

CARRERA ELECTORAL

A fines de julio, con la presentación de candidatos, sonó la campana de largada de la carrera electoral en un contexto macroeconómico que cuenta con numerosos matices y no pocos riesgos. Por un lado, la actividad económica está mostrando señales de mejora, con indicadores sectoriales de junio exhibiendo un fuerte rebote respecto de la caída de mayo, mientras que los indicadores adelantados de julio continuaron exhibiendo un buen desempeño. Este dinamismo continuará en el tiempo en la medida en que persistan las reaperturas, aunque la llegada de la variante Delta podría poner en jaque el plan.

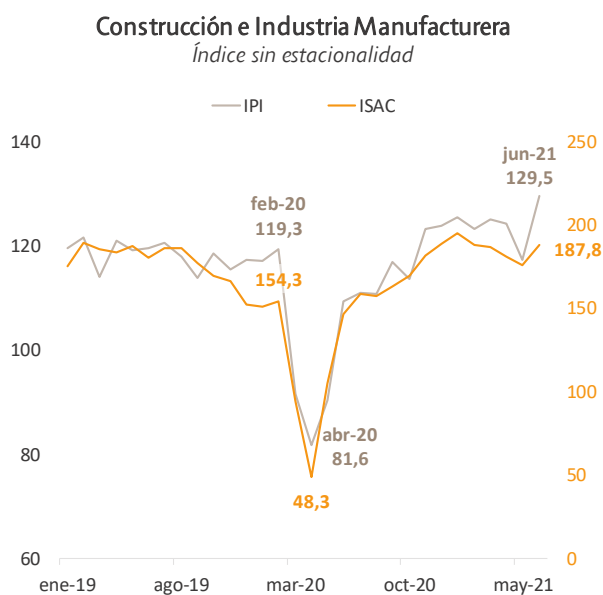
Por su parte, el frente cambiario viene mostrando tensiones crecientes en las últimas semanas, y se prevé que seguirá poniendo a prueba al Banco Central durante los próximos meses. El creciente déficit primario depende de la asistencia de la entidad monetaria, lo que se traduce en una emisión de pesos que presiona sobre el frente cambiario justo en una época de menor oferta de divisas porque ya ha quedado atrás la temporada de liquidación de la cosecha gruesa y de una demanda de dólares creciente, como suele suceder en meses preelectorales. La entidad monetaria cuenta con municiones para hacer frente a las tensiones cambiarias hasta noviembre.

Mientras tanto, la inflación se está desacelerando y, aunque hay riesgos de que la tendencia se revierta durante los próximos meses, las reaperturas de paritarias, los bonos a beneficiarios de jubilados y planes sociales y el incremento del salario mínimo mejorarán el poder de compra, al menos en términos marginales.

La meta del Gobierno es llegar lo mejor posicionado posible a las elecciones noviembre, pero no hay que olvidar que después de ese evento será necesario encarar un Acuerdo con el FMI. En base a ciertas señales que se han visto durante las últimas semanas (intención de usar DEG para pagar primer vencimiento de capital con el Fondo, reunión con el equipo técnico del FMI, reestructuración de la deuda de PBA, acercamiento con Estados Unidos), parecería que el Gobierno también tiene un ojo puesto en esto.

Hacia fines de año, el panorama continuará aclarándose respecto de la intención del Gobierno de alcanzar un Acuerdo con el FMI y se empezará a tener mayor certeza respecto del tipo de Acuerdo que se pueda alcanzar, algo crucial ya que será un componente clave del sendero de la política económica argentina de los próximos años.

