenaje de divisas en los primeros meses del año se explicó principalmente por el incremento de la importación de bienes, la creciente demanda de dólares con fines turísticos y la suba en los precios de los fletes de importación. Es cierto que el déficit de la balanza comercial energética no fue el único factor determinante de la imposibilidad por parte del BCRA de comprar divisas, pero fue uno de los principales determinantes, consecuencia del aumento del precio de combustibles fósiles. El rojo de la balanza energética se ubicó en USD 1.113 M en mayo, en contraste con el déficit de USD 125 M del año previo. Las importaciones de energía y combustibles sumaron USD 4.641 M en los primeros cinco meses del año, aumentando 205,5% respecto de igual período de 2021, apuntaladas tanto por precios (+80,6%) como por cantidades (+69,2%). De hecho, sólo en mayo las compras de energía tocaron el récord de USD 1.601 M. Se le sumaron también subas en los precios de los bienes intermedios, bienes de capital, y piezas y accesorios, que potenciaron el aumento de las cantidades importadas totales, cuyo crecimiento (+21,9% en el período enero-mayo) estuvo

Liquidación y Compra de Divisas BCRA

En USD Miles de Millones | Acumulado Anual



Fuente: Banco Galicia en base a BCRA y CIARA CEC

Resultado Fiscal

ARS Miles de Millones | Acum. ene-may

	2021	2022	Var. % i.a.
Ingresos Totales	3.012	5.001	66,1%
Seguridad Social	867	1.466	69,1%
Tributarios no COMEX	1.357	2.238	64,9%
Tributarios COMEX	478	688	43,7%
Resto*	309	610	97,6%
Gasto Primario	3.067	5.465	78,2%
Jubilaciones y Pensiones	1.218	1.981	62,6%
Asignaciones Familiares	206	363	76,3%
Otras Prestaciones Sociales	338	698	106,4%
Subsidios Económicos	360	757	110,4%
Salarios y Otros OPEX	481	823	71,3%
Transferencias Provincias	100	196	95,8%
Gasto de Capital	199	353	76,9%
Resto Gasto Primario	165	294	78,8%
Resultado Primario	-55	-463	
Intereses	251	414	
Resultado Financiero	-306	-877	

*Incluye ingresos por diferencias de valuación de títulos públicos (otras rentas de la propiedad) con tope 0,3% del PBI

Fuente: Banco Galicia en base a Ministerio de Economía

apuntalado por el rebote de la actividad económica que persiste desde 2021.

Objetivo de Resultado Fiscal:

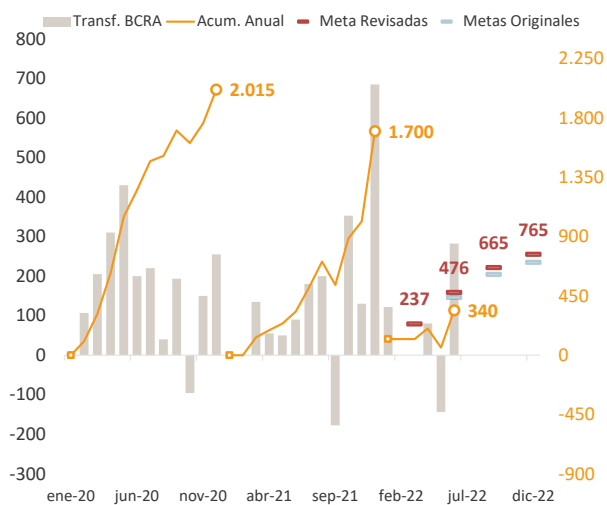
El Ministerio de Economía publicó que el déficit primario acumulado hasta mayo fue de ARS 463.447 M. Este resultado estuvo explicado por una aceleración del gasto, que se incrementó en 78,2% respecto al acumulado del mismo período del año 2021, combinado con ingresos totales que crecieron 66,1% en los primeros cinco meses de 2022 (con una recaudación tributaria que no logra despegar y que subió sólo 62,5%). El déficit acumulado a mayo estaba a sólo ARS 104.000 M del techo de déficit que imponía la meta original del FMI, objetivo difícil de cumplir siendo junio un mes en el cual el déficit es particularmente elevado por el efecto de la marcada estacionalidad del gasto. Dado que la meta de déficit fiscal se revisó hacia arriba en ARS 307.600 M, dando lugar a un tope al déficit acumulado a junio de ARS 874.400 M (un 54% mayor a la meta original), el reajuste permitiría que el rojo de junio se ubicara en ARS 433.457 M, volviendo al cumplimiento de la meta fiscal del segundo trimestre considerablemente asequible.

