

SEGUNDA OLA

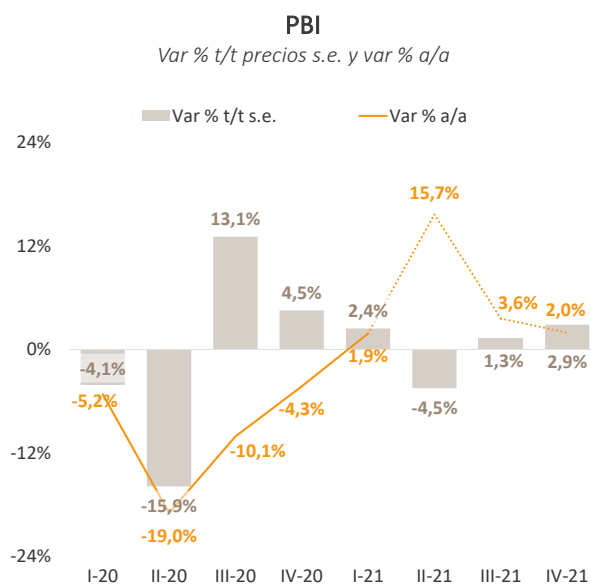
Luego de nueve meses de recuperación posterior a la caída de la actividad producto de la pandemia en 2020, nuevas restricciones a la movilidad afectarían el crecimiento de la economía en 2021. En base a los datos conocidos de movilidad y a proyecciones respecto del escenario sanitario, el cual determinará la aplicación de medidas adicionales, redujimos nuestro escenario de crecimiento a 5,7% para todo el año.

El primer cuatrimestre registra una mejora respecto del 2020 en las cuentas fiscales. La anómala base de comparación arroja fuertes incrementos en los ingresos y caídas reales en el gasto. La comparación con 2019 en términos reales excluye el "efecto pandemia" y muestra un crecimiento real del gasto mayor al 5% e ingresos prácticamente estables (incluso con una mayor presión tributaria).

Con todo, esperamos una reducción del déficit fiscal este año que igualmente le deja gasto discrecional al Gobierno por 2,5 p.p. del producto. Habiendo comprometido 1,2 en anuncios recientes, son esperables nuevos anuncios por al menos 1,3 puntos más. En la medida que utilicen el Aporte Solidario, los DEG o incrementen el déficit (que estimamos en 3,8% del PBI), este número podría elevarse.

Un escenario con menos actividad, más déficit y más emisión le pone presión adicional a la brecha cambiaria, la cual mantiene una tendencia creciente desde abril. El BCRA intensificó en las últimas ruedas su intervención en el mercado de bonos marcando el ritmo de depreciación. Esto es consistente con una volatilidad que se ubica bien por debajo del promedio histórico. Si bien las liquidaciones del sector agro exportador dejaron atrás su pico del año, el BCRA se mantiene comprador en el mercado. En este marco es esperable que la depreciación del tipo de cambio oficial se mantenga relativamente baja, con el fin de contener la evolución de los precios.

Las estimaciones privadas de inflación para mayo arrojan valores entre 3,3% y 4,2%. Estos números incorporarían una inflación núcleo que habría reducido su ritmo en torno a 1 p.p. respecto de abril y que estaría explicada al menos en parte por la desaceleración del ritmo de depreciación. Hacia adelante, con un tipo de cambio que seguiría actuando de ancla nominal y una reducción de los ajustes de precios regulados, estimamos una reducción de la inflación mensual a niveles en torno al 3%, consistente con nuestra proyección de inflación del 48% para todo el año.



Fuente: Banco Galicia en base a INDEC y estimaciones propias

RECALIBRANDO EL 2021

Luego de nueve meses de crecimiento ininterrumpido, la recuperación económica se vio suspendida nuevamente por el avance de la pandemia.

La segunda ola de contagios y las restricciones a la movilidad anunciadas el 9 de abril, afectaron el funcionamiento de actividades, retrayendo el avance sostenido desde mayo y reduciendo las expectativas de recuperación de la actividad para 2021. En este sentido, el Relevamiento de Expectativas de Mercado que publica el Banco Central reportó proyecciones de recuperación anual de la actividad de 6% en la encuesta de mayo, mientras que las proyecciones de abril anunciaban un rebote esperado de 6,4%.

