

## ANCLA DE PAPEL

Las cuentas del sector público empezaron a ordenarse en el primer bimestre de 2021, consecuencia de la recuperación de los recursos tributarios y de un gasto primario que continúa moderándose. Este año, un recorte en el rojo de las cuentas del sector público es clave para permitir una reducción del financiamiento monetario del Banco Central al Tesoro, lo que ayudaría a contener la brecha cambiaria.

En los últimos meses, el avance del tipo de cambio oficial, combinado con las intervenciones del Banco Central en el mercado de bonos, han permitido que la brecha cambiaria se reduzca desde los máximos de octubre pasado y se mantenga relativamente estable. Sin embargo, con el propósito de lograr una desaceleración de la inflación, la entidad monetaria viene reduciendo el ritmo de depreciación del peso, en un intento de que un *crawling peg* más moderado logre quitarle presión al avance de los precios, aunque con poco éxito por ahora.

La existencia de controles cambiarios y de restricciones a las importaciones lleva a que los importadores comiencen a tomar como referencia los tipos de cambio paralelos, cuya cotización es hoy alrededor de 65% más elevada que el cambio oficial. Esto está produciendo "filtraciones" en los precios mayoristas que alimentan la inflación, pese al freno del ritmo de depreciación y a los aumentos acotados de los precios regulados.

Este año, el Banco Central podría seguir comprando divisas en el mercado gracias a un saldo comercial positivo. A pesar de que la brecha cambiaria desincentiva parte de los cobros a las exportaciones, la recuperación de los precios de los *commodities* internacionales permitirá que las ventas al exterior se incrementen respecto del año pasado. Las importaciones también crecerían, acompañando el rebote de la actividad económica. No obstante, las restricciones a las importaciones podrían poner un techo a dicha recuperación.

¿En qué se utilizarán los dólares del saldo comercial? El foco del Banco Central no parece estar puesto en acumular Reservas durante este año. Por el contrario, esperamos que se mantenga la intervención en el mercado de bonos para contener la brecha cambiaria. Hacia adelante, creemos que el Gobierno contará con los dólares para, adicionalmente, moderar las restricciones comerciales. Esto reforzaría la potencia del ancla nominal, al tiempo que dinamizaría la actividad económica, objetivos claros de un Gobierno que entró definitivamente en modo electoral.

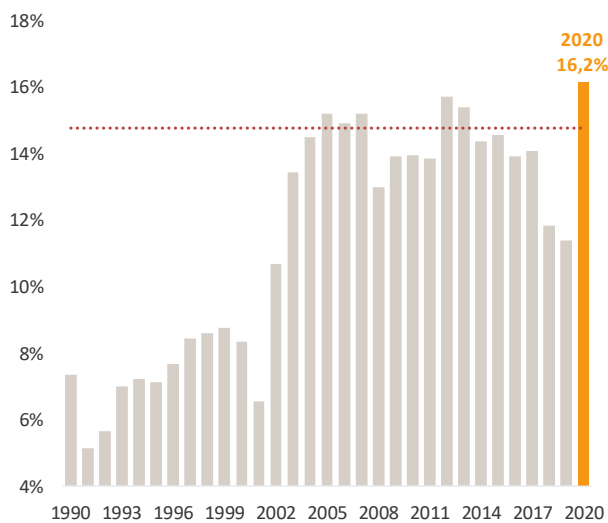
## ANCLA DE PAPEL

Las cuentas del sector público empiezan a ordenarse en el primer bimestre de 2021, el cual registró un superávit de ARS 5.316 M (0,01% del PBI), producto del resultado positivo de enero (ARS 24.074 M). Este superávit se alcanzó en parte gracias a una moderación en el gasto, en gran medida porque las transferencias directas que se habían efectuado durante 2020 (bajo la forma del Ingreso Familiar de Emergencia y del pago de salarios dentro del Programa de Asistencia al Trabajo y la Producción) cesaron a fines del año pasado. Otra razón detrás del equilibrio de las cuentas fiscales es la fuerte recuperación exhibida por los ingresos, especialmente en el caso de los recursos tributarios, que crecieron 55,3% y 55,8% interanual en enero y febrero, respectivamente, superando ampliamente a la inflación del período. Más aun, el dato de recaudación de marzo mostró una expansión de 72,2% respecto del mismo mes del año pasado, donde la baja base de comparación explicó una parte de la aceleración, pero donde también jugó a favor la recuperación de los Derechos de Exportación, que se dio de la mano de la suba de los precios internacionales de los *commodities* agrícolas.

