QUINTA A FONDO

Las **negociaciones con el FMI han estado en el centro de la escena** durante las últimas semanas. La **quinta revisión del Extended Fund Facility** (EFF), que evalúa el cumplimiento de las metas correspondientes al primer trimestre de este año, se ha dilatado al punto tal que el pago de los vencimientos de capital de fines de junio se efectuó a finales del mes pasado utilizando Derechos Especiales de Giro (DEG) remanentes de desembolsos anteriores y yuanes-

Mientras tanto, el desembolso de DEG programado originalmente para principios de junio todavía está pendiente. La demora coincide con que en los últimos meses la **macroeconomía ha acumulado desequilibrios crecientes** que derivaron en el incumplimiento de las metas fiscales y de acumulación de Reservas Netas durante el primer trimestre. Agravando el cuadro, durante el segundo trimestre tanto el resultado fiscal como la acumulación de Reservas Netas continuaron alejándose de las metas estipuladas, a lo que se le sumó el incumplimiento de un tercer objetivo, el del límite al financiamiento monetario del BCRA al Tesoro.

En medio de las discusiones, durante el fin de semana pasado el FMI y el Gobierno anunciaron que "se han acordado los objetivos y parámetros centrales que serán la base para un Staff Level Agreement que se espera finalizar en los próximos días para luego avanzar hacia la revisión del programa de Argentina". Casi en simultáneo, el **Gobierno lanzó una serie de medidas** que estarían orientadas a reducir el déficit fiscal y a permitir que el BCRA vuelva a acumular Reservas, una señal de buena voluntad para que el FMI apruebe nuevos desembolsos.

De todos modos, lo más probable es que la cancelación de los vencimientos de fines de julio y principios de agosto deba hacerse utilizando parte de las Reservas del BCRA: yuanes o dólares. La primera opción implicaría obtener la autorización para activar el segundo tramo del *swap* de monedas. Consideramos que el Gobierno sólo iría por la vía de utilizar dólares si contara con la **aprobación asegurada de los desembolsos**, en cuyo se trataría simplemente una operación de corto plazo que apuntaría a **cubrir un descalce temporario**, que luego sería revertida con los DEG del Fondo. No obstante, por un tiempo el nivel de liquidez en dólares del BCRA quedaría en niveles mínimos.

Existe una tercera posibilidad, que sería la de **postergar los pagos al FMI para calzarlos con los desembolsos**. El problema de esta opción es que implicaría entrar en *short-term arrears* con el FMI, lo cual podría bloquear el giro de nuevos DEG por parte del organismo. Llegado ese caso, quien gane las elecciones presidenciales iniciaría su mandato con un problema de *arrears* con el FMI por resolver. No obstante, a la luz de las medidas que se están tomando, parecería que el **Gobierno intenta acercar posiciones con el FMI**, por lo que parece más factible que se busque un puente entre los vencimientos de la semana que viene y el desembolso, siendo menos probable que vayan por la vía del atraso de pagos. Esta incógnita puntual terminaría de despejarse en pocos días.

SIN REVISIÓN Y SIN DESEMBOLSOS

Las negociaciones con el FMI han estado en el centro de la escena durante las últimas semanas. La quinta revisión del Extended Fund Facility (EFF), que evalúa el cumplimiento de las metas correspondientes al primer trimestre de este año, se ha dilatado al punto tal que el pago de los vencimientos de capital con fecha original 21 y 22 de junio (que sumaban alrededor de USD 2.700 M) se efectuó a finales del mes pasado utilizando Derechos Especiales de Giro (DEG) remanentes de desembolsos anteriores (USD 1.600 M) y yuanes (USD 1.100 M). Estos últimos provinieron de la activación del primer tramo del *swap* de monedas entre el BCRA y el Banco Popular de China. **Mientras tanto, el desembolso de DEG programado originalmente para el 10 de junio, por un valor de casi USD 4.100 M, todavía está pendiente.** Las razones de la demora son inciertas, pero coinciden con que en los últimos meses la macroeconomía ha acumulado desequilibrios crecientes que derivaron en el incumplimiento de las metas fiscales y de acumulación de Reservas Netas durante el primer trimestre. Agravando el cuadro, **durante el segundo trimestre tanto el resultado fiscal como la acumulación de Reservas Netas continuaron alejándose de las metas estipuladas, a lo que se le sumó el incumplimiento de un tercer objetivo, el del límite al financiamiento monetario del BCRA al Tesoro.**

