

ELECCIONES Y MÁS ALLÁ

La primera mitad del año se caracterizó por una relativa *pax cambiaria* y cierta mesura fiscal. El déficit acumulado en los primeros cinco meses del año fue significativamente menor al de igual período del 2020, gracias a que coincidieron una moderación en el gasto y un incremento de los ingresos.

Por su parte, el ritmo de avance del tipo de cambio oficial se fue desacelerando cada vez más, pero la brecha cambiaria se mantuvo acotada gracias a las intervenciones del BCRA en el mercado de bonos. El poder de fuego para hacerlo se obtuvo a través de las compras de las divisas provenientes de la liquidación récord de las exportaciones agrícolas, apuntaladas por los altos precios internacionales.

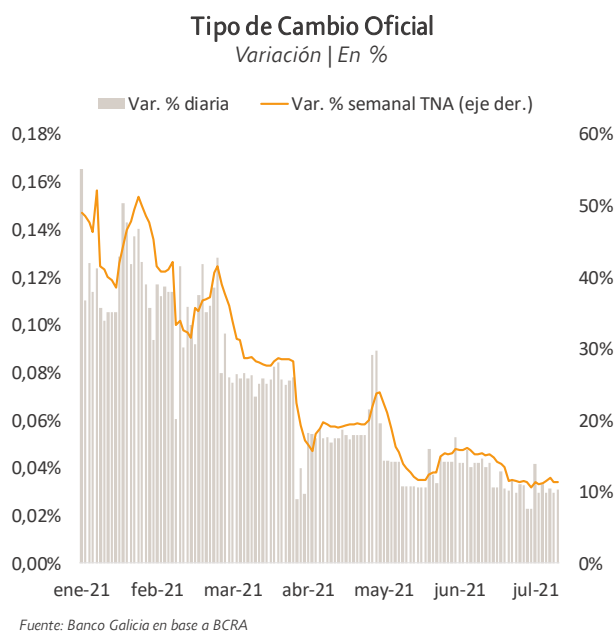
A pesar de la estabilidad cambiaria, la inflación se aceleró durante gran parte del primer semestre. Esto produjo, a su vez, un deterioro del poder de compra, habida cuenta de que las paritarias se negociaron con la inflación del Presupuesto 2021 como referencia.

La segunda mitad del año sería marcadamente diferente. Por un lado, las divisas que ingresan al país por la vía comercial empiezan a mermar, a medida que la temporada alta de liquidación de la cosecha queda atrás. En cuanto al balance fiscal, es esperable que durante la segunda mitad del año el déficit se intensifique. Con la carrera electoral a pleno, es probable que aumenten las partidas de gasto discrecional y la obra pública, con el objetivo de que el Gobierno llegue mejor posicionado a los comicios de noviembre. En la misma línea, la reapertura de paritarias permitirá cierta recomposición del poder de compra.

Pasadas las elecciones, el Gobierno entrará en tiempo de descuento para cerrar un Acuerdo con el FMI. Existe al día de hoy una gran incógnita con respecto a qué tipo de Acuerdo podrá alcanzarse. ¿Cuáles serán los términos del mismo? ¿Cuán rápido será el sendero de consolidación fiscal? ¿Qué tipo de reformas incluirá? En base a los últimos Extended Fund Facility firmados por el FMI, el Organismo está exigiendo alcanzar el equilibrio fiscal más temprano que tarde.

Un programa en el que se mantenga parte del gasto discrecional de este año, se efectúe cierta actualización de las tarifas de los servicios públicos y se incremente la recaudación estaría en línea con los requisitos del FMI, permitiendo alcanzar el equilibrio fiscal en un tiempo prudencial. Lo que falta saber es qué voluntad política hay de un acuerdo de este tipo, algo que probablemente no se sepa con certeza hasta pasadas las elecciones legislativas de este año.