CARRERA ELECTORAL: PUNTO DE PARTIDA



Fuente: Banco Galicia en base a INDEC

Después del retroceso de mayo (mes en el que el Estimador de la Actividad Económica cayó 2,0% respecto de abril), la actividad económica parece haber recuperado el terreno perdido en junio, según se desprende de indicadores sectoriales. Por caso, la industria manufacturera y el sector de la construcción crecieron 10,5% y 6,8% mensual, respectivamente. En el caso de la industria, la suba de junio fue tal que permitió superar por primera vez en tres años a los niveles de mayo 2018 (antes de que la economía entrara en un espiral recesivo explicado por la crisis cambiaria de ese año, la incertidumbre resultante de las elecciones presidenciales en 2019 y la cuarentena de 2020). Aunque en julio la economía mostraría cierta moderación respecto de junio, los primeros indicadores adelantados dan cuenta de que la recuperación continuaría. En este sentido, el 6 de agosto se anunció una flexibilización adicional de las restricciones vigentes hasta entonces, con mayores actividades autorizadas y una ampliación del aforo en comercios, restaurantes, teatros, cines y otros. Además, se contemplaron aperturas progresivas en viajes, turismo y eventos masivos al aire libre. Esto tendrá un efecto positivo sobre la economía, justo en los meses previos a las elecciones primarias.

Tras el cierre de listas del 24 de julio, ya nos encontramos en plena carrera electoral. Pese a la amenaza de la variante Delta que ha forzado mayores restricciones en otras partes del mundo, la mejora en los indicadores epidemiológicos locales le permite al gobierno impulsar las recientes aperturas y flexibilizaciones en búsqueda de una "primavera económica" en los meses electorales. En la misma línea de mejorar las chances electorales de noviembre se encuentra una gran batería de medidas que vienen anunciándose en los últimos meses, buscando incrementar el poder de comprar y estimular el consumo, como:

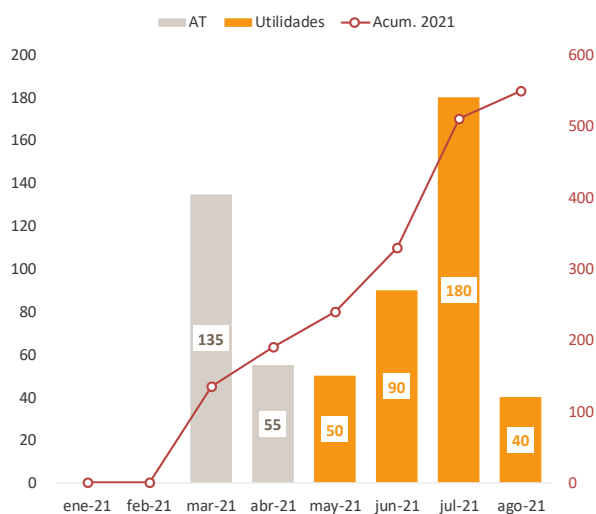
- i. El bono de ARS 5.000 que se entregará en agosto a aquellos jubilados y pensionados que cobren hasta dos haberes mínimos (ARS 46.129,40);
- ii. La reapertura de paritarias frente a la mayor inflación esperada respecto a la incluida en el Presupuesto (29%);
- iii. El adelanto de los incrementos del Salario Mínimo Vital y Móvil a julio, agosto y septiembre de este año, previstos originalmente para septiembre 2021, noviembre 2021 y febrero 2022;

- iv. El relanzamiento del Plan Ahora, programa de consumo en 3, 6, 12 o 18 cuotas fijas mensuales, al que se le sumó la implementación del Ahora 24 (para la compra de electrodomésticos, televisores, computadoras, *notebooks* y *tablets* de fabricación nacional, colchones, muebles, bicicletas, materiales y herramientas para la construcción, y neumáticos, accesorios y repuestos para automotores y motos) y del Ahora 30 (exclusivo para la compra de artículos de línea blanca);
- v. El lanzamiento del Plan Egresar, en el que se otorgarán bonos mensuales de ARS 5.000 entre agosto y noviembre a quienes finalizaron el secundario entre 2016 y 2020 y que no egresaron por adeudar materias;
- vi. El Bono extra de ARS 6.000 a un millón de titulares del Programa Potenciar Trabajo, acreditado en julio junto con el cobro del plan;
- vii. El adelanto excepcional a partir de junio del complemento acumulado de la AUH (que se cobra a fin de cada año al presentarse el Certificado Escolar ante la ANSES), equivalente a ARS 7.083 por beneficiario.