Metas Cuantitativas con el FMI

En USD Miles de Millones | En ARS Miles de Millones

Metas	IV-22	I-23	II-23	III-23*
Meta Reservas Netas	7,3	4,2	9,1	9,5
Dato	**7,7**	**2,3**	**-5,3**	**-8,3**
Meta Rdo. Fiscal Primario	-2.017	-442	-1.181	-2.145
Dato	**-1.955**	**-690**	**-1.881**	**-1.881**
Meta Adelantos Transitorios	654	139	373	651
Dato	**620**	**130**	**1.358**	**1.948**
Meta Posición Vendida BCRA	9,0	9,0	9,0	9,0
Dato	**0,6**	**0,2**	**0,8**	**0,8**

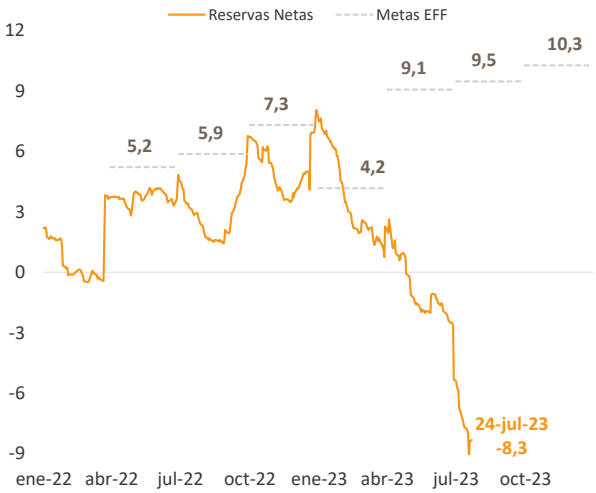
**III-23 al último dato disponible*

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

Las Reservas Netas vienen en terreno negativo desde principios de mayo y lo que más preocupa no es sólo su nivel (estimado hoy en USD -8.300 M) si no también su dinámica. En lo que va de 2023, las Reservas Internacionales acumulan una caída de USD 19.100 M, perforando actualmente un piso de USD 26.000 M (algo que no se veía desde enero 2016). **Las razones de la caída de las Reservas son múltiples.** En primer lugar, USD 4.200 M se explicaron por las ventas del BCRA al sector privado para satisfacer la demanda de divisas para el pago de importaciones de bienes y servicios y para la compra de dólares para atesoramiento. Entre el pago de servicios se encuentra el turismo, cuyo saldo negativo se redujo a causa de la implementación de un anticipo al pago de Bienes Personales (el "dólar Qatar") a mediados de octubre 2022 y a la posibilidad de liquidar el consumo de extranjeros con tarjeta de crédito en el país al dólar financiero. No obstante, el rojo de la balanza de turismo se mantiene actualmente en torno a los USD 640 M promedio mensual, lo que en términos anualizados implica una salida de dólares de USD 7.700 M.