SEGUNDO SEMESTRE



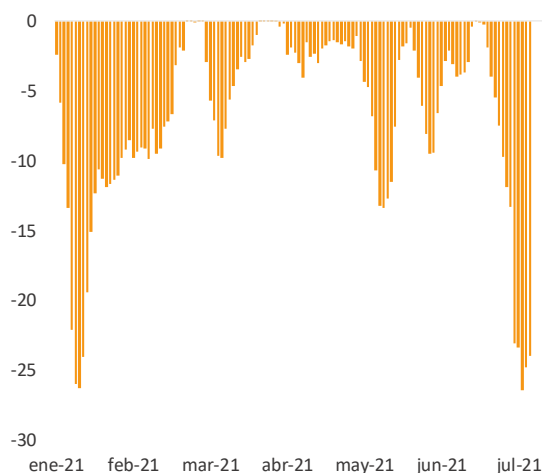
Contra lo que podía esperarse a principios de 2021, la primera mitad del año se caracterizó por una relativa *pax cambiaria* y cierta mesura fiscal. Por un lado, el tipo de cambio oficial pasó de una tasa de variación anualizada de más de 40% a una de menos del 11%, mientras que el rojo de las cuentas públicas acumuló un 0,13% del PBI a mayo, contrastando con el déficit de 2,3% de igual período del año pasado y algo más en línea con el superávit de 0,2% de enero-mayo 2019. Esto fue consecuencia de la recuperación de la recaudación tributaria por el rebote económico, de la suba de los ingresos asociados a los Derechos de Exportación gracias al fuerte incremento de los precios de los *commodities* durante el último año y de los ingresos extraordinarios provenientes del Aporte Solidario, además de la moderación del gasto. Otra característica de la primera mitad del año fue una significativa acumulación de Reservas por parte del Banco Central, que entre enero y junio compró un total de USD 6.456 M al sector privado, engrosando así sus Reservas Brutas en USD 3.050 M. De este modo, las Reservas Netas (sin computar encajes bancarios, el *swap* con China y el préstamo del BIS) crecieron 1,5 veces durante la primera mitad del año, cerrando junio en casi USD 8.500 M.

En paralelo, la inflación se aceleró durante gran parte del primer semestre: la tasa promedio mensual fue del 4,0% entre enero y mayo de este año, en contraste con el promedio mensual de 2,6% del 2020. Con paritarias que habían cerrado en línea con el Presupuesto 2021, en el cual se proyectaba una inflación de 29% para este año (tasa que se acumularía tan sólo en los primeros siete meses del 2021), los salarios reales continuaron mostrando un deterioro durante la primera mitad del año. Por caso, entre enero y abril (último dato disponible), el salario real se retrajo 6,9% interanual, intensificando el deterioro del poder de compra que se había exhibido en 2020 (-3,6% promedio anual). Finalmente, y a pesar de la aceleración inflacionaria y de un ritmo de devaluación cada vez más lento, el tipo de cambio real multilateral logró estabilizarse entre abril y junio después de la caída de los primeros meses, gracias a la apreciación del real brasileño.

Sin embargo, parecería que el comportamiento de las variables macro del segundo semestre será opuesto al exhibido durante la primera mitad del año. Por un lado, la *pax cambiaria* ha comenzado a resquebrajarse, ya que las divisas que ingresan al país por la vía comercial empiezan a mermar, a medida que la temporada alta de liquidación de la cosecha queda atrás. Esto implica una menor acumulación de divisas para el Banco

Intervención BCRA en el Mercado de Valores*

USD Millones @CCL | Media móvil 12 meses



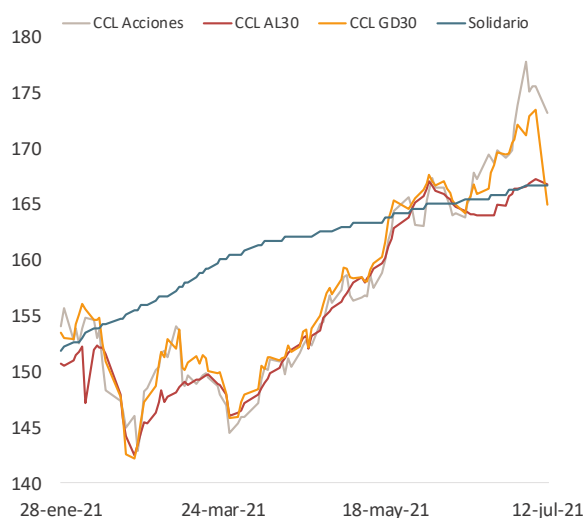
Fuente: Banco Galicia en base a BCRA | **"Otros" de Factores de Expansión de Base Monetaria/CCL