Hacia adelante, teniendo en cuenta que la base de comparación será incluso más baja, todo indica que los recursos tributarios continuarán mostrando un excelente desempeño, supeditado a que los precios de los productos de exportación se mantengan en niveles similares a los actuales y que el rebote económico no se frene. Si bien esperamos que las cuentas fiscales vuelvan a mostrar un rojo primario (el superávit de enero habría sido la excepción, mas no la regla), éste sería menor al 6,5% del año pasado. En qué magnitud dependerá de si en 2021 se vuelven a otorgar transferencias directas similares a las del 2020 o si el Gobierno decide adoptar una política fiscal algo más moderada.

Una mejora en las cuentas del sector público es clave para reducir la dominancia fiscal, aquella que llevó a que en el 2020 se emitieran pesos equivalentes a 7,5% del PBI para cubrir el agujero fiscal y que llevó a que el M2 privado cerrara en 16,2% del PBI (1,4 puntos más que en el promedio del cepo 2011-2015). De hecho, en lo que va del año ya se está viendo una moderación en el crecimiento de los agregados monetarios. Si bien en marzo pasado el Banco Central giró ARS 135.000 M al Tesoro en concepto de Adelantos Transitorios, la Base Monetaria promedio aumentó 31,4% en términos interanuales, mientras que el M2 privado lo hizo en 40,5%. En ambos casos, se trató de incrementos que no sólo son inferiores a la inflación

**M2 Privado**  
En % del PBI



Fuente: Banco Galicia en base a BCRA e INDEC

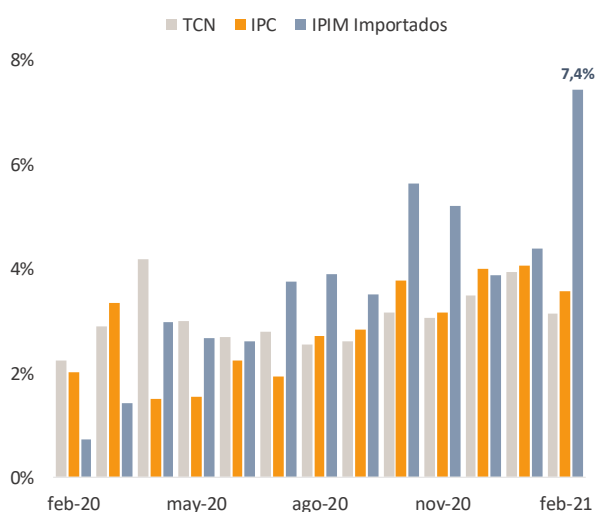
(estimada en alrededor de 41,7% interanual para marzo), si no que implican una desaceleración respecto del ritmo de crecimiento mostrado en meses previos.

Dada la relación directa que existe entre los pasivos monetarios y la brecha cambiaria, la moderación en el ritmo de crecimiento de los primeros implica una menor presión sobre la segunda. Esto se conjuga además con un tipo de cambio oficial que avanza (de manera cada vez más lenta), mientras que en las últimas semanas las cotizaciones financieras se han estabilizado gracias a las intervenciones del Banco Central. Por caso, en el último mes y medio, el tipo de cambio oficial subió 2,8%, mientras que el contado con liquidación (CCL) trepó sólo 0,8%. El objetivo de la entidad monetaria detrás de esta política cambiaria parece ser el de utilizar al tipo de cambio como ancla nominal, con un *crawling peg* cada vez más moderado con el propósito de que la inflación también se desacelere. En este sentido, la tasa de devaluación semanal anualizada (TNA), que a principios de marzo rondaba el 38% (ya de por sí una moderación respecto del 49% con el que había arrancado el año), para fines de ese mes se ubicaba en alrededor de 18%.

