

## 2021: OTRO AÑO BISAGRA

Luego de varias marchas y contramarchas, el Gobierno retomó en las últimas semanas una agenda más intervencionista y heterodoxa caracterizada por medidas como la suspensión de las exportaciones de maíz y los frenos a las subas de tarifas. Así, parece abandonarse (por el momento) el giro al pragmatismo observado durante noviembre. El objetivo por estos días parece estar centrado en la recuperación de la imagen del Gobierno en el inicio de un año electoral, a costa de mayor volatilidad e incertidumbre de mediano plazo.

Esto reduce la probabilidad de ocurrencia de nuestro escenario base de estabilización para este año. Sin embargo, la negociación con el FMI presenta un interrogante sobre la compatibilidad del sendero económico que se insinúa y los habituales requerimientos del Organismo. Sustentabilidad del esquema cambiario, recuperación de reservas, prudencia fiscal y monetaria serían pedidos del FMI, que podrían reencausar en un sendero de normalización a la macroeconomía local.

Un ajuste en el esquema cambiario sigue siendo necesario para moderar la brecha cambiaria, incentivar la oferta y habilitar una recomposición sistemática de reservas. Las dificultades observadas recientemente para continuar achicando la brecha nos siguen indicando que algún ajuste del tipo de cambio oficial sería necesario para encausar las conversaciones con el FMI, pese a la recomposición de reservas que logró el BCRA en diciembre y principios de enero y la negativa rotunda del Gobierno que sustenta su postura en el superávit comercial.

En el frente fiscal, el Gobierno tendría margen para realizar un ajuste de tarifas mínimo, duplicar el gasto de capital y alcanzar un déficit de 3,5% del PBI (lo que sería una señal positiva), a costa de un menor gasto en jubilaciones (nueva fórmula de ajuste mediante) y la reducción de un 65% del paquete COVID de 2020. Este escenario podría ser compatible con el contexto electoral de este año.

Estas señales permitirían al Gobierno obtener fondos tanto de organismos internacionales como del mercado local de deuda, de manera que el remanente a financiar vía BCRA sería de 1,5% del PBI. Este escenario monetario en combinación con algún ajuste del salario real y el ajuste del esquema cambiario le pondrían un piso de 50% a la inflación.

La recuperación de este año estaría explicada principalmente por el arrastre estadístico que habría dejado el 2020. Adicionalmente, las exportaciones se recuperarían luego de la contracción del año pasado. No vemos un gran impulso del consumo (tanto público como privado), al tiempo que la inversión difícilmente recupere lo perdido en 2020.

## COYUNTURA: EL CALENDARIO ELECTORAL MARCA EL RITMO

Durante todo 2020 el oficialismo estuvo enfocado en la pandemia, destinando a ella una parte significativa de los recursos del sector público y teniéndola como centro de su retórica discursiva. El primer año de gestión de Alberto Fernández estuvo teñido por la problemática del coronavirus y sus derivados, obligando a postergar cualquier intento de “reordenamiento” de la macroeconomía que pudiera haberse esperado a finales de 2019.

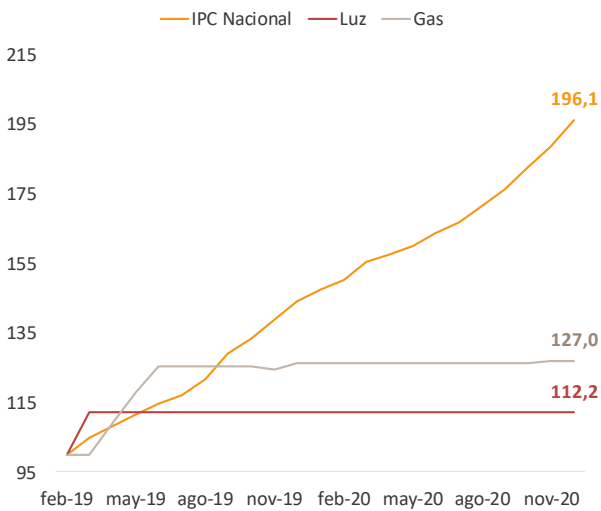
Esto dejó al Gobierno en una situación delicada, ya que encarar las medidas necesarias para sanear la economía argentina en plena campaña electoral tiene un costo que se vería reflejado en las urnas; pero no hacerlo conlleva el riesgo de que los desequilibrios acumulados en el camino fueren a un ajuste caótico. Hasta finales del año pasado no estaba claro qué dirección adoptaría el Gobierno. El mercado fue testigo de marchas y contramarchas durante el último trimestre del 2020, signado por anuncios de medidas tendientes a atacar las raíces de los desequilibrios macroeconómicos combinados con controles y regulaciones heterodoxas.

