

EL DÍA DESPUÉS DE MAÑANA

Tanto los precios de los activos como las expectativas de analistas relevadas por el BCRA dan cuenta que el mercado en general compró la factibilidad de que el Gobierno llegue a las elecciones sin la necesidad de realizar grandes ajustes en el frente cambiario. Sin embargo, el deterioro de la deuda soberana en dólares sugiere que, o bien se incrementan las probabilidades de que el Gobierno decida finalmente no acordar con el FMI o que eventualmente acordar el año que viene deja al país en una situación peor a la actual. Dados los vencimientos del año que viene con el organismo (USD 20 MM) no cabría la posibilidad de estirar otro año más las negociaciones, especulando con hacer frente a los pagos en el camino.

En lo inmediato, el frente fiscal y monetario mantienen el matiz pragmático de octubre 2020. Luego de un superávit en enero, no se espera un mal resultado para febrero. Para el resto del año, si el Gobierno apuntase a alcanzar un 4,5% de déficit, esto implicaría que contaría con gasto discrecional por 3% del PBI. En términos monetarios, dicho déficit implica emisión para financiar al Fisco por 2,5% del PBI. Por el contrario, un déficit de 3,5% implicaría una emisión encuadrada en los parámetros del FMI. Por lo pronto, los primeros meses del año permitieron reducir el ritmo de crecimiento de la base monetaria a niveles en torno al 40%. Por su parte, el BCRA continúa comprando dólares, lo cual no se traduce en incremento de reservas dado que parte de los mismos son utilizados para contener la brecha cambiaria vía compra de bonos. Adicionalmente, las restricciones a las importaciones continúan vigentes. Las exportaciones, por su parte, apuntaladas por el precio de la soja, habilitan mantener el statu quo cambiario.

¿Qué implica demorar la negociación con el FMI para 2022? En primer lugar, la posibilidad de que se estrene un nuevo marco de sostenibilidad de deuda del FMI, podría significar la necesidad de metas fiscales más exigentes. Por lo pronto, al menos será necesario un ajuste fiscal compatible con un financiamiento monetario moderado. Esto luce más desafiante que la reducción de este año dado que el Gobierno contará con menos herramientas de ajuste. En segundo lugar, la necesidad de acumulación de reservas y de tener un esquema cambiario sostenible implicarán una reducción de la brecha cambiaria. Una brecha moderada (¿30%?) sólo podrá ser resultado de señales políticas muy claras, una política monetaria restrictiva y un ajuste del tipo de cambio.

En conclusión, postergar los ajustes necesarios incrementa los costos futuros de realizarlos, lo que, a su vez, pone en duda la voluntad política para llevarlos a cabo. El gobierno ha descartado la posibilidad de no llegar a un acuerdo porque eso convertiría a la Argentina en un "paria" internacional. ¿Podría cambiar esa posición luego de octubre?

EL MERCADO Y LOS ANALISTAS COMPRARON EL PLAN AGUANTAR

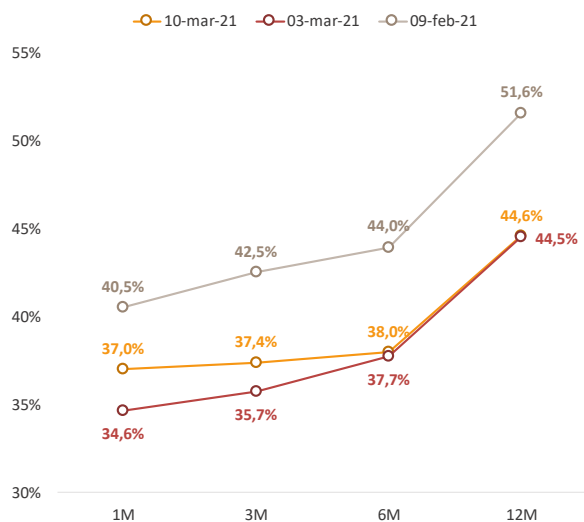
En el último mes, tanto el mercado como los analistas económicos registraron un cambio en el *view* del escenario esperado para este año. En particular, los precios de los activos arrojan un menor ritmo de depreciación y menor inflación para 2021.