Reservas Internacionales Netas*

En USD Miles de Millones



**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

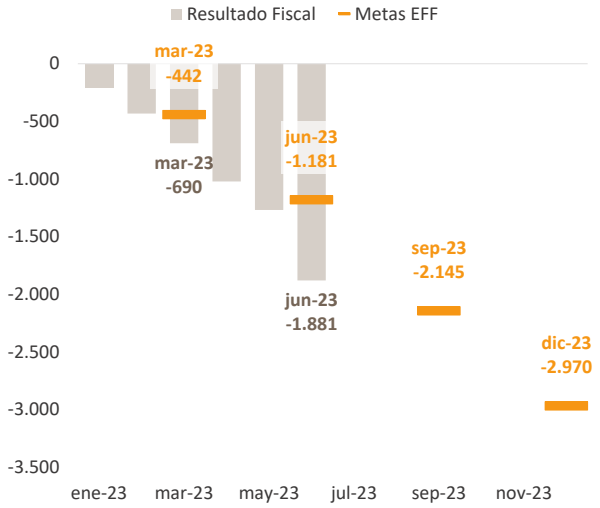
En segundo lugar, el Tesoro afrontó pago de intereses en enero y julio correspondientes los títulos de deuda en dólares

Factores de Variación de las Reservas Internacionales
En USD Miles de Millones | Acum. 2023

	USD M
Compraventa de Divisas	-4,2
Organismos Internacionales	-8,0
*FMI**	*-6,7*
Otros OO.II	*-1,3*
Otras Operaciones del Sector Público	-3,2
Pago Bonos USD	*-2,0*
Efectivo Mínimo	-1,7
Otros	-1,9
Var. Cotización Oro + Yuanes	*-0,5*
Var. Reservas Internacionales 2023	**-19,1**

**Pagos netos de desembolsos*
Fuente: Banco Galicia en base a BCRA y datos de mercado

Resultado Fiscal Primario del SPNF
En ARS Miles de Millones | Acum. Anual



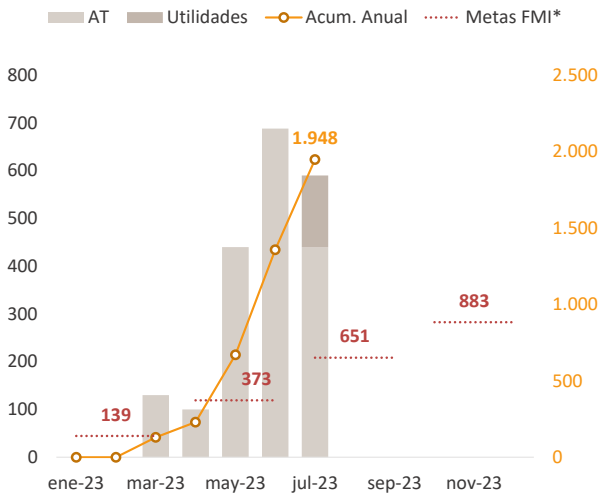
**Corresponden a la cuarta revisión del FMI (IMF Country Report No. 23/133)*
Fuente: Banco Galicia en base a Ministerio de Economía

canjeados en el año 2020. En total, los pagos ascendieron a USD 2.000 M, los cuales se obtuvieron a través de compras de divisas del Tesoro al BCRA. A ello se le suman las recompras de bonos en dólares efectuadas entre enero y febrero, que explicaron alrededor de USD 570 M de la caída de las Reservas del año. Los pagos al FMI también generaron una salida de divisas en términos netos equivalente a USD 6.700 M, principalmente explicada por la postergación del desembolso correspondiente a junio, pero también consecuencia de la diferencia entre los vencimientos de capital e intereses de los primeros siete meses del año y los desembolsos estipulados en el EFF. En los primeros siete meses del año también hubo pagos a otros organismos internacionales, como el BID, por un total de USD 1.300 M.

Adicionalmente, el retiro de depósitos en dólares del sector privado, verificado especialmente entre marzo y junio, dio lugar una reducción de USD 1.700 M de los encajes bancarios que el BCRA computa como parte de las Reservas Internacionales brutas. Otro factor fue la intervención por parte del BCRA en las cotizaciones financieras, llevada a cabo a través de operaciones de compraventa en el mercado de títulos valores (venta de títulos *hard dollar* con pesos y recompra con dólares). Según se desprende de los factores de variación de las Reservas, estas operaciones habrían costado al BCRA un total de USD 1.400 M en los primeros meses del año.