En particular las medidas y anuncios de las últimas semanas parecen alejarse del pragmatismo que caracterizó al mes de noviembre. A mediados de diciembre, el Frente de Todos llevó a cabo en el Estadio Único de La Plata un acto con sus principales figuras, dando el puntapié inicial a la campaña para las elecciones de este año. Allí, la vicepresidenta Cristina Fernández de Kirchner declaró que se priorizará “alineación salarial y jubilaciones, precios (sobre todo los de los alimentos) y tarifas”. En otras palabras, en 2021 el Gobierno buscaría dominar la inflación a través de la continuidad de medidas como los controles de precios y el congelamiento de tarifas de servicios públicos, aun en detrimento del déficit fiscal. Es importante recordar que, si bien la inflación se está moderando en términos interanuales y cerró el 2020 en 36,1%, 17,7 puntos por debajo de la variación de precios de 2019, la misma viene acelerándose desde julio (exceptuando el caso de noviembre). El mayor dinamismo es más evidente cuando se trata de la inflación núcleo, que en diciembre se ubicó en 4,9%. No extraña entonces que, después de un 2020 en el que la inflación se redujo, el Gobierno esté preocupado por una potencial aceleración en 2021.

Según las afirmaciones de Cristina Fernández en el acto de La Plata, y de acuerdo con lo que ya puede inferirse a partir de medidas recientes, el Gobierno apelará durante el 2021 a un

### Índice de Precios al Consumidor

Índice feb-19 = 100 | Acumulado



Fuente: Banco Galicia en base a INDEC y Dirección General de Estadística y Censos (Ministerio de Hacienda y Finanzas GCBA)

férreo control de precios y tarifas con el propósito de mantener elecciones legislativas. En este sentido, a pesar de que entre octubre y noviembre había trascendido que en enero 2021 se realizarían correcciones sobre las tarifas de electricidad y gas, dichos ajustes ya se han postergado al menos hasta marzo. En concreto, el 17 de diciembre se estableció, a través del Decreto 1020/2020, que el congelamiento tarifario vigente se extendería por hasta 90 días, mientras los entes reguladores (ENRE y ENARGAS) establecen nuevos cuadros tarifarios. Según la última información disponible, el incremento que se efectúe en marzo sería de un solo dígito y se trataría del único del año. Esto consistiría en un aumento escueto, teniendo en cuenta que las tarifas de gas y luz no se actualizan desde los primeros meses de 2019, a pesar de que en los últimos dos años la inflación acumulada supera el 95%.

Adicionalmente, si bien el 1° de diciembre las empresas proveedoras de servicios de Internet, cable y telefonía habían comenzado a comunicar a los usuarios un incremento del 20% a partir de enero 2021, el mismo fue anulado al día siguiente por el Gobierno y reemplazado por una suba de sólo 5%.

En el caso de la medicina prepaga ya había habido antecedentes de reversión de ajustes confirmados. A fines de octubre, las prestadoras habían anunciado un incremento de 15% para diciembre 2020 (el primero de todo el año) y otro del 10% para febrero 2021, autorizadas por el Ministerio de Salud. Sin embargo, en el Boletín Oficial de principios de noviembre lo que finalmente se publicó fue un aumento del 10% para diciembre, omitiéndose el de febrero. A fines de diciembre volvió a ocurrir algo similar: a través de la Resolución 2987, el Ministerio de Salud había aprobado un ajuste de la cuota de las prepagas del 7% a partir del mes de febrero, pero éste fue dejado sin efecto a través de la Resolución 2988, publicada tan sólo un día después. Al momento de redactarse este informe, no había nuevos incrementos previstos sobre las cuotas de medicina prepaga.