Los futuros de dólar negociados en Rofex, que hasta hace un mes mostraban una tasa implícita de depreciación máxima para el mes de agosto de TNA 51,6%, hoy registran una depreciación relativamente contenida hasta septiembre (TNA 38%). Por su parte, los bonos dólar linked rendían a principios de febrero entre -4% y -5%, lo que arbitrando con los bonos en pesos a tasa fija, arrojaba una depreciación esperada levemente por debajo de 50% para fin de año. Hoy ese valor se encuentra 20 puntos porcentuales más abajo. De la misma manera, hace un mes el arbitraje entre los bonos dólar linked y los ajustables por inflación sugería una depreciación real del peso de entorno a un 2% hasta fin de año. La relación entre estos bonos, hoy arrojan una apreciación real esperada del peso de más del 7% hasta noviembre. Por último, la inflación *breakeven* se ubicaba en torno a 45% a principios de febrero, hoy está cercana al 41%.

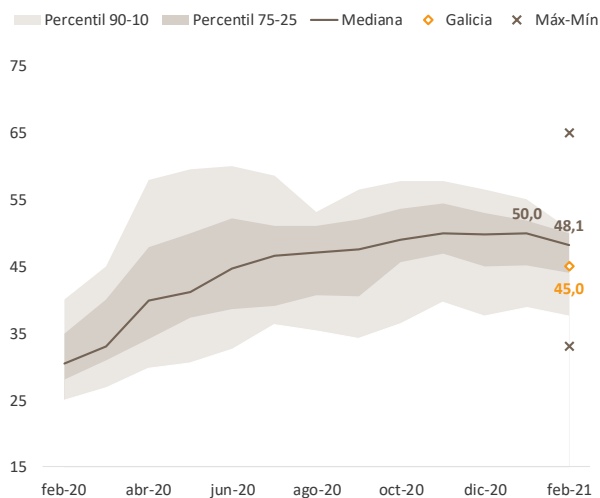
Por su parte, los analistas económicos validaron estas correcciones, lo cual se refleja en el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) que publica mensualmente el BCRA. Las proyecciones de tipo de cambio para este año aceleraron su caída en el último REM (del 26 de febrero) de ARS/USD 125 a ARS/USD 118,60. De igual manera, la inflación esperada para este año muestra una reducción a 48,1% luego de una sostenida tendencia creciente durante el último año.

Todo esto indica que el mercado en general percibe como factible el llamado Plan Aguantar, es decir llegar a las elecciones de octubre sin la necesidad de efectuar grandes ajustes en el frente externo/cambiario, lo que implicaría menos inflación y eventualmente una recuperación mayor de la actividad. Esto poco tiene que ver con las perspectivas de mediano plazo para el país, las cuales, por el contrario, se vieron deterioradas si tomamos como proxy los precios de los bonos soberanos en dólares. En el último mes pasaron de rendir en promedio, en torno a 16%, a rendir en torno a 18% (+200 pbs.). Dicha caída reflejaría que a) se incrementa la probabilidad de que el país opte por no acordar con el FMI y b) si bien la postergación de los ajustes puede traer alivio de corto plazo, esto dejaría al país en una peor situación de cara al año que viene cuando

Futuros ROFEX
Tasa de Devaluación Implícita



Inflación Anual Esperada 2021
Var. % i.a.



indefectiblemente la Argentina tendría que negociar con el Fondo Monetario Internacional.

Cabe aclarar que, 2022 no presenta la posibilidad de volver a postergar la negociación con el organismo, haciendo frente a los vencimientos en el camino, como ocurriría este año. La Argentina en 2022 tiene que hacer frente a vencimientos con el FMI por USD 20 MM, monto difícilmente financiable con subas en el precio de la soja o giros de DEG's.