Mientras las Reservas Netas se adentran cada vez más en terreno negativo, **el rojo de las cuentas fiscales no cede, incluso aunque el gasto acumula una caída de 6,0% en términos reales durante el primer semestre del año. Esto se debe a que los ingresos suman una contracción de 8,8% real en el mismo período.** Los recursos del sector público vienen exhibiendo un deterioro a pesar de la implementación del esquema "dólar agro" durante abril y mayo, y del cobro del anticipo del Impuesto a las Ganancias a aquellas empresas que en el 2022 se hayan visto beneficiadas por la suba de los precios de *commodities* tras la invasión de Rusia a Ucrania y hayan obtenido beneficios extraordinarios (que comenzó en la última parte de 2022 y que se extendió durante la primera mitad de este año). La caída de los ingresos responde en parte a la sequía que afectó al país durante el verano pasado, combinado con el efecto que el esquema "dólar soja" tuvo sobre la liquidación de la cosecha (anticipando a 2022 recursos que se hubieran percibido en 2023). A esto se le suma que este año no se computan como parte de los ingresos las rentas de la propiedad provenientes de la emisión primaria de títulos de deuda, como sí sucedió en 2022 con un tope de 0,3% del PBI. Así, el déficit de la primera mitad de 2023 sumó ARS 1.880.694

Adelantos Transitorios y Utilidades del BCRA al Tesoro
En ARS Miles de Millones



**Corresponden a la cuarta revisión del FMI (IMF Country Report No. 23/133)*
Fuente: Banco Galicia en base a Ministerio de Economía

M (equivalente a 1,1% del PBI), cuando el límite del rojo de las cuentas públicas establecido en el EFF está establecido en ARS 1.181.400 M.

Finalmente, **la asistencia del BCRA al Tesoro ha venido en aumento durante los últimos meses**, llegando a ser de tal magnitud que se habría alcanzado el máximo de Adelantos Transitorios estipulado en la Carta Orgánica de la entidad (12% de la Base Monetaria y 20% de los ingresos corrientes del Sector Público No Financiero de los últimos doce meses). Sería por esta razón que el último giro, efectuado el 13 de julio, estuvo compuesto por Adelantos Transitorios por un total de ARS 40.000 M y por Utilidades por el monto de ARS 150.000 M. El giro de Utilidades no se veía desde octubre de 2021. En lo que va de 2023, los Adelantos Transitorios suman ARS 1.798.000 M, monto equivalente a 1,1% del PBI. A ello hay que sumarle las compras de bonos en pesos que la entidad monetaria estaría llevando a cabo en el mercado secundario (artilugio no limitado en el acuerdo firmado con el FMI), acumulando alrededor de ARS 2.100.000 M. **Estas tres vías de emisión llevarían a que el financiamiento del BCRA al Tesoro acumule ARS 4.000.000 M en 2023, equivalente a 2,4% del PBI.**

EL PAQUETE FISCAL DEL GOBIERNO

Las negociaciones con el FMI se siguen dilatado. En medio de las discusiones, durante el fin de semana pasado tanto el FMI como el Gobierno anunciaron en sus respectivas cuentas oficiales de Twitter que "se han acordado los objetivos y parámetros centrales que serán la base para un Staff Level Agreement que se espera finalizar en los próximos días para luego avanzar hacia la revisión del programa de Argentina".

Casi en simultáneo, **el Gobierno lanzó una serie de medidas que estarían orientadas a reducir el déficit fiscal y a permitir que el BCRA vuelva a acumular Reservas** (o, al menos, a frenar la sangría de divisas). Si bien el tipo de cambio oficial no evidenció un salto discreto, sí se estableció un impuesto a las importaciones de bienes 7,5% y uno de 25% para las de servicios (exceptuando fletes, cuya alícuota se estableció en 7,5%). Ciertas importaciones quedaron exceptuadas, como energía, insumos de la canasta básica, medicamentos, educación, salud e importaciones temporales (aquellas que se utilizan como insumo de bienes de exportación por parte de los sectores agro y automotor). En el caso de los bienes suntuarios y recitales, importaciones sobre las que ya recaía un impuesto del 30%, no hubo modificaciones. Otro cambio implementado fue el del anticipo del Impuesto a las Ganancias del 45% sobre las compras de divisas para atesoramiento (en lugar del anterior