La reticencia del Gobierno a convalidar correcciones tarifarias y actualizaciones de precios (el Programa de Precios Cuidados continúa vigente, ampliando la variedad de productos que abarca y autorizando sólo algunos saltos discretos que no compensan la inflación) se suma a otras medidas que también han ido en dirección opuesta a la que había comenzado a dejar trascender el Ministerio de Economía a principios de noviembre.

A finales de diciembre se dio a conocer el resultado de la última licitación de títulos de deuda del año, que llevó a que la

colocación total del último bimestre de 2020 se ubicara en 111,7% respecto de los vencimientos del período. A principios de noviembre, el Ministerio de Economía había anunciado que cada peso de financiamiento que se obtuviera por encima del 110% de los vencimientos de noviembre-diciembre se utilizaría para devolver Adelantos Transitorios al Banco Central. En su momento, esa señal había sido bien recibida por los mercados, dado que ponía un techo implícito sobre el déficit fiscal. Pero cuando llegó el momento de cumplir con esta promesa (eventualmente se esperaba que se asumiera un nuevo compromiso de corto plazo para los primeros meses de 2021, renovando el guiño al mercado) la decisión fue la de no utilizar el excedente de 1,7% del *rollover* de deuda, equivalente a ARS 10.050 M, para devolver Adelantos al Banco Central.

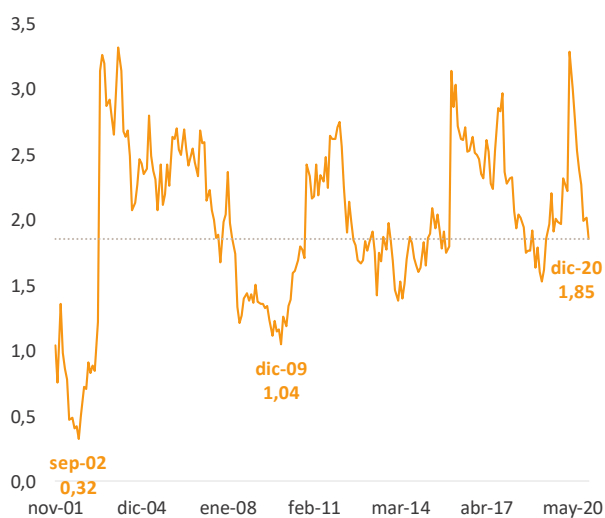
A la decepción por partida doble (tanto por el no cumplimiento del objetivo fiscal bimestral como por la falta de un anuncio de metas de cara al futuro cercano) se sumaron otras señales que refuerzan la preocupación del mercado. Tal es el caso de la suspensión del registro de Declaraciones Juradas de Valores de Exportación hasta el 31 de marzo de 2021 para las ventas de maíz, anunciada por el Ministerio de Agricultura a fines del 2020. En respuesta, el campo anunció un paro de 72 horas a partir del lunes 11 de enero, frente a lo que el Gobierno abrió parcialmente el registro, aunque con un límite de 30.000 toneladas diarias. No obstante, el cese de comercialización de granos no se levantó tras la flexibilización parcial ya que los productores agropecuarios exigían eliminar el tope diario, que fue finalmente levantado durante la tarde del 12 de enero.

La nueva restricción para acceder al mercado cambiario anunciada por el Banco Central a principios de este año también fue otra señal en la dirección de la continuidad y profundización de los controles. De acuerdo con la Comunicación "A" 7201, los importadores de ciertos bienes finales (entre los que se encuentran lavavajillas, teléfonos celulares, motocicletas, maquinaria agrícola, entre otros) no podrán adquirir en el mercado de cambios las divisas necesarias para pagar los bienes dentro de los 90 días del despacho a plaza de los mismos. En el caso de una serie de bienes suntuarios, la restricción regirá durante 365 días.