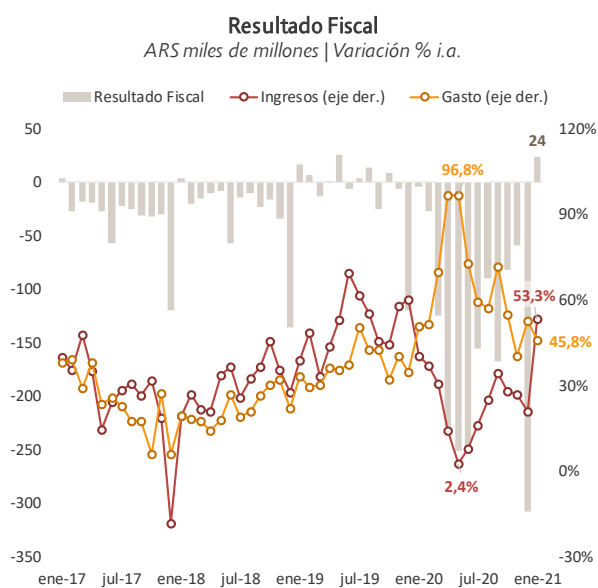
POR AHORA LA HETERODOXIA ES CAMBIARIA

Hemos repasado en informes anteriores las sucesivas señales de giro a la heterodoxia que desembocaron en la decisión de no acordar con el FMI en el corto plazo, no realizar un ajuste cambiario y llegar a las elecciones con cierta calma en la economía.

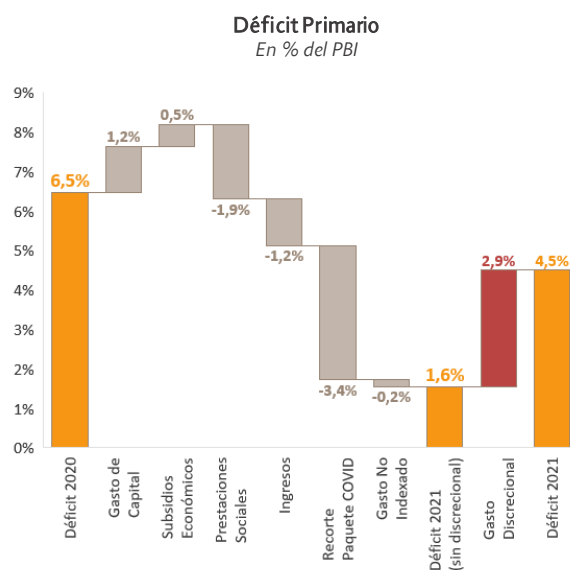
Sin embargo, vale la pena destacar que, tanto en lo fiscal como en lo monetario, parece mantenerse el matiz pragmático que se observó allá por octubre de 2020.

Enero registró un superávit primario de ARS 24 MM (el primero de la gestión AF), con ingresos (+53% i.a.) que volvieron a crecer por encima del gasto primario (+45% i.a.), lo que no ocurría desde diciembre 2019. Parte de este buen resultado estaría explicado por el ingreso extraordinario de derechos de exportación (en diciembre tuvo lugar un paro de gremios que afectó exportaciones agrarias y por lo cual se retrasaron a enero). Estos explicaron casi un tercio del incremento de los ingresos, cuando sólo pesan un 16% del total. Sin embargo, esta tendencia podría continuar en febrero. Aunque todavía sin datos fiscales oficiales, sabemos que el Tesoro obtuvo financiamiento neto en el mercado local de pesos por unos ARS 44 MM y retiró unos ARS 26 MM de su cuenta en el BCRA. Sin embargo, unos ARS 40 MM fueron utilizados para comprarle dólares al BCRA. Con todo, el Tesoro habría obtenido fondos netos, disponibles para financiar sus cuentas fiscales por un monto cercano a los ARS 30 MM. Dado que no hubo grandes movimientos en los depósitos públicos del sistema financiero, podría inferirse que el déficit del segundo mes del año no se ubicaría muy lejos de estos niveles.