Paquete Fiscal
En % del PBI

	En % PBI
Impo Servicios *(ex Fletes/Recitales/Salud/Educación)*	0,11%
Impo Fletes	0,02%
Impo Bienes *(ex Energía/Canasta Básica/Impo para Expo/Suntuarios/Medicamentos)*	0,28%
Dólar Solidario con +45% II.GG.	0,01%
Dólar Agro ARS/USD 340	0,05%
Anticipo II.GG. 2023	0,03%
Impacto Total Paquete Fiscal	**0,50%**

Fuente: Banco Galicia en base a Ministerio de Economía

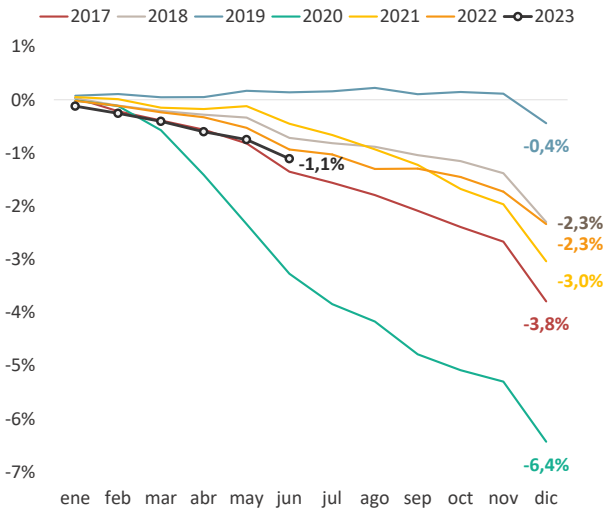
35%), equiparando su cotización implícita a la de las compras con tarjeta de crédito de menos de USD 300 mensuales. En la práctica, la implementación de los derechos de importación mencionados representa una suba del tipo de cambio promedio ponderado de alrededor del 6%, lo cual permitiría simultáneamente incrementar la recaudación fiscal y desincentivar las importaciones, moderando la caída de Reservas.

Para reforzar las chances de comenzar a acumular Reservas, el Gobierno estableció que el tipo de cambio diferencial del Programa de Incremento Exportador, vigente para economías regionales hasta el 31 de agosto, aumente de ARS/USD 300 a ARS/USD 340. De acuerdo con cálculos oficiales, la liquidación de divisas hasta la finalización del programa se estima en USD 2.000 M, incluyendo al maíz. Vale la pena destacar que los embarques de maíz se ubican en torno al 40% de la campaña actual, alrededor de 20 puntos porcentuales por debajo de los embarques acumulados a esta altura del año durante las últimas dos campañas. Esta diferencia asciende a USD 2.200 M a precios de hoy, una magnitud similar al ingreso de dólares que estima el Gobierno para las próximas cinco semanas.