A partir de las nuevas restricciones, de acuerdo a los informes de Tendencia de Movilidad de Apple, la circulación se redujo en abril un 22,8% respecto de febrero de 2021, al tiempo que en mayo lo hizo en un 32,7% respecto de igual período, en un mes que registró un confinamiento parcial las primeras tres semanas, seguido por un confinamiento estricto durante los últimos 10 días. Comenzado junio, las medidas anunciadas disponen volver a restricciones parciales los días hábiles, en tanto los fines de semana el confinamiento debe ser estricto. Como resultado, es esperable que junio registre al igual que los últimos meses, niveles de circulación por debajo de los de febrero.

A partir del impacto que las últimas restricciones tuvieron sobre la actividad económica y considerando la información de movilidad de alta frecuencia, esperamos una contracción de la economía en torno al 4,5% para el segundo trimestre del año respecto del período previo, sin estacionalidad. Para el tercer trimestre, en tanto, proyectamos una paulatina recomposición de la circulación que alcance los niveles de febrero, resultando en un crecimiento trimestral de la actividad de 1,3%. Finalmente, el último trimestre mantendría un nivel de movilidad relativamente estable, alcanzando un crecimiento trimestral de 2,9%, consistente con un nivel de actividad cercano al de principio de año. Como resultado, la recomposición económica para este año la estimamos en torno al 5,7%.

AJUSTE FISCAL EN CLAVE ELECTORAL

En el primer cuatrimestre del año, las cuentas públicas muestran una mejora respecto del 2020. Con restricciones a la actividad

Ingresos Totales y Gasto Primario

Acum. ene-abr | Var. % real

	2021 vs. 2020	2021 vs. 2019
Ingresos Totales	15,2%	0,7%
Seguridad Social	-4,9%	-16,0%
Tributarios no COMEX	24,4%	11,2%
Tributarios COMEX	81,2%	64,0%
Resto	-17,7%	-38,0%
Gasto Primario	-6,0%	5,3%
Jubilaciones y Pensiones	-9,3%	-7,8%
Resto Prestaciones Sociales	-21,0%	41,9%
Subsidios Económicos	9,2%	56,9%
Salarios y Otros Gastos Operativos	-2,2%	-7,1%
Transferencias Provincias	-44,3%	19,2%
Gasto de Capital	67,9%	8,9%
Resto Gasto Primario	29,4%	26,3%

considerablemente más laxas (y con los mecanismos de adaptación al nuevo contexto más aceitados por parte del sector privado) y la moderación del paquete de alivio fiscal, el déficit primario luce visiblemente reducido en relación al de los primeros cuatro meses del año pasado: -0,2% vs. -1,4% del PBI. Concretamente, los ingresos totales muestran un crecimiento de 63,9% interanual en lo que va del 2021, lo que implica una suba real de 15,2%. Por su parte, el gasto primario sólo aumentó 33,1% en el mismo período, lo que representa una caída de 6,0% en comparación con enero-abril del año pasado.

Cabe destacar que tanto los ingresos como el gasto primario se están viendo fuertemente afectados por una base de comparación anómala, lo cual distorsiona la dinámica de los mismos. Cuando comparamos unos y otros con el año 2019 (libre del "efecto pandemia") podemos ver que, el gasto primario muestra una expansión real de 5,3%, mientras que los ingresos se han mantenido prácticamente estables en los últimos dos años (+0,7%), a pesar de los incrementos en las alícuotas de algunos impuestos y de la creación de otros.

Con todo, sí es importante destacar que para 2021 continuamos esperando un déficit primario menor al del año pasado. En primer lugar, suponemos que los recursos asociados al comercio exterior seguirán creciendo a buen ritmo, como vienen haciéndolo en los últimos meses, apuntalados por mayores precios de *commodities* agrícolas. Los demás ingresos tributarios también continuarían mostrando un buen desempeño, de la mano del rebote económico. En segundo lugar, asumimos que el gasto en prestaciones sociales seguirá mostrando un comportamiento heterogéneo, con jubilaciones y pensiones perdiendo terreno frente a la inflación (consecuencia de la nueva fórmula de ajuste), mientras que los programas de transferencias directas (como el otorgamiento de distintos bonos o de una Tarjeta Alimentar a los beneficiarios de la Asignación Universal) crecen en términos reales. En conjunto, el efecto sería positivo. Además, esperamos que los subsidios económicos también continúen creciendo, habida cuenta de que las tarifas se encuentran congeladas desde hace dos años y que los incrementos autorizados recientemente (+7% y +9% en el caso del gas y la electricidad, respectivamente) no alcanzarán a compensar lo perdido frente a la inflación. En este contexto, quedaría un margen de gasto discrecional de 2,5% del PBI para llegar a un rojo primario que estimamos en 3,8% para 2021. Se trata de una cifra que, incluso con un paquete de estímulo considerable, sería menor a la planteada en el Presupuesto de este año. Vale la pena destacar que, del total del gasto discrecional que proyectamos para este