Central, que coincide justamente con una época en la que la demanda de dólares empieza a recalentarse con la proximidad de las elecciones. Si bien todavía no se ha visto que la entidad monetaria acelere su ritmo de devaluaciones diarias (en lo que va de julio, el tipo de cambio continúa avanzando a una tasa diaria de 0,03%, equivalente a una TNA menos del 11,0%), sí ha reforzado su intervención en el mercado de valores con la intención de contener las cotizaciones paralelas. Durante la segunda mitad de junio y los primeros días de julio, la entidad monetaria habría vendido bonos contra pesos por un total de USD 196 M valuados al contado con liquidación (CCL), con un ritmo de intervención diaria de alrededor de USD 15 M. Se trata de una estimación basada en los movimientos de "Otros factores de explicación de la Base Monetaria", netos del *mark-to-market* de la posición de futuros del BCRA. Si bien esta es una operatoria que la entidad monetaria venía realizando desde en septiembre 2020 (gracias a la reestructuración de la deuda, que dio liquidez a los títulos en cartera del BCRA), la magnitud de la intervención de las últimas semanas habría sido considerablemente mayor a la vista hasta mediados de junio: durante los primeros meses del 2021, las intervenciones en el mercado de valores habían sido de alrededor de USD 6 M diarios en promedio, con picos ocasionales a principios de año y a principios de mayo.

Como el poder de fuego del BCRA es limitado y las recientes operaciones en el mercado de bonos no parecían alcanzar para hacer mella en las cotizaciones paralelas y en la brecha cambiaria, la entidad monetaria ha adoptado una nueva táctica, interviniendo aún más en el mercado cambiario financiero. Durante el fin de semana largo, el BCRA y la CNV anunciaron medidas a través de la Comunicación "A" 7327 del BCRA y de la Resolución General N° 895 de la CNV. El objetivo es restringir la operatoria del contado con liquidación, cerrar un vacío normativo que permitía a algunas empresas operar de forma cruzada en el mercado oficial y en el financiero y reducir el volumen de transacciones en la ventanilla en la que participa el BCRA, potenciando el efecto de sus intervenciones en el mercado de valores. A partir de ahora, la restricción en el acceso al Mercado Único y Libre de Cambios pasará a aplicar sobre todo el grupo de una empresa (cuando antes, si la controlante accedía al contado con liquidación, la subsidiaria podía continuar operando en el MULC), a la par que se limitó el volumen de títulos operados en el segmento de concurrencia de ofertas con prioridad precio tiempo a VN 100.000 por semana (VN 50.000 en títulos jurisdicción extranjera y VN 50.000 en títulos de jurisdicción local) y se impuso un *parking* de dos días hábiles para el canje de AL30D por AL30C.

Tipos de Cambio Financieros

ARS/USD



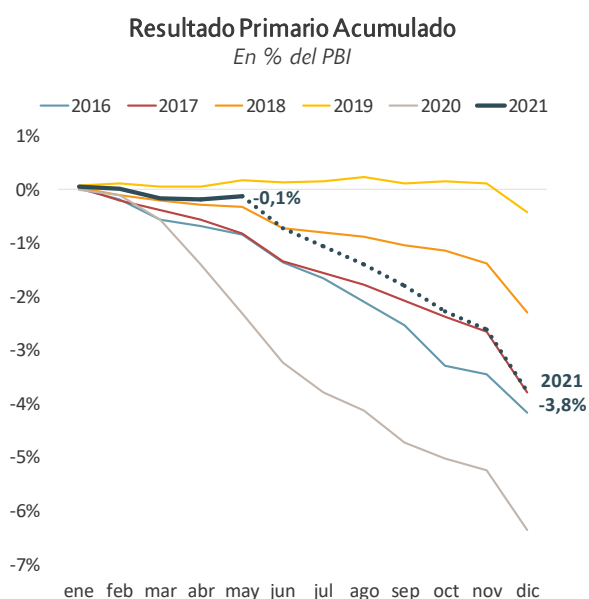
Fuente: Banco Galicia en base a datos mercado

Las nuevas medidas podrían dar lugar a una brecha entre las cotizaciones financieras “intervenidas” y las demás. El tamaño de dicha brecha dependerá en buena medida del equilibrio del mercado monetario, donde se prevé una mayor oferta para financiar un déficit creciente y una demanda que estará influenciada, entre otros factores, por la incertidumbre electoral.

Con todo, continúa siendo esperable una moderación marginal de la inflación durante la segunda mitad del año: si bien la base de comparación jugaría en contra para la medición interanual, en términos mensuales se vería una desaceleración en el avance de los precios gracias al efecto del tipo de cambio, al cual se suman el congelamiento de tarifas y cierta mejora en el acceso al mercado oficial por parte de los importadores durante los últimos meses. Vale la pena mencionar que este último efecto podría no estar tan presente durante la segunda mitad del año si el BCRA percibe que las Reservas acumuladas no son suficientes para contener la brecha cambiaria. Es decir, podrían volver a endurecerse los requisitos para acceder al mercado oficial, como indirectamente sucedió con la Comunicación del fin de semana pasado, lo cual alimentaría la inflación mayorista vía precios de bienes importados, presionando luego sobre los precios al consumidor.