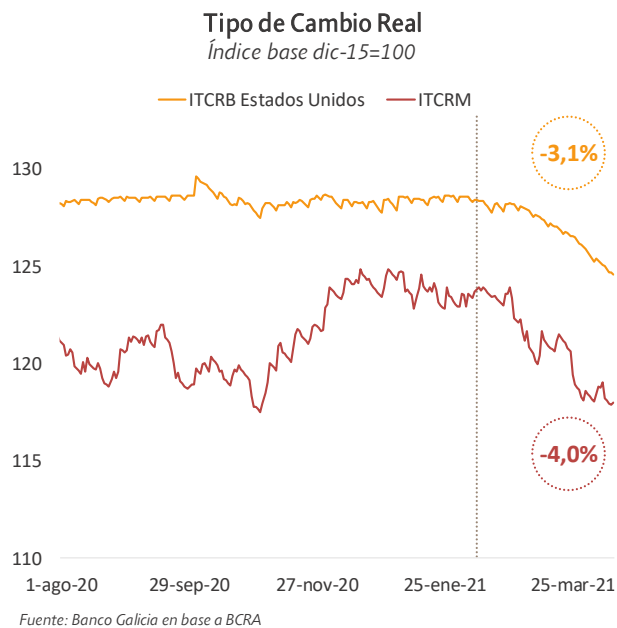
A pesar de los esfuerzos del Banco Central, la inflación continúa mostrando presiones al alza, con un marzo que habría cerrado por encima del 4% mensual (el dato oficial se publica el jueves 15 de abril). Esto se debe a que la escasez de divisas ha hecho que el ancla nominal cambiaria pierda parte de su potencia. Al no contar con suficientes dólares para satisfacer la demanda, el año pasado el Banco Central decidió restringir todavía más el acceso al Mercado de Cambios para los ahorristas, los inversores y los importadores. Ante las dificultades para hacerse de dólares en el mercado oficial, estos últimos comienzan a tomar como referencia el CCL, cuya cotización es alrededor de 70% más elevada (promedio de lo que va del año) que la del tipo de cambio oficial.

Los precios mayoristas de los Productos Importados dan cuenta de este fenómeno. Entre septiembre y febrero, éstos se han encarecido 29,4%. En el mismo período, el Índice de Precios al Consumidor aumentó sólo 20%, contenido particularmente por la suba de sólo 13,0% por parte de los precios regulados, mientras que el tipo de cambio oficial lo hizo en 17,9%. Aunque los controles impuestos sobre los precios minoristas (tarifas congeladas, programas de precios máximos, entre otros) evitan que la suba de los precios mayoristas se traslade de manera plena, esto no habla de la efectividad del ancla cambiaria, sino que sólo implica una acumulación de desequilibrios macro con los que habrá que lidiar tarde o temprano. El efecto ya empieza

IPC, IPIM Importados y TCN  
Var. % mensual



Fuente: Banco Galicia en base a INDEC y BCRA



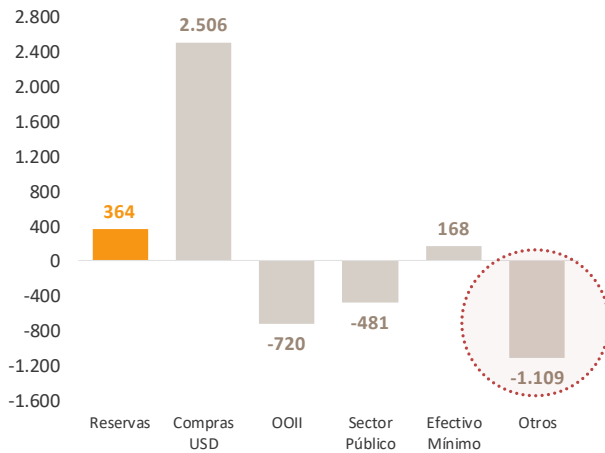
a verse: entre principios de febrero y mediados de abril, el tipo de cambio real multilateral se ha apreciado 4,0%, mientras que el bilateral contra el dólar lo ha hecho en 3,1%. Claramente, se ha abandonado el objetivo de tipo de cambio real estable planteado a principios de octubre 2020, en pos de contener la inflación y de mejorar las chances electorales.

Con un ancla nominal todavía débil y la conocida escasez de Reservas que posee el Banco Central, la pregunta crítica es ¿hasta cuándo puede mantenerse esta *pax cambiaria*? Pregunta que tiene implícita una segunda interrogante: ¿es sostenible esta situación hasta las elecciones? Para responderla es necesario analizar la principal fuente de divisas genuinas con que cuenta el país: el saldo comercial.