Estas medidas apuntarían a recuperar la aprobación del público. La imagen de Alberto Fernández viene en franco declive desde el pico que se alcanzó cuando se impuso por primera vez la cuarentena, que en su momento había contado con aceptación generalizada. No obstante, con el correr de los meses y al tiempo que la actividad económica comenzó a reflejar el efecto

### Índice de Confianza del Gobierno

Escala de 0 a 5



Fuente: Banco Galicia en base a UTDT

negativo de las restricciones a la circulación, el grado de aprobación de estas medidas se fue diluyendo, dejando los niveles de confianza varios escalones por debajo del punto de partida.

Por caso, en diciembre de 2019, el Índice de Confianza en el Gobierno que elabora la Universidad Torcuato Di Tella (con una escala que va del 0 al 5) se ubicó en 1,85, una caída de 1,44 puntos respecto del máximo de 3,29 de abril. Se trata de su menor nivel desde mayo 2019, menor incluso que el 1,97 con el que Mauricio Macri había dejado la presidencia en diciembre 2019. Con todo, el ICG todavía no llega a los pisos de la crisis de 2002 (0,32 en sep-02) ni la de 2009 (1,04 en dic-09) e incluso es levemente superior al promedio de 1,76 entre jun-12 y dic-15. Podría decirse que la última foto no es necesariamente mala, dado que el actual nivel del ICG se traduciría en alrededor de un 35% de votos en favor del oficialismo, pero la película es definitivamente desalentadora.

Las elecciones ya marcan la agenda de un Gobierno que empieza a tomar medidas que favorezcan un repunte en su grado de aprobación. Es por ello que en los últimos tiempos hemos visto que los intentos de corregir los desequilibrios macroeconómicos luego terminaron por anularse, para ser reemplazados por medidas que van en la dirección opuesta. Sin embargo, el Gobierno no puede ignorar la necesidad de acordar con el FMI y de mantener (e incluso mejorar) el acceso a los mercados para colocar deuda para financiar el *gap* entre ingresos y gastos del sector público, lo cual requiere de cierto grado de prudencia.

## ESCENARIO 2021

### Con el FMI

La dinámica observada durante las últimas semanas en el plano político al menos reduce la probabilidad de ocurrencia de lo que hasta ahora es nuestro escenario base, uno de estabilización de la macroeconomía.

En este aspecto sería central la necesidad de negociar con el Fondo Monetario Internacional los vencimientos de deuda por USD 53 MM para los próximos años. Y el *deadline* estaría dado por el vencimiento de USD 2,3 MM que tiene el Gobierno con el Club de París en mayo de este año. El *rollover* de dicho vencimiento dependería de tener cerrado un acuerdo con el FMI. Y tener cerrado un acuerdo con el FMI implicaría, al menos, un set de medidas mínimas que implicarían cierta estabilización

de la macroeconomía. Un escenario alternativo sin acuerdo con el FMI auguraría un futuro marcadamente más incierto. Sin embargo, el propio Ministro de Economía reconoce que esa es una opción lejana: “¿Cuál es la opción? Hacer un default a la deuda del Fondo. Tendría un costo inmenso. Sería hacer un default a los países, que son los socios del organismo. Pasaríamos a ser un país paria”, afirmó Martín Guzmán.

