

## UN VIENTO QUE DA AIRE

El contexto internacional se alinea en favor de nuestro país con el precio de la soja superando los 600 USD/Tn y con la apreciación del 8% del BRL durante el último mes. Estas condiciones le permiten al BCRA seguir comprando divisas en el mercado. De ellas, sólo una parte se traducen en incrementos de reservas mientras que el resto se destinan al pago de vencimientos con organismos y adicionalmente a la intervención del mercado de bonos para contener las cotizaciones financieras del tipo de cambio. Las últimas semanas demostraron que la aceleración de dichas cotizaciones condujo al BCRA a incrementar su participación en ese mercado.

A pesar de la cierta moderación fiscal observada durante el 1T21, se empiezan a acumular los anuncios de gastos direccionados a contener los impactos de la pandemia, los cuales suman al momento 0,65% del PBI y es esperable que se expandan a medida que nos acercamos al invierno y a las elecciones. El aporte Solidario y los ingresos extraordinarios derivados del incremento del precio de *commodities* suman 1% del PBI. Junto a ellos, la aplicación de la fórmula de ajuste de las jubilaciones y la ayuda del ciclo económico, le dan todavía al Gobierno un significativo margen de discrecionalidad.

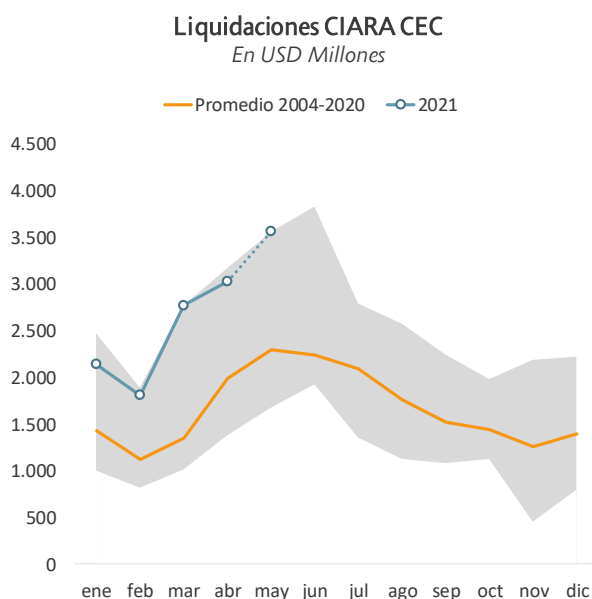
El próximo 30/5 vencen USD 2.476 M entre capital e intereses con el Club de París. El pago de dicho vencimiento implicaría el uso del 40% del total de reservas netas del BCRA. Más allá del contexto actual, es esperable que una vez pasada la temporada alta de la liquidación de la cosecha de soja (a partir de agosto), se reduzcan las compras de dólares del BCRA en el mercado y se intensifique la intervención en el mercado de bonos para contener la brecha. Es por esto que el nivel de reservas volverá a ser de vital importancia en el período pre electoral. En consecuencia, creemos que luce lejana la posibilidad de que el Gobierno afronte la totalidad del vencimiento del 30/5 y, por el contrario, entendemos que las alternativas son que finalmente el Club de París acepte un acuerdo "puente" hasta que la Argentina acuerde con el FMI o que se decida directamente incumplir con el pago. Esta última opción implicaría un costo adicional de USD 2.200 M para nuestro país. En este sentido cobra especial relevancia la gira que por estos días están llevando a cabo el Presidente y el Ministro de Economía por Europa.

## PRECIOS DE COMMODITIES INCLINAN LA CANCHA

En el último mes, la dinámica del contexto internacional presentó un panorama alentador para el escenario local. En primer lugar, los precios de los *commodities* agrícolas continuaron en una racha ascendente, manteniéndose en niveles históricamente altos. Esto se debe por un lado a la recuperación de China como principal motor de la demanda, y algunos problemas climáticos principalmente en EE.UU. por el lado de la oferta. En particular, en el día de ayer, la soja superó los USD/Tn 600, niveles que se acercan a los mejores registros desde 2012, cuando había alcanzado los USD/Tn 620.