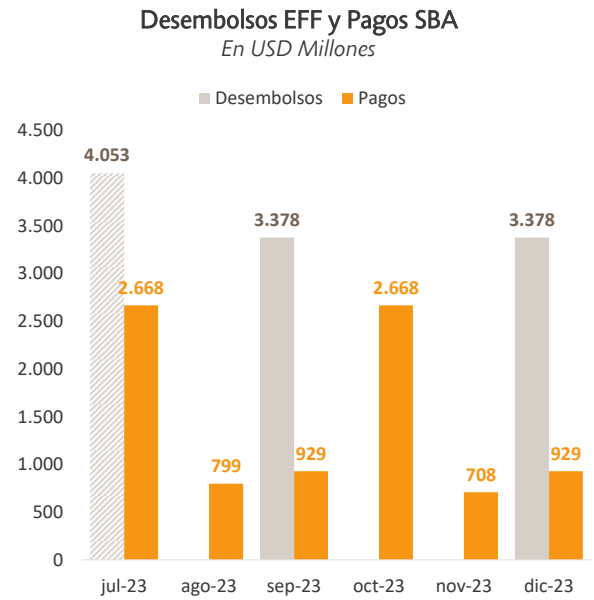
También con la intención de mejorar la recaudación, y por lo tanto el resultado de las cuentas fiscales, el viernes pasado el Gobierno ya había anunciado un nuevo pago a cuenta del pago del Impuesto a las Ganancias 15%. Este recae sobre aquellas empresas que lograron una rentabilidad mayor a ARS 600 M. y que no habían pagado el anterior anticipo por haber computado quebrantos anteriores, que se descontaron y no determinaron impuesto. Según nuestros cálculos, el impacto fiscal de todo este conjunto de medidas ascendería a 0,5 puntos del PBI, aunque el Gobierno dejó trascender que sería de 0,8 puntos. Con un déficit fiscal que apuntaba a cerrar en alrededor de 3,5% del PBI en 2023, ambas mediciones serían insuficientes para que el rojo de las cuentas públicas converja al 1,9% del PBI planteado en las metas del EFF. **No obstante, el ajuste sí constituye una señal de buena voluntad por parte de un Gobierno que busca que el FMI apruebe nuevos desembolsos**.

Ahora la pregunta clave gira en torno al *timing* que tienen la potencial aprobación de la quinta revisión del EFF y del desembolso demorado de junio. Existe un plazo promedio de alrededor de dos semanas entre la aprobación del Staff Level Agreement (cuya fecha aún es incierta) y del Directorio del FMI, por lo que es seguro asumir que los desembolsos no llegarían entre fines de julio y principios de agosto, fechas en las cuales

Déficit Primario
En % del PBI



Fuente: Banco Galicia en base a Ministerio de Economía



Fuente: Banco Galicia en base a FMI

los pagos de capital e intereses del Stand-By Agreement ascienden a alrededor de USD 3.500 M. De hecho, el propio ministro de Economía afirmó que "se esperan desembolsos en agosto", por lo que **lo más probable es que la cancelación de estos vencimientos deba hacerse utilizando parte de las Reservas del BCRA: yuanes o dólares**. La primera opción implicaría obtener la autorización por parte del gigante asiático para activar el segundo tramo del *swap* de monedas, dado que el remanente del primer tramo (estimado en USD 1.500 M) no sería suficiente para hacer frente a los vencimientos. En teoría, esta aprobación está supeditada a haber alcanzado un acuerdo con el FMI, aunque los detalles son desconocidos (es decir, si se requiere de la aprobación del Board o sólo la de un Staff Level Agreement). Consideramos que **el Gobierno sólo iría por la vía de utilizar dólares si contara con la aprobación asegurada de los desembolsos, en cuyo se trataría simplemente una operación de corto plazo que apuntaría a cubrir un descalce temporario**, que luego sería revertida con los DEG del Fondo. No obstante, por un tiempo (hasta recibir el desembolso) el nivel de liquidez en dólares del BCRA quedaría en niveles mínimos.

Existe una tercera posibilidad, que sería la de postergar los pagos al FMI para calzarlos con los desembolsos. El problema de esta opción es que implicaría entrar en *short-term arrears* con el FMI, lo cual podría bloquear el giro de nuevos DEG por parte del organismo. Llegado ese caso, quien gane las elecciones presidenciales iniciaría su mandato con un problema de *arrears* con el FMI por resolver. No obstante, a la luz de las medidas que se están tomando, **parecería que el Gobierno intenta acercar posiciones con el FMI, por lo que luce más factible que se busque un puente entre los vencimientos de la semana que viene y el desembolso, siendo menos probable que vayan por la vía del atraso de pagos**. Esta incógnita puntual terminaría de despejarse en pocos días.

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