A nuestro criterio al menos cuatro requerimientos del FMI serían parte de la negociación y determinantes para el escenario macroeconómico:

1. Objetivo de acumulación de reservas
2. La necesidad de un escenario cambiario sustentable
3. Objetivo de prudencia fiscal
4. Objetivo de prudencia monetaria

### Frente Externo: algo hay que hacer

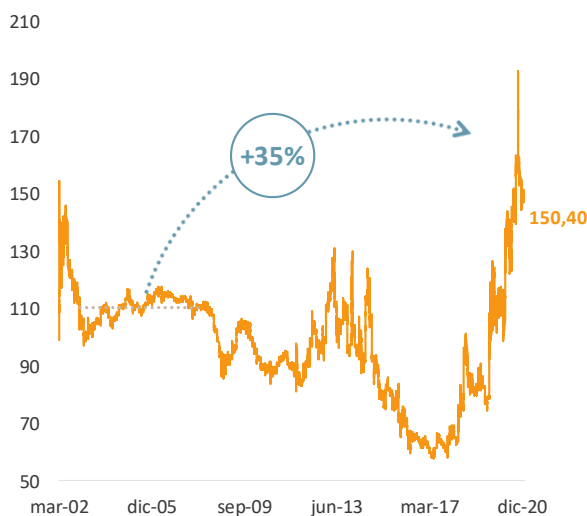
Los dos primeros puntos implican la necesidad de realizar algún tipo de ajuste en el esquema cambiario actual. La persistencia de la brecha cambiaria en niveles elevados (desde agosto del año pasado se ubica por encima del 65%) implica, como hemos mencionado en informes anteriores, la reducción de la oferta de dólares a su mínima expresión y la consecuente erosión sistemática de las reservas internacionales. Las reservas netas cayeron durante todo el 2020, perdiendo en torno a USD 8,5 MM. Hoy se encuentran en torno a los USD 2,5 MM, registrando una recuperación en las últimas semanas, asociada a la estacionalidad de la demanda de pesos de fin de año, la cual se empieza a revertir a mediados de este mes.

Si bien el tipo de cambio real utilizando cotizaciones financieras tiene lugar para apreciarse (los niveles actuales se encuentran alrededor de 35% por encima del promedio 2003-2007), para que ello ocurra serían necesarias señales contundentes de prudencia en la política fiscal y monetaria. La alternativa, a nuestro criterio, sigue siendo algún tipo de ajuste en el tipo de cambio oficial, que en magnitud dependerá de la velocidad del *crawling peg* de los próximos dos o tres meses. El objetivo debería ser una brecha moderada (¿30%?) de manera de incentivar la oferta de dólares, moderar la demanda y de esta manera lograr que el BCRA pueda hacerse de parte del superávit comercial vía compra de divisas.

El incremento de los precios de los *commodities* da oxígeno desde el momento en que alienta a la venta y liquidación de granos y por ende la oferta de dólares. En particular la soja que