Para el resto del año, todavía no está claro si el Gobierno mantendrá una dinámica moderada o apuntará finalmente al 4,5% de déficit definido en el Presupuesto. La aplicación de la nueva fórmula de ajuste para jubilados y otros subsidios



Fuente: Banco Galicia en base a Ministerio de Hacienda



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

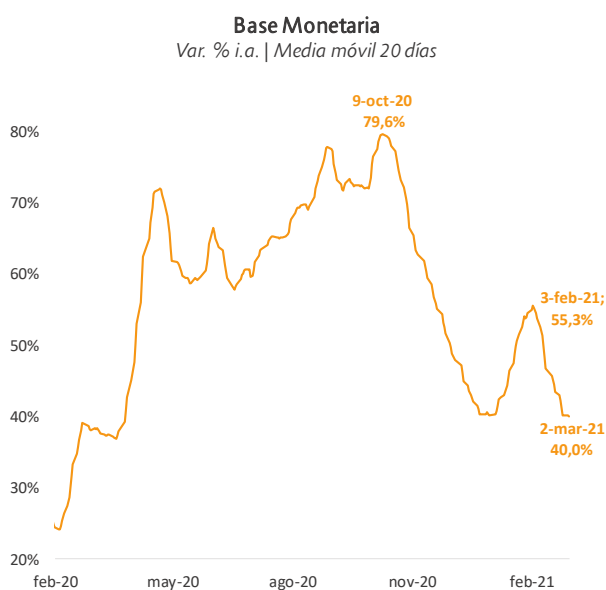
sociales le representarían al Gobierno 1,9% del PBI de ahorro con nuestro escenario de inflación del 45%. La eliminación del paquete COVID le otorgarían al Fisco otros 3,4 p.p. Y el rebote de la economía más ingresos extraordinarios como el llamado Impuesto a las Grandes Fortunas le darían ingresos de 1,2% del PBI por encima de 2020. Todo ello le permitiría al Gobierno reducir los 2 p.p. de déficit que se propone, financiar 1,2 p.p. de mayor gasto de capital, asumir un costo adicional de 0,5 p.p. no subiendo tarifas más de un 9% y adicionalmente le dejaría al Gobierno casi 3 p.p. de gasto discrecional que eventualmente podrá usar para ajustes extraordinarios a jubilados, mantener parcialmente alguna de las medidas del paquete COVID o cualquier otro gasto.

Claramente esto no será inocuo en términos monetarios. Un déficit primario de 4,5% del PBI implicaría financiamiento monetario por 2,5%. Por lo que si el gobierno decidiera alcanzar un déficit menor, de por ejemplo 3,5% del PBI, se traduciría en 1,5% de emisión del BCRA, algo aceptado públicamente por el FMI.

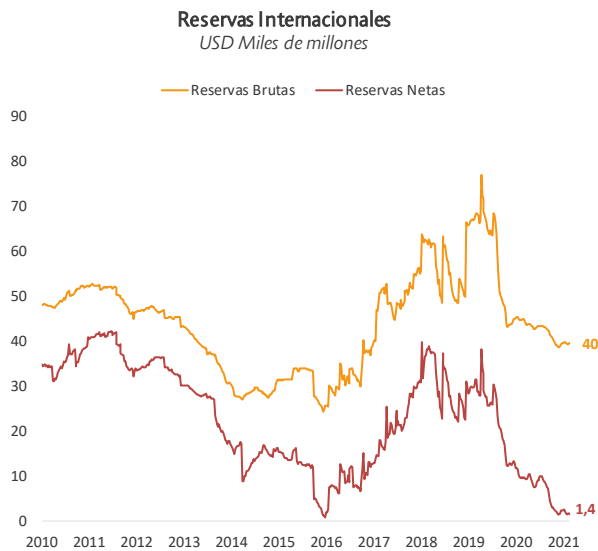
Por lo pronto, en lo que se refiere a lo inmediato, recién el pasado 5 de marzo el BCRA emitió los primeros ARS 70 MM en concepto de Adelantos Transitorios para financiar al Fisco. Por ello, la variación interanual de la base monetaria muestra desde hace un mes, un ritmo decreciente para ubicarse en los últimos días en torno al 41% i.a. Y esto se dio en un contexto en donde los pasivos remunerados pasaron de representar el 83% de las reservas al 79% entre los primeros días de enero y los primeros de marzo.

En el plano cambiario, el BCRA continúa comprando dólares en el mercado. En febrero sumó USD 633 M, tendencia que se habría acentuado en marzo, dado que en los primeros 5 días hábiles para los cuales hay datos oficiales, el BCRA sumó otros USD 662 M.