año, alrededor de 1,2 puntos ya han sido comprometidos en los diversos anuncios realizados durante los últimos meses (REPRO II para empresas, exenciones de contribuciones patronales y bono para los empleados del sector Salud, Tarjeta Alimentaria, Programas Progresar y Potenciar Trabajo, bonos para los titulares de AUH, entre otros).

Al cálculo de ingresos totales habría que sumarle dos factores extraordinarios adicionales: el Aporte Solidario y la transferencia de Derechos Especiales de Giro (DEG) por parte del FMI. En el primero caso, según AFIP los ingresos no tributarios provenientes del llamado popularmente "impuesto a las grandes fortunas" ascenderían a ARS 223.000 M, equivalente a 0,5 puntos del PBI. En el segundo caso, los USD 650.000 M que el FMI emitiría en DEG para todos sus países miembros implicarían unos USD 4.354 M para Argentina. Si estos dólares fueran computados "por encima de la línea", esto resultaría en ingresos adicionales equivalente a 1,0 punto del PBI. La suma de ambos ingresos excepcionales daría al Gobierno un grado de discrecionalidad en el gasto aún mayor al mencionado. Para ponerlo en perspectiva, si estos 2,5 puntos del PBI se utilizaran para otorgar bonos similares al Ingreso Familia de Emergencia que se entregó del año pasado, se podrían entregar veinte bonos de ARS 15.000 a cada uno de los 2,2 millones de titulares de la Asignación Universal por Hijo (como se hizo en abril, pero sólo para los residentes del AMBA). En conclusión, elecciones mediante, es esperable que se anuncien nuevos programas por el equivalente al 1,3% del producto como mínimo en los próximos meses. La utilización de los DEG, del Aporte Solidario o un eventual mayor déficit para el año elevarían aún más este número.

Contado con Liquidación
ARS/USD



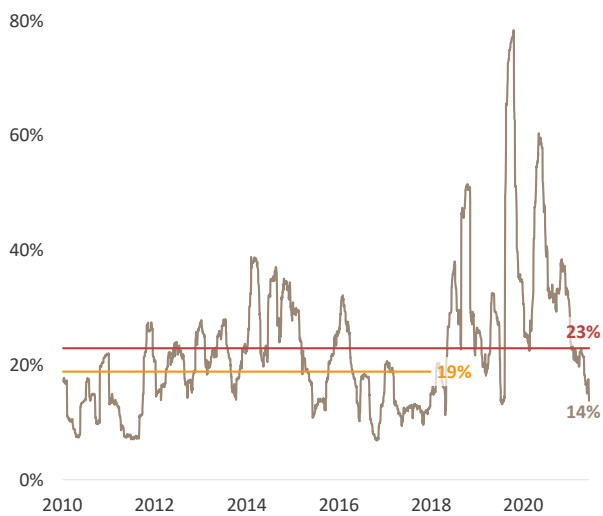
Fuente: Banco Galicia en base a Bloomberg

TRANQUILIDAD MENGUANTE

La percepción de una cuarentena proyectada algo más dura a la esperada implica no sólo menos actividad, sino más déficit fiscal y más emisión monetaria, y por lo tanto más presión en los tipos de cambio financieros que el BCRA intentará contrarrestar con intervenciones en el mercado de bonos.