### Tipo de Cambio Real Multilateral Ajustado por CCL

A precios de 13-ene-21 = ARS/USD 150,4

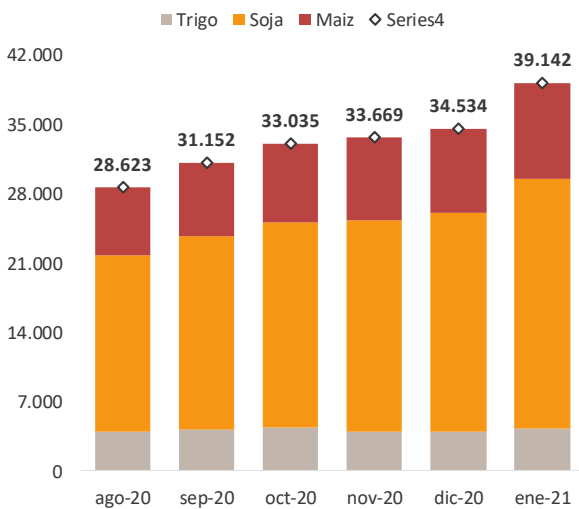


Fuente: Banco Galicia en base a Banco Central y datos de mercado



### Valor Estimado Campaña 2020/2021

En USD millones



Fuente: Banco Galicia en base a USDA y Bloomberg

hasta agosto del año pasado se mantuvo en promedio en USD/tn 320, en estos días se ubica en torno a USD/tn 520 (+63%). En la misma línea, el Índice de Precios de las Materias Primas del BCRA se ubica un 38% por encima de los valores promedio de la primera mitad de 2020 (un incremento parcialmente moderado por cierta estabilidad en el precio de los metales desde entonces). Sin embargo, el universo atomizado de productores agropecuarios posiblemente se vea más afectado por una brecha desproporcionada que por el incremento del precio de la soja a la hora de decidir cuánto de su producción vender. Adicionalmente, desde el punto de vista de las cantidades, continúa latente la posibilidad de que ocurra el fenómeno climático conocido como La Niña. Las últimas mediciones de acuerdo a la Oficina Nacional de Administración Oceánica y Atmosférica de los Estados Unidos, prevén la ocurrencia de un evento *débil* del tipo La Niña. En particular para la zona núcleo de producción argentina La Niña implica falta de agua (las sequías de las campañas 2008/9, 2011/12 y 2017/18 coincidieron con eventos de este tipo con distinta intensidad) y consecuentemente menores volúmenes. Hasta el momento, los precios más que compensaron las pérdidas estimadas de volúmenes lo cual responde a que el incremento de precio no solo es consecuencia de una menor oferta, sino también de una creciente demanda china (las proyecciones de valor de cosecha desde agosto crecieron USD 10 MM). Sin meses.

### Frente Fiscal: hay margen de acción

El tercero de los puntos mencionados en cuanto a los requerimientos del FMI pone un límite a las necesidades de financiamiento del Gobierno para este año, y por ende un límite a la necesidad de emisión monetaria.

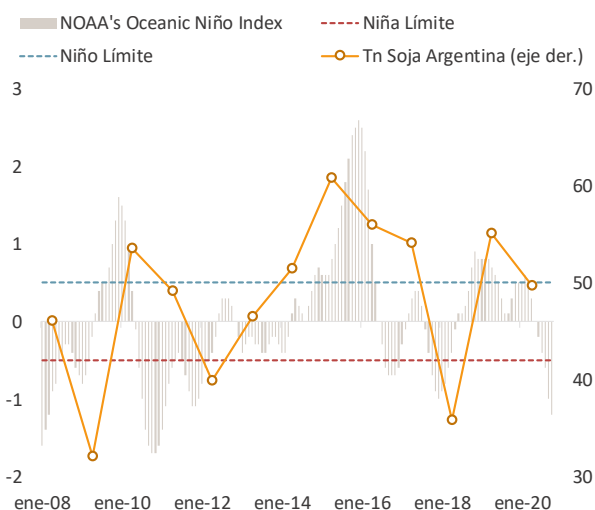
Si bien ese límite todavía no está establecido, el 4,5% del PBI que estimó el Gobierno en el Proyecto de Ley de Presupuesto 2021, luce laxo. Por caso, nuestro escenario base asume que:

- Se aplica una suba del 9% en las tarifas en el mes de marzo y este es el único aumento del año.
- Se cumple con la promesa de duplicar el gasto de capital a PBI respecto 2019.
- Se mantiene aún el 35% del paquete COVID implementado durante 2020.

Con estos supuestos y una recomposición de los ingresos de 0,5 p.p. a PBI (algo esperable en años de recuperación de la actividad), se podría llegar a un déficit primario de 3,5% del PBI.

### Oceanic Niño Index y Campaña de Soja Local

Índice Millones de tn



Fuente: Banco Galicia en base a Ministerio de Agricultura, Ganadería y Pesca, y Oficina Nacional de Administración Oceánica y Atmosférica (EEUU)