Esta serie de medidas no sólo tiene el efecto de potenciar el consumo, sino que tiene también como consecuencia inmediata un deterioro de las cuentas fiscales. Esto ya empezó a verse con el rojo primario de 0,4% del PBI de junio, que se incrementó respecto de los meses previos a pesar de haberse registrado parte del Aporte Solidario (sin el cual, el déficit habría sido de 0,6%). Así, en la primera mitad del año, el déficit primario se ubicó en 0,5% del PBI contando el Aporte Solidario y en 0,9% sin tener en cuenta este ingreso extraordinario. Esto deja un margen amplio para el segundo semestre si se considera que en el Presupuesto se proyectó un rojo de 4,2% del PBI.

Sin embargo, el desafío no pasa por cumplir con el objetivo fiscal, sino por financiarlo. En la última licitación, el Ministerio de Economía tuvo dificultades para colocar deuda, y no logró *rollear* todos los vencimientos, lo cual implica que tampoco se hizo de pesos frescos para financiar el *gap* de las cuentas fiscales. Por caso, en la licitación del martes 3 de agosto sólo se había logrado renovar el 66% de los ARS 222.000 M que vencían, lo cual dejó un margen por cubrir de alrededor de ARS 76.100 M que implicaría una transferencia del BCRA en los últimos días de la semana pasada (información aún no disponible). La dependencia de los giros del Banco Central no es novedad, ya que en el último mes y medio la entidad

Asistencia BCRA al Tesoro
En ARS miles de millones



Fuente: Banco Galicia en base a BCRA

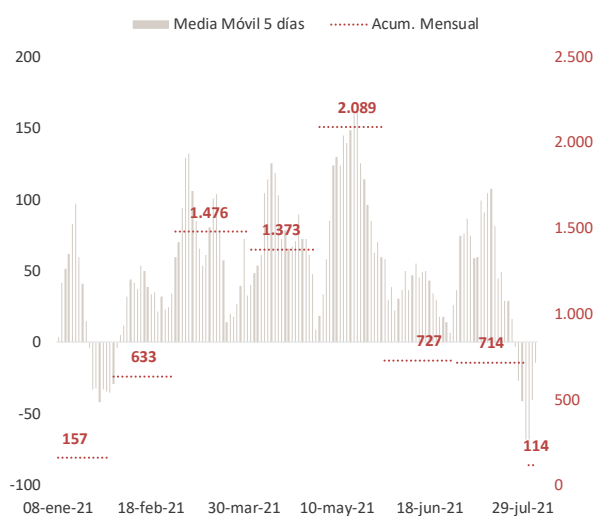
monetaria transfirió ARS 310.000 M al Tesoro por Utilidades. En lo que va del año la asistencia al Tesoro ya suma ARS 550.000 M (equivalente a 1,3% del PBI).

Si bien transferencias acumuladas en lo que va del 2021 se ubican marcadamente por debajo de los giros efectuados durante el mismo período del año pasado (ARS 1.472.000 M o 5,4% del PBI), la preocupación es el impacto que esta masa de pesos pueda tener sobre el frente cambiario o sobre la inflación. La demanda de pesos de hoy es sustancialmente menor a la del año pasado, habida cuenta que ya se ha dejado atrás el pico de demanda que el año pasado se había producido por la llegada de la pandemia. Es cierto que el cepo cambiario, cada vez más reforzado, ayuda a mantener artificialmente cierto grado de demanda de pesos, pero su capacidad no es infinita. Eventualmente la emisión de pesos comenzará a hacerse notar.