Sin embargo, los dólares comprados no se reflejan en una suba proporcional del nivel de reservas. Por el contrario, mientras que en lo que va del año el BCRA compró USD 1.452 M, las reservas brutas crecieron solo USD 412 M. Y en parte este crecimiento fue explicado por el incremento en el nivel de encajes de depósitos en dólares por USD 805 M. En este período, se usaron reservas para pagar vencimientos por casi USD 1.000 M y por otro lado se redujeron las reservas por el rubro "Otros" por unos USD 901 M, en parte explicado por la compra de bonos contra dólares realizada por el BCRA, para contener las cotizaciones financieras del dólar.



Fuente: Banco Galicia en base a BCRA



*Sin oro
Fuente: Banco Galicia en base a BCRA y estimaciones propias

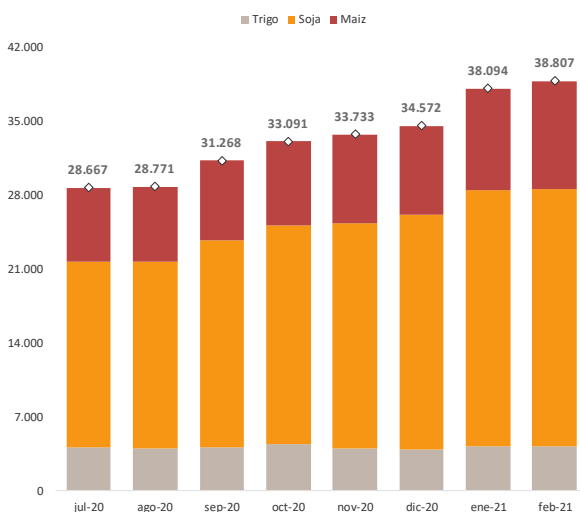
En este contexto tampoco hay dólares para las importaciones. Entre enero y octubre del año pasado, el diferencial entre las importaciones base caja vs base devengado (ambas FOB), promedió unos USD 265 M en favor de las importaciones pagadas, excluyendo el mes de junio, mes de la aplicación de la comunicación A 7030 que restringía el acceso al mercado cambiario para importaciones. Desde noviembre (cuando empezaron a endurecerse nuevamente las restricciones para las importaciones) y hasta enero (último dato disponible), este diferencial fue en promedio prácticamente nulo.

Por el lado de las exportaciones, enero registró un nivel de USD 4.912 M, el mejor enero desde 2013 (cuando la soja rondaba los USD/Tn 530). En este sentido, es esperable que en tanto se mantengan los precios de los *commodities* agrícolas en los niveles históricamente altos que se observaron en los últimos meses, se mantengan también niveles elevados en las exportaciones. Esto en combinación con la posibilidad de que ingresen USD 3,3 MM a las arcas del BCRA como consecuencia de una ampliación de DEG's a nivel global, son los pilares de la calma cambiaria esperada en los próximos meses.

Y es que incluso en un contexto de reducción en las estimaciones de cosecha (USDA redujo de 48 a 47,5 millones de toneladas, la campaña esperada de soja, al tiempo que la Bolsa de Comercio de Rosario volvió a reducir sus estimaciones, esta vez de 46 a 45 millones de toneladas), el valor de producción esperado supera en más de USD 10 MM al que se preveía a mediados del año pasado.

¿Qué habilita la entrada de dólares? Permite no negociar con el FMI y por lo tanto no iniciar una agenda de estabilización. En el corto plazo eso se traduce en la posibilidad de atrasar el tipo de cambio, y por ende utilizarlo de ancla nominal para contener precios. Esto permitiría que los salarios ganen (o pierdan menos) en la carrera nominal contra el dólar y la inflación. Además de ser políticamente redituable, permitiría un rebote del consumo que en combinación con la utilización del ahorro forzoso del año pasado y las mencionadas exportaciones, apuntalarían la recuperación de la economía

Valor Estimado Campaña 2020/2021
En USD millones



EL DÍA DESPUÉS DE MAÑANA

Habiendo dicho que el año que viene la Argentina tiene que negociar con el FMI o incurrir en un *default*: ¿qué implica llevar adelante la negociación? Posiblemente se concentre en dos frentes: el fiscal y el cambiario.