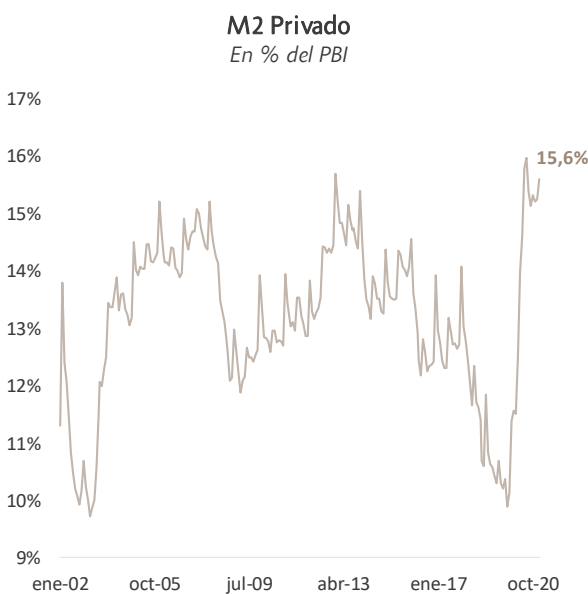
Estos números sugieren que, ante la necesidad de incrementar el gasto social de cara a las elecciones, el Gobierno cuenta con margen de acción, reduciendo el gasto de capital (que se estaría duplicando este año) o incluso incrementando marginalmente el déficit (la premisa que dejó trascender el Gobierno en noviembre fue la de alcanzar un déficit por debajo del 4% del PBI).

### Panorama Monetario: regresando a la normalidad

El escenario fiscal descripto implica necesidades de financiamiento por aproximadamente ARS 1,5 billones. En un escenario de estabilización, es posible que parte de ese financiamiento sea provisto por el mercado de deuda local y fondos frescos de uno o más de un organismo multilateral. Si ese fuera el caso, el monto que tendría que emitir el BCRA para financiar el *gap* financiero sería de aproximadamente 1,5% del producto, un monto que el Fondo considera razonable de acuerdo con declaraciones públicas.

Esta oferta monetaria se combinaría con una demanda de pesos que seguiría reduciéndose durante 2021. Los primeros amplios a máximos históricos (M2 en 15,1% del PBI). Esta dinámica comenzó a ajustarse durante el segundo semestre de 2020 hasta ubicarse en 14,3% del PBI a fin de año. Regresar a niveles en torno al promedio histórico del último control de cambios implicaría una reducción adicional de 0,9% del M2 a PBI durante este año. La implicancia de esta dinámica sería que posiblemente la base monetaria caiga en términos reales y el esfuerzo de esterilización redundaría en un nivel de pasivos remunerados del BCRA que se mantendrían en niveles elevados (en torno al 90% de las reservas y al 100% de la base monetaria).

Parte de ese ajuste de saldos monetarios reales vendría de la mano de la evolución de precios. En el corto plazo, esperamos que se mantenga la dinámica inflacionaria en niveles relativamente elevados (entre 3% y 4% mensual) como consecuencia de un ajuste parcial de los desequilibrios acumulados (el ajuste marginal de tarifas, alguna flexibilización de las regulaciones de precios, y el ajuste en el frente cambiario). Para el resto del año, el contexto monetario mencionado, en combinación con un tipo de cambio que mantendría un ritmo de depreciación mensual suficiente para evitar una excesiva apreciación cambiaria y salarios recuperándose en términos reales, le pondrían un piso a la evolución de los precios, de manera de terminar el año con una inflación levemente por encima del 50%.

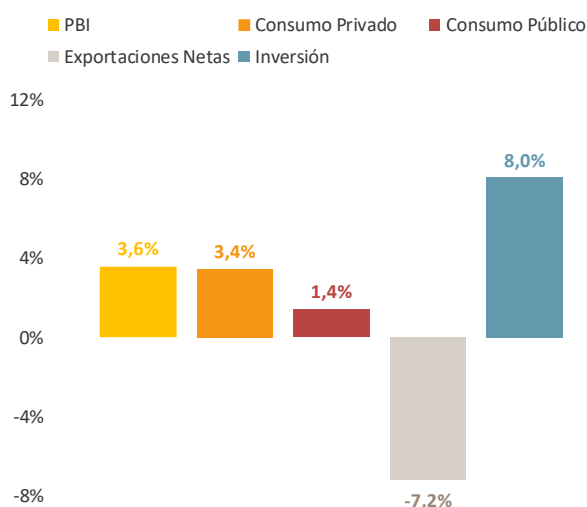


Fuente: Banco Galicia en base a Banco Central, INDEC, Fundación Norte y Sur y estimaciones propias



## PBI 2021 por Componentes de la Demanda

Var. % i.a.