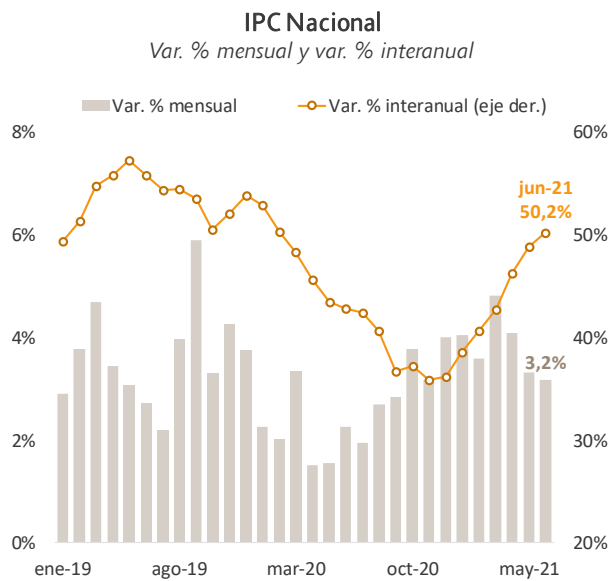
La mayor volatilidad en el frente cambiario durante las últimas semanas es un síntoma del desequilibrio monetario mencionado previamente. Las normativas lanzadas en julio que afectaron la operatoria en el mercado de valores, separándolo todavía más del mercado cambiario, no resuelven el problema de fondo y crean mayores distorsiones en los mercados paralelos. El MEP "regulado" ya se ubica por encima del tipo de cambio solidario, lo cual apuntala la demanda de divisas en el mercado oficial. A esto se le suma una demanda de dólares que poco a poco vuelve a resurgir a medida que nos acercamos a las elecciones. Si bien el efecto todavía es marginal, en junio 443.000 personas compraron dólar billete para atesoramiento, cifra que representa el primer incremento en la cantidad de demandantes en diez meses. Aunque es poco probable que se vuelva a los máximos de agosto del año pasado, con 4.000.000 de compradores, porque hay más dificultades para acceder al mercado oficial, marca la sensibilidad de los agentes a las señales de precio de los mercados paralelos.

Todo esto se combina con una menor oferta de divisas por parte del sector exportador, dado que la temporada alta de la cosecha gruesa ha quedado atrás. El Banco Central, que entre marzo y mayo adquirió USD 4.939 M al sector privado, sólo pudo comprar USD 1.441 M entre junio y julio (USD 1.650 M promedio por mes vs. USD 720 M). De hecho, en la última semana de julio la entidad monetaria vendió USD 342 M al sector privado, algo que no sucedía desde fines de abril pasado (y en ese caso, se había tratado de una rueda aislada). En julio, las Reservas prácticamente crecieron sólo USD 145 M, en parte porque se utilizaron unos USD 230 M para hacer pagos al Club de París.

Compras BCRA al Sector Privado En USD millones



Fuente: Banco Galicia en base a BCRA



Fuente: Banco Galicia en base a INDEC

Otro potencial problema de las dificultades del Tesoro para renovar su deuda y financiar su déficit con colocación de nuevos títulos es una mayor presión inflacionaria. En los últimos meses, la variación de precios se viene moderando, dejando atrás el pico de 4,8% de marzo. De hecho, julio continuaría con la tendencia, cerrando con una inflación en torno al 3,0%, de acuerdo con diferentes estimaciones privadas y con afirmaciones del Ministerio de Economía. Además, el consenso del mercado es que durante los próximos meses se seguirá viendo una leve moderación de la inflación (aunque con un piso de 2,7%, de acuerdo con el último Relevamiento de Expectativas de Mercado del BCRA). No obstante, existe el riesgo de que se produzca una menor desaceleración que la prevista o incluso de que la inflación vuelva a ganar dinamismo, como consecuencia de las reaperturas de paritarias mencionadas anteriormente y de algunos incrementos de servicios como prepagas, educación privada, peajes, telefonía fija y móvil e internet. A ello se le suma que la volatilidad cambiaria se filtra en los precios al consumidor en la medida en que los importadores tengan que adquirir divisas en el mercado financiero para hacer frente a sus pagos. No sorprendería que, llegado el caso de que la demanda de dólares supere notablemente a la oferta, el Banco Central vuelva a restringir el acceso de los importadores al mercado oficial de cambios, lo cual presionaría los precios domésticos al alza.

A modo de resumen, el contexto en el cual comienza la carrera electoral tiene numerosos matices y no pocos riesgos. La actividad económica continuará mostrando señales de mejora en la medida en que persistan las reaperturas, aunque la llegada de la variante Delta podría poner en jaque el plan. Por su parte, el frente cambiario seguirá tensionando y poniendo a prueba al Banco Central, pero la entidad monetaria cuenta con municiones (bajo la forma de Reservas Netas por unos USD 7.000 M y la posibilidad de vender futuros por hasta USD 5.000 M) como para no convalidar un salto del tipo de cambio o de las tasas de interés durante los próximos meses. A este poder de fuego hay que sumarle también la posibilidad de reforzar restricciones cambiarias. Mientras tanto, la inflación se está desacelerando y, aunque hay riesgos de que la tendencia se revierta durante los próximos meses, las reaperturas de paritarias, los bonos a jubilados y beneficiarios de planes sociales y el incremento del salario mínimo mejorarán el poder de compra, al menos en términos marginales.