En este sentido, desde fines de marzo el tipo de cambio contado con liquidación (CCL) mantiene una tendencia creciente, sostenida en un ritmo en torno al 1,5% semanal. Esto elevó la brecha cambiaria desde mínimos de los últimos 11 meses (por debajo del 60% a fines de marzo), hasta niveles del 75% en los últimos días. En ese contexto observamos una aceleración de la intervención diaria en el mercado de bonos

Volatilidad CCL



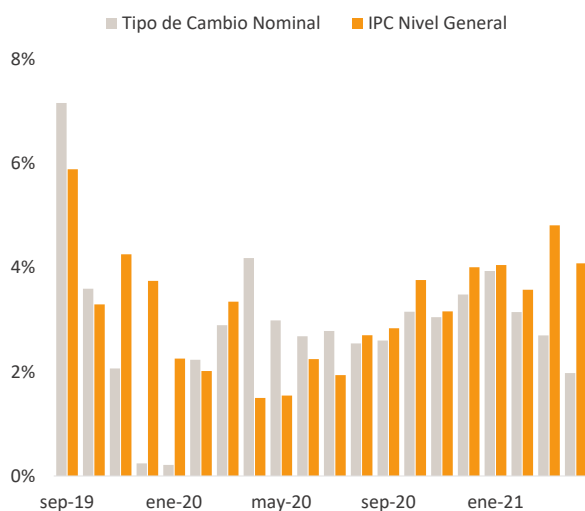
Fuente: Banco Galicia en base a Bloomberg

por parte del BCRA. En particular, las últimas 6 ruedas de mayo las intervenciones promediaron USD 9 M diarios, bien por encima del 1,1 de las 7 ruedas anteriores, o del 2,6 promedio de todo abril. Los primeros datos de este mes estarían arrojando una moderación en dichas intervenciones. De esta manera, el BCRA estaría marcando el ritmo de la depreciación del CCL, lo cual es consistente con una volatilidad decreciente. En particular, el CCL muestra una volatilidad desde fines de marzo del 14%, sensiblemente inferior a su volatilidad histórica ubicada en 23% e incluso del promedio 2010-2017 (19%), el cual excluye los últimos años de volatilidad.

Respecto del mercado oficial, se corrobora esta tranquilidad menguante. La temporada alta de liquidación de cosecha gruesa comienza a quedar atrás. El promedio histórico de liquidaciones de CIARA-CEC ubica las liquidaciones de junio un 5% por debajo de las de mayo, lo que este año representaría algo menos de USD 200 M de merma para el sexto mes del año. Por su parte, el BCRA continúa comprando dólares en el mercado, todavía a un ritmo sostenido (en torno a USD 100 M promedio en las últimas 20 ruedas). Sería esperable que hasta tanto sigamos viendo compras, no existan incentivos para que el BCRA acelere el ritmo de depreciación del tipo de cambio oficial, el cual acumula 10 ruedas con una depreciación mensualizada ubicada entre 1,3% y 1,6%, especialmente cuando todavía no se consiguió el objetivo principal de la política económica por estos días: reducir el ritmo inflacionario.

Tipo de Cambio Nominal e IPC Nivel General

Var. % m/m



Fuente: Banco Galicia en base a INDEC y BCRA

¿DESACELERA LA INFLACIÓN?

En el frente inflacionario, los analistas económicos parecen haber incorporado a sus proyecciones el resultado del dato de abril, que sorprendió al alza si se lo compara con los pronósticos iniciales. Así, distintas consultoras privadas anunciaron niveles de inflación esperada que oscilan entre el 3,3% y el 4,2% para mayo, mientras que el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) que publica mensualmente el BCRA difundió pronósticos en torno al 3,6% (con una corrección al alza de 0,4 puntos porcentuales respecto del último relevamiento).

Asimismo, la desaceleración del tipo de cambio oficial de los últimos meses habría comenzado a filtrarse en la evolución de los precios que componen el IPC Núcleo durante mayo. En particular, la inflación Núcleo que en abril fue de 4,6%, habría mostrado una desaceleración cercana a 1 p.p. de acuerdo a datos de alta frecuencia.

En paralelo, luego de tres meses (marzo-mayo) de ajustes de precios regulados (entre los que se encuentran alquileres, educación, naftas, prepagas, tarifas y comunicación), es esperable que se moderen en los próximos meses (naftas, tarifas, prepagas y comunicación no tendrían más ajustes en el año).

Considerando una inflación Núcleo contenida por el ritmo de depreciación del tipo de cambio y precios regulados que a priori reducirían la cantidad de ajustes respecto de lo observado hasta ahora, esperamos una desaceleración de la inflación para los próximos meses ubicando el promedio en torno al 3% m/m. Esto dejaría un nivel de inflación anual cercano al 48%, en línea con lo esperado hoy por el mercado, según indicó el REM de mayo publicado el último viernes.

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.