El frente fiscal es el que le asegura el FMI que el Gobierno va a generar los ingresos suficientes para hacer frente a los futuros vencimientos. Con lo cual es esperable que se exija alcanzar un superávit fiscal en el mediano plazo. De acuerdo con el FMI, el nivel de deuda con el que cuenta un determinado país determina el sendero fiscal necesario para hacer frente a la misma. Si dicho sendero fiscal es factible, la deuda es sostenible.

En este sentido vale mencionar que durante febrero, el FMI anunció una reforma en el marco conceptual para considerar la deuda relevante de un país, que en definitiva determina las exigencias fiscales para con los países en negociaciones. Este nuevo marco, más exigente dado que incluye deuda cuasifiscal y deuda de toda la administración pública (no sólo la administración central, sino que incluye empresas públicas) entraría en vigor entre los últimos meses de este año o los primeros del año que viene. Dicho de otra manera, el hecho de no cerrar la negociación con el FMI durante la primera mitad de este año podría traer aparejado el costo adicional de afrontar un nuevo marco de sostenibilidad de deuda que eventualmente podría implicar metas fiscales más exigentes para los próximos años.

Esto podría afectar la meta fiscal requerida para el 2022. Si las condiciones se mantuviesen similares a las de este año y el FMI exigiera por ejemplo, que el financiamiento monetario se ubicara como máximo en torno al 1,5% del PBI, esto sería compatible con un déficit fiscal primario del orden de 3% del PBI. Reducir 1,5% del déficit en 2022 luce mucho más difícil que los 2 p.p. de este año. El año que viene el Gobierno no contaría con ninguno de los 3 motores principales de ahorro fiscal:

1. Ya no contaría con la posibilidad de eliminar un "paquete COVID".
2. No contaría con un rebote de la actividad tal que dinamice los ingresos.
3. En un escenario de inflación estable o incluso a la baja, no contaría con el ahorro de la aplicación de la fórmula de ajuste de las prestaciones sociales.

Es cierto que contarían con la posibilidad de reducir el gasto discrecional utilizado este año. Dependerá del destino de esos fondos y de la forma de aplicación, cuan factible sea su reducción/eliminación durante el año que viene. También es cierto que existe la posibilidad que una reforma tributaria implique un incremento en los ingresos fiscales que permita financiar el gasto. En cualquier caso, asumir que durante este año no se realizan ajustes de fondo en el frente fiscal, implica

que los ajustes del año que viene deberán ser mayores. Así, si efectivamente durante este año las tarifas se incrementan un 9%, retornar en 2022 al nivel de subsidios económicos que teníamos en 2020 requerirá un incremento de tarifas del 50% en enero. Y retornar los niveles de 2019 requerirá un incremento de tarifas del 115%.

El frente cambiario parece ser el más comprometido de cara al año que viene. En este sentido, sería esperable que el FMI plantee una meta de acumulación de reservas y un esquema cambiario sostenible, lo que en otras palabras implica necesariamente una reducción de la brecha cambiaria. No está a claro qué nivel de brecha cambiaria sería tolerable, dado que la acumulación depende de múltiples factores. Remontándonos al pasado cercano, los últimos meses de 2019 y los primeros de 2020 mostraban un mercado cambiario con menos tensiones, menos restricciones y con acumulación de reservas. En ese momento la brecha promedió el 30%.

En conclusión, postergar los ajustes necesarios incrementa los costos futuros de realizarlos, lo que, a su vez, pone en duda la voluntad política para llevarlos a cabo. Pasadas las elecciones y –esperemos– la pandemia y con una muralla de vencimientos de USD 20 mil millones en 2022, los incentivos del FMI a aprobar un acuerdo “light” disminuyen. A su vez, el gobierno ha descartado la posibilidad de no llegar a un acuerdo porque eso convertiría a la Argentina en un “paria” internacional. ¿Podría cambiar esa posición luego de octubre? ¿Es ella contingente al resultado de los comicios? En este contexto y con estas incertidumbres, se desarrollarán las conversaciones que marcarán el rumbo de la economía local en los próximos años.

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.