En paralelo, el Banco Central de Brasil (BCB) adoptó los primeros días de mayo el segundo incremento en su tasa de referencia, elevando la Selic a niveles de 3,50% desde 2,75%, luego de darse a conocer niveles inflacionarios por encima de las metas establecidas. El primer aumento había sido en marzo, llevando la tasa de interés a 2,75% desde 2,0%. De este modo, se consolida un proceso de apreciación de su moneda (en la última semana el BRL se apreció 2,5% y en el último mes, un 8%), lo que significa una mejora de competitividad para nuestro país.

En este contexto, la liquidación de la cosecha de soja viene mostrando un dinamismo extraordinario, alcanzando máximos de casi una década. De acuerdo con CIARA-CEC, en abril el sector industrial oleaginoso liquidó USD 3.031 M, cifra que se ubicó casi 50% por encima del promedio de abril de los últimos veinte años. El dato de abril 2021 estuvo sólo entre 0,5% y 4,5% por debajo de los picos de 2013 y 2014, respectivamente. A esto se le suma el dato de marzo, en el que las liquidaciones provenientes de la soja y sus derivados habían alcanzado los USD 2.774 M, más que duplicando el promedio observado para dicho mes entre 2004-2020.



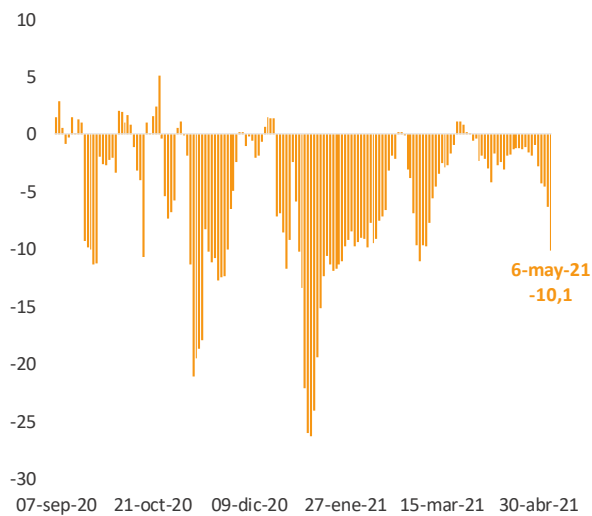
Fuente: Banco Galicia en base a CIARA-CEC y estimaciones propias

Dados los controles cambiarios, el ingreso de agrodólares redunda en mayores compras de divisas al sector privado por parte del Banco Central, aunque estas no se traducen enteramente en un incremento de las Reservas Internacionales. En abril, la entidad monetaria compró USD 1.373 M al sector privado, pero las Reservas aumentaron solamente USD 669 M. En el caso de marzo, la situación había sido aún más dispar: las compras de divisas al sector privado habían ascendido a USD 1.476 M, pero las Reservas sólo habían crecido USD 75 M.

¿Para qué se usan entonces los dólares provenientes del sector agropecuario, si no es para engrosar el *stock* de Reservas del Central? Como se mencionó en informes anteriores, la entidad monetaria viene llevando a cabo operaciones en el mercado de

## Intervenciones BCRA en Mercado de Valores\*

En USD Millones (@CCL)



Fuente: Banco Galicia en base a BCRA y estimaciones propias

\*Otros de Factores de Expansión de la Base Monetaria - Mark-to-Market Futuros BCRA

bonos desde que se finalizara la reestructuración de la deuda en septiembre del año pasado. De la diferencia entre el Balance Cambiario y las operaciones en el Mercado de Cambios surge que, entre septiembre 2020 y marzo 2021 (último dato disponible), el Banco Central habría utilizado USD 820 M para intervenir en el mercado de bonos, vendiendo títulos contra pesos y luego recomprándolos, utilizando parte de las Reservas Internacionales. De acuerdo con nuestras estimaciones, las intervenciones en el mercado de bonos habrían sumado unos USD 50 M en abril y acumularían poco más de USD 20 M en los primeros días de mayo. Llama la atención que en las últimas cinco ruedas (dato disponible al 6 de mayo), las intervenciones del Banco Central habrían promediado los USD 10 M diarios, quintuplicándose respecto de las intervenciones de los últimos dos meses (USD 2 M promedio diario). Las crecientes intervenciones coinciden con la mayor volatilidad de las cotizaciones paralelas, que en los últimos días de abril y primeros días de mayo habían aumentado su ritmo de avance.