En cuanto al balance fiscal, es esperable que durante la segunda mitad del año el déficit se intensifique. Por un lado, porque el Gobierno no ha dado señales de querer recortar su proyección de déficit primario para este año (-4,2% del PBI para el Sector Público No Financiero). Por el otro, porque tiene margen de sobra gracias al modesto rojo acumulado a mayo (-0,13% del PBI). Si bien prevemos que, eventualmente, el rojo primario sea levemente inferior al estipulado en el Presupuesto 2021 (-3,8%), esto implica una política fiscal mucho más expansiva que la observada durante el primer semestre. Con la carrera electoral a pleno, es probable que aumenten las partidas de gasto discrecional y la obra pública, con el objetivo de que el Gobierno llegue lo mejor posicionado posible a los comicios de noviembre. En este sentido, a los anuncios de abril y mayo se sumaron recientemente el adelantamiento a julio, agosto y septiembre de los incrementos del Salario Mínimo Vital y Móvil aprobados para septiembre, noviembre y febrero, y se prevé que se dará un bono a jubilados a partir del mes próximo (cuyo alcance y monto aún no han sido definidos).

También en clave electoral son las reaperturas de paritarias, en las que algunos gremios ya han cerrado aumentos de entre 40% y 45% para este año, varios puntos por encima de la



Fuente: Banco Galicia en base a BCRA, INDEC y estimaciones propias

proyección de inflación de 29% del Presupuesto 2021. Al respecto, el Jefe de Gabinete afirmó en una entrevista reciente que "lo importante (...) es seguir reafirmando la intención y el compromiso de que los salarios le tienen que ganar a la inflación, a los precios". Durante los próximos meses, viendo que el Gobierno está dispuesto a renegociar los aumentos salariales y dejar de lado el objetivo de 29%, es esperable que el poder de compra del sector formal experimente una recuperación coyuntural.

¿Y DESPUÉS?

Pasados los comicios, el Gobierno entrará en tiempo de descuento para cerrar un Acuerdo con el FMI. Recordemos que a partir de septiembre 2021 comienza a amortizarse el capital del Stand-By Agreement firmado en 2018. En principio, los vencimientos de capital de este año se saldarían con los DEG que el propio Fondo giraría a Argentina, en el marco de la emisión de USD 650.000 M en DEG a distribuir entre todos los países miembros (USD 4.350 M corresponden a nuestro país). El problema radica en cómo hacer frente a las obligaciones de los próximos años: en 2022 y en 2023 vencen pagos al FMI por unos USD 19.000 M cada año. En marzo 2022, además, finaliza el puente acordado con el Club de París, organismo que reclama un Acuerdo con el Fondo Internacional para reestructurar la deuda con Argentina.

Existe al día de hoy una gran incógnita con respecto a qué tipo de Acuerdo podrá alcanzarse. ¿Cuáles serán los términos del mismo? ¿Cuán rápido será el sendero de consolidación fiscal? ¿Qué tipo de reformas incluirá? Analizando los últimos Extended Fund Facility (EFF) firmados por el FMI (Costa Rica y Kenia), puede verse que el Organismo está exigiendo alcanzar el equilibrio fiscal más temprano que tarde.

En el caso de Costa Rica, se acordó pasar de un rojo primario de 3,9% en 2020 a un superávit de 1,0% en 2023, alcanzando un virtual equilibrio fiscal en 2022 (-0,3% del PBI). Con Kenia se convino que del déficit de 4,6% correspondiente al año fiscal 2020/2021 se llegaría a un superávit de 0,2% en el año fiscal 2023/2024. En ambos casos, el punto de partida es un mayor déficit al de los años previos, deterioro explicado por la llegada del coronavirus y por la implementación de medidas para contrarrestar su efecto recesivo. Sin embargo, ya se están viendo reducciones del déficit durante este año, por lo que ya ambos países estarían recorriendo el sendero hacia la consolidación fiscal. De acuerdo con los EFF firmados con el FMI, la manera de alcanzar el equilibrio de las cuentas públicas consiste en ampliar la base imponible y en eliminar los recortes

y exenciones fiscales otorgados en el marco de la pandemia, lo cual es acompañado por políticas monetarias relativamente laxas. Un punto importante a tener en cuenta es que, tanto en el caso de Kenia como de Costa Rica, la inflación no excede el 5% anual, lo que habilitaría al Fondo a ser más permisivo con relación a la política monetaria. Además, según destaca el FMI, se trata de países que ya venían haciendo esfuerzos por ordenar sus desequilibrios macroeconómicos y por alcanzar la consolidación fiscal antes de que llegara la pandemia.