El desafío para la segunda mitad del año será evitar que el déficit primario continúe creciendo al ritmo actual. En este punto, es clave la resolución e implementación final que tenga la segmentación de tarifas de los Servicios Públicos, la cual separa a la población en tres tramos con distinto nivel socioeconómico y asigna diferentes aumentos de tarifas. Para determinar estos tramos se creó el Registro de Acceso a los Subsidios a la Energía (RASE), donde los usuarios deberán anotarse para continuar recibiendo los subsidios, en caso de ser elegibles. Para el tramo alto se definió que se eliminará el 100% de los subsidios a la energía. Esto implicaría una triplicación de la factura a pagar, lo cual se lograría de manera paulatina a través de subas bimestrales de manera tal que se alcance la cobertura plena del costo de la energía hacia fines de 2022. Para el tramo medio se aumentarán las tarifas un 80% de la suba del coeficiente de Variación Salarial (CVS) del año 2021, lo que implica un aumento en torno al 42,7% por una única vez en el año. Para el restante tramo social, que abarcaría un universo similar a los beneficiarios del IFE, se aumentaría la tarifas un 40% del CVS, mostrando un aumento del orden del 21,3%.

Desde el Ministerio de Economía se aclaró que el tramo de ingresos altos representa el 10% de los usuarios, por lo que el 90% de la población tendrá, en los hechos, una suba de los subsidios a la energía en términos reales durante 2022. Esto tendrá un efecto directo sobre el déficit primario, dificultando

Transferencias del BCRA al Tesoro

En ARS Miles de Millones | Adelantos Transitorios + Utilidades



Fuente: Banco Galicia en base a BCRA y FMI

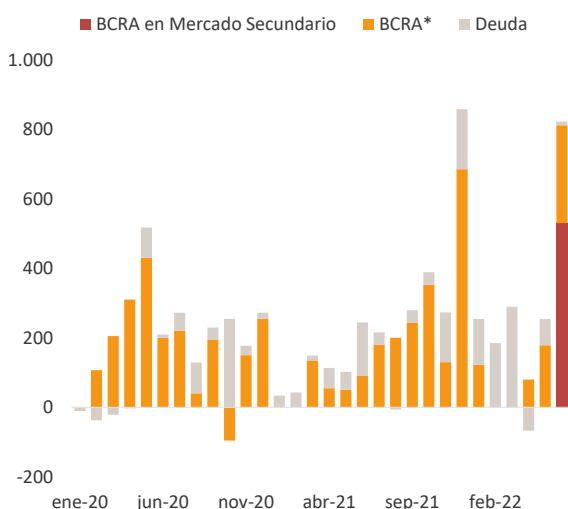
el cumplimiento de la meta fiscal. Es por esta razón que la revisión del Acuerdo con el FMI establece también un recorte de 0,4% del PBI a la obra pública, que cerraría el 2022 en 1,8% en lugar de incrementarse a 2,2% como estaba inicialmente establecido.

Objetivo de Límite al Financiamiento Monetario del BCRA:

Las dificultades del Tesoro para *rollear* los vencimientos de deuda en los últimos tres meses vienen llevando a una mayor dependencia de la emisión monetaria. En los primeros cinco meses del año, el BCRA asistió al Tesoro en numerosas oportunidades por un total de ARS 380.500 M. Casi todos los giros se concentraron entre fines de abril e inicios de mayo, en coincidencia con las dificultades del Tesoro para refinanciar la totalidad de los vencimientos de deuda en pesos. En ese momento, el Tesoro utilizó parte de los Derechos Especiales de Giro (DEG) de refuerzo presupuestario para reducir el *stock* de Adelantos Transitorios y relajar la presión sobre el cumplimiento de la meta de asistencia monetaria del EFF, que entre abril y mayo se había vuelto casi insostenible. Por caso, el martes 31 de mayo el Tesoro vendió DEG por alrededor de USD 2.683 M al BCRA a cambio de pesos, fondos que inmediatamente había utilizado para cancelar Adelantos Transitorios en ARS 322.449 M. En junio, el Tesoro volvió a solicitar ayuda financiera al BCRA en tres oportunidades por un total de ARS 282.000 M (datos al 22 de junio), por lo que la emisión acumula ARS 340.051 M en lo que va del año. La meta revisada de EFF elevó el límite de asistencia monetaria desde ARS 438.500 M a ARS 475.800 M para fines del segundo trimestre, lo que deja un remanente de ARS 135.750 M para la última semana de junio. Este margen permite pensar que el cumplimiento de este objetivo es altamente probable, aunque ya de por sí el margen de la meta original (ARS 98.450 M) era amplio. No fue tanto la modificación de los objetivos sino la monetización de los DEG la que en realidad permitiría llegar a fines del segundo trimestre con la meta de financiamiento monetario cumplida.