Los dólares acumulados por el Banco Central también podrían estar utilizándose para abrir marginalmente las importaciones. En marzo, el ratio entre pagos de importaciones y compras al exterior fue de 0,89, moderándose respecto del 0,93 de febrero y alcanzando su menor nivel desde junio del año pasado. No obstante, a diferencia de otros meses en los que las trabas del Central hacían que esta proporción cayera, en este caso no sería tanto producto de mayores restricciones en el acceso a las divisas para los importadores sino más bien a que el *boom* de compras de marzo superó incluso el aumento de los pagos. Por caso, las importaciones en base devengado crecieron 68,7% en marzo respecto de igual mes de 2020, acumulando una expansión de 30,3% interanual en el primer trimestre. Por su parte, los pagos de importaciones se aceleraron respecto del mes previo y se expandieron 48,6% interanual en marzo, apuntaladas por los pagos al contado (+167,8%) y los pagos diferidos (+33,4%).

A pesar del favorable contexto internacional, que le permite al BCRA reducir el ritmo de depreciación del tipo de cambio oficial, observamos cierta presión alcista sobre los futuros de tipo de cambio, que contrastan con expectativas de analistas que se han revisado a la baja. Según el último REM, en los próximos meses el tipo de cambio oficial avanzaría a una tasa interanual implícita del 36%. No obstante, la tasa de variación implícita en los contratos de ROFEX de principios de mes daba cuenta de una aceleración en el ritmo de avance del tipo de cambio. Tomando octubre como referencia, en los primeros días de mayo podía observarse una diferencia de ARS/USD 8,0:

el REM de abril prevé un tipo de cambio oficial en ARS/USD 105,7 para dicho mes, mientras que el ROFEX lo ubicaba en ARS/USD 113,7. Parte de esta divergencia fue corregida en los últimos días, con una caída del 1% en promedio de los precios de los contratos de los próximos meses.

## SEGUNDA OLA DE GASTO

En el frente fiscal, el primer trimestre del año arrojó resultados que constituyen una mejora respecto del 2020. El rojo primario, que en los primeros tres meses del 2020 había ascendido a 0,58% del PBI, entre enero y marzo de este año se moderó a 0,16%. Vale tener en cuenta que estamos comparando contra un período en el que el coronavirus no había prácticamente llegado a la región, por lo que la recaudación aún no se había visto comprometida por la paralización económica ni el gasto se había incrementado de la mano de las políticas de asistencia. En otras palabras, la mejora de los próximos meses será todavía más patente, dado que empezaremos a comparar con lo peor de 2020.

Sin embargo, empieza a notarse cierta tendencia por parte del Gobierno a incrementar el gasto discrecional, especialmente desde que se volvieron a implementar medidas de restricción a la circulación en el AMBA. Ya en febrero se había anunciado un bono de suma fija de ARS 1.500 durante abril y mayo para los jubilados que cobran menos de ARS 30.856 por mes (llevando la jubilación mínima de ARS 20.571 a ARS 22.071) y para los beneficiarios de pensiones no contributivas y de la Prestación Universal para el Adulto Mayor. La suma extraordinaria está destinada a alrededor del 70% del universo de casi 7 millones de jubilados y pensionados, con un costo fiscal de 0,03% del PBI. A ello se le sumó, a mediados de abril, el anuncio de un bono de ARS 6.500 para el personal de la salud (alrededor de 740.000 personas) en los meses de abril, mayo y junio, cuyo costo asciende a 0,03% del PBI.

A su vez, los beneficiarios de la Asignación Universal por Hijo o de la Asignación Universal por Embarazo y los monotributistas de las categorías A y B recibieron un bono de ARS 15.000 en abril, sumando 0,04 puntos del PBI al gasto discrecional (ARS 13.900 M). También se anunció, a principios de mayo, la ampliación del universo de beneficiarios de la Tarjeta Alimentar, de 1,5 a 1,9 millones de familias. Hasta abril, recibían la Tarjeta Alimentar solamente aquellas familias beneficiarias de una Asignación Universal con niños menores de seis años; a partir de mayo, el límite de edad serán los catorce años. Además, se incrementó el monto mensual de la Tarjeta a ARS 6.000 para