El caso argentino también parece requerir una consolidación fiscal en el corto plazo, ya que a partir de 2025 el país comienza a enfrentar vencimientos abultados que será necesario refinanciar, para lo que se necesitará de confianza y acceso a los mercados de deuda. En otras palabras, el país tiene que llegar a mediados de la década con un ordenamiento de las principales variables macroeconómicas tal que le permita volver a los mercados para *rollear* su deuda. Ese horizonte temporal parece lejano, pero el costo político de un ajuste fiscal en un año electoral como 2023 requeriría una concentración mayor de dicho esfuerzo en 2022. De otra forma, los agentes económicos verían poco probable el sendero planteado, impidiendo una reducción significativa del riesgo soberano y, por ende, dificultando las posibilidades de una recuperación de la inversión y la actividad.

En este sentido, el reciente informe de seguimiento de las economías del G20 publicado por el FMI afirma que el contexto actual de pandemia requiere de políticas monetarias laxas que favorezcan la recuperación económica. Sin embargo, el mismo informe menciona a Argentina de manera explícita como un país en donde será necesario implementar una política monetaria dura con el propósito de controlar la elevada inflación. De hecho, según el organismo, en el caso de nuestro país incluso sería necesario implementar políticas generalizadas que permitan reconstruir la confianza. Con respecto a la política fiscal, el FMI advierte del riesgo de retirar la asistencia de manera prematura y afectar negativamente a la recuperación económica. No obstante, Argentina vuelve a ser mencionada por su situación excepcional: siendo una economía con dificultades de acceso al crédito, puede ser necesario llevar a cabo una consolidación fiscal de corto plazo, centrada en un esquema tributario progresivo con revisión del gasto no prioritario. En casos como el nuestro, el FMI propone establecer un marco fiscal de mediano plazo que estimule la confianza y permita recorrer un sendero donde se reconstruyan los "colchones" fiscales a un ritmo que sea consistente con la recuperación de la economía.

Entonces, el año que viene tendrá que haber cierto recorte en el gasto si se pretende que el déficit primario se ubique en un sendero de consolidación fiscal acelerado como el que exigiría el FMI. De acuerdo con nuestros cálculos, no alcanzaría con que las tarifas de los servicios públicos evolucionen en línea con la inflación, con que se recorte el gasto discrecional otorgado este año (algo ya de por sí difícil si se percibe como un derecho adquirido), y con que se continúen licuando las jubilaciones (para lo cual probablemente el gobierno deba modificar nuevamente la fórmula de indexación) y los salarios del sector público. Todo esto ayudaría, sí, pero no sería suficiente para lograr el equilibrio fiscal antes de las elecciones presidenciales en 2023.

A ello habría que sumarle algún esfuerzo adicional, que podría venir de una corrección mayor en las tarifas de servicios públicos de magnitud tal que se reduzca el peso de los subsidios económicos, o de un incremento en la presión impositiva. Por caso, llevar el peso de los subsidios económicos a los niveles de 2019 (lo cual representaría un recorte de 1,3 puntos del PBI respecto de este año) implicaría duplicar las tarifas en enero 2021 y permitiría alcanzar el equilibrio fiscal ya el año que viene, pero con costos inflacionarios y políticos elevados en el corto plazo. Por otro lado, los ingresos podrían mejorar si se eliminaran las exenciones vigentes para los sectores afectados por la pandemia. También podría sumársele una prórroga de la Ley de Solidaridad que mantenga las alícuotas de Bienes Personales en los niveles actuales ya que, según la Ley de diciembre 2019, el incremento estaba estipulado como temporario, con vigencia hasta fines de 2021.

Las combinaciones de recorte de gasto y aumento de ingresos son numerosas, y cuál se elija dependerá en gran parte del acuerdo que se alcance con el FMI. Consideramos que un programa en el que se mantenga parte del gasto discrecional de este año, en el que se efectúe cierta actualización de las tarifas de los servicios públicos y se incremente la recaudación (eliminando las exenciones mencionadas y se prorrogue el aumento de Bienes Personales) estaría en línea con los requisitos del FMI, permitiendo alcanzar el equilibrio fiscal en un tiempo prudencial. Lo que falta saber es qué voluntad política hay de un acuerdo de este tipo, algo que probablemente no se sepa con certeza hasta pasadas las elecciones legislativas de este año.

Economista Jefe

Diego Chameides

diego.chameides@bancogalicia.com.ar

Macroeconomía

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

Luis María Vicien

luis.vicien@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.