ACUERDO FMI: SEÑALES EN EL HORIZONTE

La meta del Gobierno es llegar lo mejor posicionado a las elecciones noviembre, pero no hay que olvidar que después de las elecciones será necesario encarar un Acuerdo con el FMI. En base a ciertas señales que se han visto durante las últimas semanas, parecería que el Gobierno también tiene un ojo puesto en esto. En primer lugar, durante el evento de cierre de listas de candidatos del Frente de Todos, la vicepresidenta Cristina Fernández hizo alusión a que se usarían los DEG que el FMI girará el 23 de agosto a todos sus países miembro (a Argentina le corresponden USD 4.350 M) para pagar al propio organismo los vencimientos de capital de septiembre (casi USD 1.900 M).

En la misma línea, a principios de agosto Bloomberg comunicó que durante la última semana de julio representantes de Argentina habían llevado a cabo reuniones presenciales y virtuales con parte del *staff* técnico del FMI. De acuerdo con lo publicado por dicha agencia de noticias, el secretario de Política Económica, Fernando Morra, y el subdirector general de Investigación Económica del Banco Central, German Feldman se reunieron en la sede central de FMI con Luis Cubeddu, uno de los principales integrantes de la misión técnica del Fondo. Según trascendió, las conversaciones se centraron en los aspectos técnicos de la negociación del nuevo acuerdo, como datos económicos correspondientes a 2021, proyecciones para 2022 y 2023, y supuestos de inflación y precios regulados. También se puso el foco en los planes del Gobierno respecto del plano fiscal. Estas reuniones brindan señales más potentes que las conversaciones que había sostenido el ministro de Economía, Martín Guzmán, con Janet Yellen y Kristalina Georgieva en Venecia, a principios de julio, donde los comunicados posteriores respecto de los puntos tratados en sendas reuniones habían sido prometedores, pero más ambiguos.

En tercer lugar, los esfuerzos de la Provincia de Buenos Aires por arreglar con sus acreedores constituyen una señal alentadora y traen mayor estabilidad a los mercados, mejorando el contexto en el cual se podría firmar un nuevo Acuerdo con el FMI. En detalle, el 21 de julio PBA anunció que había llegado a un acuerdo con sus principales acreedores, incluido GoldenTree Asset Management (tenedor mayoritario), después de hacer una propuesta mejorada (en la que se incluyó el pago de intereses devengados hasta junio), en línea con la última contraoferta que habían planteado los acreedores. El pasado viernes 6 de agosto se dio a conocer la propuesta

formal de canje, en la que se conocieron condiciones desfavorables adicionales para aquellos tenedores que la rechacen, en un intento de alcanzar las cláusulas de acción colectiva necesarias para lograr la reestructuración.

Finalmente, el acercamiento a los Estados Unidos, principal accionista del FMI, también puede ser leído como un avance en las negociaciones. En este frente encontramos la donación de vacunas Moderna y la compra 20 millones de dosis Pfizer, la designación de un nuevo embajador norteamericano en Buenos Aires, y gestos protocolares de ambos gobiernos, con cartas y visitas de funcionarios relevantes, como la de Jake Sullivan, Consejero de Seguridad Nacional de la Casa Blanca, quien se reunió con el presidente Alberto Fernández la semana pasada en Buenos Aires.

A medida que nos acercamos a fines de año, el panorama continuará aclarándose respecto de la intención del Gobierno de alcanzar un Acuerdo con el FMI. Si, como se deduce en base a señales recientes, hay voluntad de firmar un nuevo Acuerdo, es esperable que sigamos viendo indicios cada vez más concretos de ello. Pero además se empezará a tener mayor certeza respecto del tipo de Acuerdo que se pueda alcanzar, algo crucial ya que será un componente clave del sendero de la política económica argentina de los próximos años.

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

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.