### Beneficios Anunciados por el Gobierno

En ARS | En % del PBI

Beneficio	Monto Mensual	Costo Total	
	En ARS	ARS M	En % del PBI
Bono Jubilados	1.500	14.400	0,03%
Bono Personal Salud	6.500	14.430	0,03%
Bono AUH + Monotributo	15.000	13.900	0,03%
Ampliación Tarjeta Alimentar	6.000-12.000	130.000	0,31%
Ampliación Repro II	9.000-18.000	33.600	0,08%
<b>TOTAL</b>		<b>206.330</b>	<b>0,49%</b>

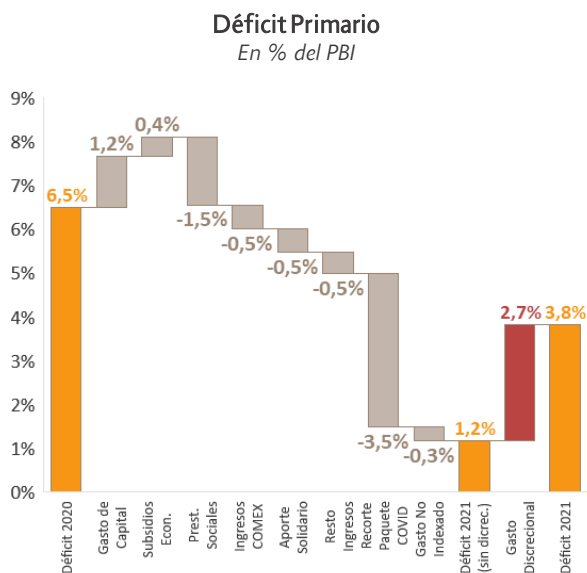
Fuente: Banco Galicia en base a Oficina de Presupuesto del Congreso, Ministerio de Trabajo y Ministerio de Desarrollo Social

familias con un hijo, a ARS 9.000 para aquellas con dos hijos y a ARS 12.000 en el caso de que haya tres hijos o más. Se estima que el costo mensual de la medida será de ARS 30.000 M y, como consecuencia, el presupuesto del programa se duplicó, pasando de ARS 120.000 M a ARS 250.000 M (un costo adicional de 0,3% del PBI).

A su vez, a fines de abril el Gobierno relanzó el Programa de Recuperación Productiva (REPRO II), que brinda asistencia a empresas para pagar salarios. La ayuda ascenderá a ARS 9.000, ARS 12.000 o ARS 18.000 por empleado y por mes, dependiendo del tipo de empresa solicitante (sectores afectados no críticos, sectores críticos y salud, respectivamente). El costo del REPRO II se incrementará en alrededor de ARS 1.600 M por mes, que se suman a los ARS 4.000 M que ya demandaba este programa, por lo que su peso pasaría de 0,01% a 0,013% del PBI por mes. De extenderse hasta la llegada de la primavera, esto implicaría una presión de 0,8 puntos sobre las cuentas fiscales.

Así, las medidas implementadas en los últimos meses, sumadas al paquete COVID-19 ejecutado durante el primer trimestre del año, ya ascienden a alrededor de 0,65% del PBI, y todavía queda más de la mitad del año por delante. Es esperable que en los próximos meses se sumen más anuncios, teniendo en cuenta no solamente la llegada del invierno y su efecto potencial sobre el incremento de los contagios (lo cual implicaría una prolongación de las restricciones, y posiblemente una intensificación y extensión geográfica de las mismas), sino también la proximidad de las elecciones de medio término.

La gran preocupación es que el gasto público vuelva a aumentar de tal manera que el objetivo fiscal de este año se vea comprometido. No obstante, el gobierno tiene margen para cumplirlo, teniendo en cuenta el crecimiento esperado de la recaudación (en línea con un rebote económico del orden del 6,5% anual, tras el desplome de 9,9% de 2020) y los ingresos extraordinarios, que resultan en parte de una mayor presión tributaria y en parte del factor "suerte". Por un lado, este año están los ARS 223.000 M provenientes del Aporte Solidario, equivalentes a 0,5 puntos del PBI. Por el otro, los recursos provenientes de los Derechos Sobre el Comercio Exterior aumentarán su participación en otros 0,5 puntos del producto gracias al aumento de los precios de los *commodities* agrícolas. En el caso de que las retenciones sobre los derivados de la soja volvieran a ubicarse en 33% (como prevé la Ley 27.541), el aporte podría llegar a ser de 0,6 puntos.