Actualmente, las exportaciones se están viendo favorecidas por los mayores precios internacionales de los *commodities*, lo cual implica un ingreso adicional de dólares para las arcas del Banco Central. Es importante recordar que la brecha cambiaria desincentiva los cobros de las exportaciones, que deberán ser liquidados al tipo de cambio oficial. De acuerdo con nuestros cálculos, cada 10 puntos porcentuales de brecha los cobros de exportaciones caen en aproximadamente USD 1.150 M por mes. Con una brecha del 70% promedio durante 2021, esto equivaldría a alrededor de USD 8.200 M que no ingresarían al mercado cambiario oficial durante este año. Pero aún con este efecto nocivo por parte de la brecha, prevemos que entre abril y octubre ingresen unos USD 30.700 M vía el cobro de exportaciones, un incremento de alrededor de 5,4% respecto de igual período de 2020 (en el cual, coincidentemente, la brecha promedio había sido similar a la actual).

¿Cuántos de estos dólares pueden llegar a ser demandados por el sector importador y cuántos “sobrarán”? Históricamente, por cada punto de crecimiento de la economía argentina, las importaciones se incrementan 3,5 veces más. Dado que actualmente existen restricciones operativas sobre las compras de productos al exterior, asumimos para este año una elasticidad importaciones a PBI algo menor a la histórica. A su vez, asumimos que el Banco Central habilitará al sector importador una fracción inferior al 100% de las divisas necesarias para pagar a sus proveedores, en vista de que la entidad monetaria viene buscando contener la demanda de divisas que la brecha cambiaria exacerba de manera artificial al incentivar los pagos anticipados y al contado. Bajo un supuesto de elasticidad de importaciones a PBI de 2,8 y un ratio de pago de importaciones a compras al exterior del 95%, estimamos que entre abril y octubre los pagos de importaciones demandarán

**Factores de Variación de Reservas**  
En USD Millones | Acum. 2021



Fuente: Banco Galicia en base a BCRA

unos USD 27.800 M. De este modo, el Banco Central podría adquirir divisas por USD 2.900 M provenientes del saldo comercial.

¿Qué fin tendrían estas divisas excedentes? Hoy en día el foco del Central no parece estar puesto en acumular reservas, sino más bien en controlar las cotizaciones paralelas para que la brecha cambiaria se mantenga en niveles acotados, conteniendo así las presiones sobre el mercado cambiario y reduciendo el efecto inflacionario de las "filtraciones" del CCL en los precios, mencionado anteriormente. Entonces, esperamos que en los próximos meses el Banco Central utilice el saldo comercial para continuar interviniendo en el mercado de bonos como viene haciendo hasta ahora (esterilizando, al mismo tiempo, parte de la emisión de pesos).

Los dólares generados por el saldo comercial alcanzarían para que el Banco Central siga operando en el mercado al ritmo al que lo viene haciendo hasta ahora e incluso por encima del mismo. En los primeros meses del 2021, la entidad monetaria habría utilizado alrededor de USD 500 M para influir en las cotizaciones del mercado de valores (unos USD 7,5 M por día). El saldo comercial calculado permitiría continuar haciéndolo a un ritmo de USD 20 M diarios desde ahora y hasta las elecciones, lo cual implicaría casi triplicar el monto de intervención en el mercado de bonos. Para tener en cuenta, los vencimientos de títulos en pesos de los principales tenedores internacionales suman unos USD 1,2 M hasta octubre. Es decir, que aun atendiendo esa potencial demanda sobre el CCL, el BCRA tendría margen de acción, siempre y cuando, la emisión asociada al financiamiento del déficit del Tesoro se mantenga bajo control.

No obstante lo mencionado previamente, creemos que es factible que no todo el saldo se destine a comprar y vender bonos para "planchar" los tipos de cambio paralelos, sino que parte del mismo podría ser utilizado para suavizar marginalmente las restricciones que afectan actualmente al sector importador. Si el Banco Central autorizara mayores compras de divisas, esto repercutiría positivamente sobre la recuperación de la actividad económica, ya que las trabas a las importaciones funcionan como un techo al rebote económico. Además, se incrementaría el poder del ancla cambiaria sobre las presiones inflacionarias. Ambos son objetivos deseables para un gobierno que entró definitivamente en modo electoral.

**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**

**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.*