Fuente: Banco Galicia en base a estimaciones propias

## Actividad: a media máquina

El crecimiento de la actividad del año, que viene que prevemos en 3,6%, está explicado básicamente por el arrastre estadístico que habría dejado el 2020.

Desde el punto de vista de la demanda, es esperable que las exportaciones reboten (+8,7%) luego de la contracción del comercio internacional sufrida el año pasado. En un contexto de reducción del déficit fiscal, difícilmente la actividad sea inflacionaria y una recuperación del empleo que prevemos tímida, le ponen un techo (bajo) al consumo privado. La incertidumbre reinante, potenciada por las elecciones, atentan contra un sólido desempeño de la inversión (+8%), que se vería favorecida por un rebote de la construcción.

Este escenario de economía real estará sujeto además a la efectividad de las campañas de vacunación y a la necesidad (o no) de aplicar nuevas medidas de aislamiento. Asumimos un regreso a la normalidad a mediados de este año. Si esto no fuera así, es esperable que los efectos en la oferta agregada continúan frenando la evolución de la actividad. Por otro lado, la mejora de los términos de intercambio podrían ser un riesgo al alza sobre nuestro escenario, en la medida que estos de mantengan y las cantidades producidas no sufran consecuencias climáticas.

## El año de la nueva normalidad

Si bien el sesgo de las medidas y anuncios de las últimas semanas sugiere lo contrario, el 2021 podría ser el año del regreso a un sendero de estabilización macroeconómica. ¿Cuáles son los *drivers* de este escenario?

- El principal sigue siendo la escasez de reservas internacionales, e inexistencia de otros stocks que puedan ser utilizados.
- La existencia de un compromiso con el FMI y la imposibilidad de hacer frente en efectivo (a la 2005).
- La consecuente necesidad de negociación con el FMI y (más aún) la necesidad de que esa negociación ocurra previo a los vencimientos de mayo con el Club de París (no existiría la posibilidad de estirar la negociación hasta después de las elecciones).

Todo ello implicaría que independientemente del *character* del Gobierno y de la coyuntura electoral, existan incentivos a llevar a cabo medidas de estabilización. Y, de hecho, esto podría no

ser incompatible con un panorama fiscal relativamente orientado a octubre de este año.

La alternativa podría ser un intento por mantener el *status quo* hasta después de las elecciones. Esta opción acarrea mayores riesgos económicos y políticos para la segunda mitad del mandato presidencial puesto que se incrementarían los desequilibrios. Asimismo, los agentes económicos anticiparían ese desenlace, generando presiones sobre diversos precios relativos este año que comienza y, de esa forma, comprometiendo igualmente el desempeño electoral del oficialismo. Además, este camino requiere verificar cierta "flexibilidad" del FMI. Esta sigue siendo un gran interrogante y tampoco podemos descartar un escenario donde se firme un acuerdo *light* para refinanciar vencimientos sin que se logren anclar definitivamente las expectativas para un sendero de estabilización. Esto implicaría necesariamente algún tipo de reforma al acuerdo original a pocos meses de firmado el original, tal como sucedió con el SBA otorgado en 2018.



Economista Jefe

**Diego Chameides**

diego.chameides@bancogalicia.com.ar

---

Macroeconomía

**Martín Quinteiro**

martin.quinteiro@bancogalicia.com.ar

**Florencia Bazet**

florencia.bazet@bancogalicia.com.ar

**Josefina Dabusti**

josefina.dabusti@bancogalicia.com.ar

---

Estrategia

**Juan Cruz Lekovic, CFA**

juan.lekovic@bancogalicia.com.ar

**Javier Martinez Serra**

javier.martinezserra@bancogalicia.com.ar

**Santos Benjamín Saguier**

benjamin.saguier santos@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.*