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

De este modo, aun con subsidios económicos crecientes (la contracara de las tarifas congeladas o con incrementos escuetos), un incremento en el gasto de capital (según se desprende de la Ley de Presupuesto 2021) y un paquete discrecional importante, la licuación del gasto en prestaciones sociales que resulta de la nueva fórmula de ajuste de jubilaciones, el aumento en los recursos tributarios y la suba de la recaudación asociada al comercio exterior, el déficit fiscal primario podría incluso ubicarse por debajo del 4,5% estimado en el Presupuesto. Los anuncios de mayor gasto recién comienzan, pero hay margen para financiarlos: si el paquete discrecional se ubicara en 2,7% (más de cuatro veces lo comprometido hasta ahora), el déficit primario cerraría en 3,8%. El paquete de estímulo tendría que ser similar al del año pasado para llegar al 4,5% del Presupuesto, lo cual podría financiarse en gran parte con emisión (mediante el uso de las utilidades del ejercicio 2020 y de Adelantos Transitorios) y, en menor medida, con la colocación de deuda en el mercado local. Sin embargo, esto podría agregar presiones sobre los tipos de cambios paralelos y la inflación y dificultaría las negociaciones por un nuevo acuerdo con el FMI.

## CLUB DE PARÍS

El próximo 30 de mayo vence el último pago al Club de París, correspondiente a la reestructuración llevada a cabo en 2014, consecuencia del *default* de 2001. El vencimiento, de acuerdo a datos del Ministerio de Economía, es de USD 2.240 M en concepto de capital y de USD 236 M por intereses, alcanzando un total de USD 2.476 M. Los acreedores son principalmente agencias gubernamentales de países desarrollados. En la composición de la deuda que mantiene nuestro país, se destacan Alemania y Japón quienes ostentan el 35% y el 24% del total respectivamente. Participaciones menores les corresponden a países como Holanda, España, EE.UU., y Suiza entre otros.

Con el nivel de reservas netas actual, ubicadas en torno a USD 6.500 M, el pago al Club de París representa la utilización del 40% de las mismas. En el contexto actual, solo la mitad de las compras de dólares que realiza el BCRA se acumulan en reservas, dado que parte de las mismas se utilizan para pagos de deuda a organismos y para contener los tipos de cambio financieros. Es esperable que una vez terminada la temporada alta de liquidación de la cosecha gruesa (a partir de agosto), las compras se reduzcan y la intervención en el mercado de bonos



deba intensificarse. Es por esto que el nivel de reservas volverá a ser de vital importancia en el período pre electoral.

En este marco es que creemos lejana la posibilidad de que finalmente el Gobierno haga frente al pago por la totalidad del vencimiento, y en este sentido se abren dos alternativas:

1. El Club de París acepta el pedido del Gobierno Nacional de implementar un tipo de acuerdo “puente” hasta tanto no se resuelva la negociación que mantiene con el Fondo Monetario Internacional, pudiendo eventualmente acordar algún pago a cuenta.
2. El incumplimiento del vencimiento del 30 de mayo, el cual implicaría caer en un nuevo *default* con el organismo a partir del 30 de julio, dados los 60 días de gracia estipulados.

La decisión de incumplir con el Club de París le permitiría al acreedor declarar el default, lo que implicaría la aplicación de intereses punitivos sobre los saldos residuales desde 2014 a esta parte, lo que se traduce en unos USD 2.200 M adicionales al vencimiento ya mencionado de USD 2.476 M. Así, la nueva deuda a reestructurar ascendería a algo menos de USD 5.000 M.

En este sentido, cobra especial relevancia la gira por Europa del Presidente y del Ministro de Economía que por estos días está teniendo lugar. Sin embargo, dada su importancia relativa, llama la atención la no inclusión del país germano en el itinerario, aunque en las últimas horas cobró fuerza la versión de que habría un contacto por videollamada. En cualquier caso, estas negociaciones serán vitales para intentar alcanzar el mencionado acuerdo puente que le permitan a nuestro país postergar el uso de USD 2.500 y eliminar el costo eventual de otros USD 2.200.

## 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.*