Asistencia BCRA al Tesoro + Colocación Neta Deuda

En ARS Miles de Millones

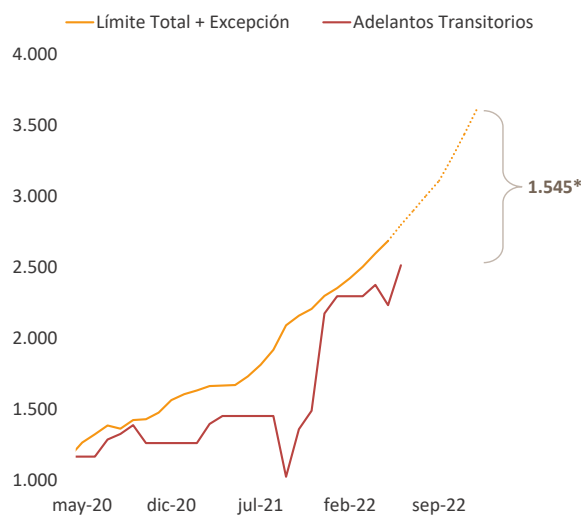


*Excluye devolución de AT utilizando DEG en sep-21 y may-22

Fuente: Banco Galicia en base a Ministerio de Economía y BCRA

Además de la asistencia directa cada vez más frecuente por parte del BCRA, en junio se sumó la emisión de pesos a través de la compra de bonos del Tesoro en el mercado secundario. La operatoria comenzó después del desplome de los títulos soberanos (especialmente en el caso de los ajustables por CER) a mediados de junio, y ya representaría una emisión equivalente a ARS 530.000 M (datos estimados al viernes 24 de junio). Además de permitir recomponer los precios de los

Adelantos Transitorios y Límite Normativo En ARS Miles de Millones



*Asume devoluciones parciales de AT utilizando DEG FMI

Fuente: Banco Galicia en base a BCRA

papeles, particularmente los del tramo corto, la compra de títulos por parte del BCRA ayudó a despejar alrededor de ARS 350.000 M de los ARS 650.000 M que vencían a fines de junio, mediante un canje lanzado a principios de la semana pasada. Hoy, el Ministerio de Economía enfrenta el desafío de refinanciar ARS 245.000 M, casi todo en manos de privados, aunque si bien el problema se postergó, no desapareció: los títulos canjeados vencen durante los últimos meses de 2022.

Para la segunda mitad del año, un par de dudas persisten. ¿Excederá el BCRA la meta de emisión vía Adelantos Transitorios impuesta en el Extended Fund Facility? Si el ratio de *rollover* de la deuda se reduce, sería necesario recurrir a la emisión por parte del BCRA. El uso de los DEG restantes para cancelar el *stock* de Adelantos Transitorios habilitaría una emisión de ARS 1.545.000 M en lo que queda del año, antes de tocar el límite impuesto por la Carta Orgánica del BCRA. Esto ayudaría a cerrar el Programa Financiero en pesos, pero haría necesario obtener un *waiver* de parte del FMI ante el incumplimiento de uno de los objetivos del Acuerdo. A su vez, vale la pena recordar que cada peso girado hoy implica una menor disponibilidad para transferir a fines de año, cuando el déficit primario suele ser mayor, ya que alrededor de un tercio del gasto de cada año ocurre sólo en diciembre, mientras que los ingresos no tienen una estacionalidad tan marcada. La otra pregunta es si durante los próximos meses el BCRA continuará emitiendo pesos para comprar bonos en el mercado secundario como lo hizo en las últimas semanas. Este tipo de operaciones no es inocuo, ya que en el corto plazo implica más brecha (con la reciente suba de las cotizaciones financieras, la brecha cambiaria trepó desde 73% la primera semana de junio a 97% al día de ayer) y en el mediano plazo genera mayores presiones inflacionarias.

En ausencia de señales concretas que busquen una reducción de los desequilibrios macroeconómicos que hoy caracterizan a la economía, la incertidumbre se incrementó durante el segundo trimestre del año. De todos los objetivos del Acuerdo, únicamente la meta de posición de futuros vendidos por el BCRA luce holgada, por ahora. Las demás metas debieron ser acomodadas para asegurar su cumplimiento, y ni siquiera así se lograría alcanzar el objetivo de Reservas. No hay que olvidar que las metas son acumulativas, por lo que el incumplimiento de un trimestre representa un esfuerzo por partida doble para el período siguiente. Que los objetivos de junio sean ahora más fácilmente cumplibles no debe distraer del hecho de que aún queda mucho por hacer para alcanzar las metas de fin de año.

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.