



Weekly Galicia

Economía & Mercados

22 de agosto de 2018



Research | Planeamiento Estratégico y Control de Gestión

Programa Financiero bajo la lupa

- ✓ Con una mayor estabilidad financiera en Turquía, los mercados emergentes operaron con relativa calma en la última semana, pero Brasil es un nuevo factor de incertidumbre.
- ✓ Las dudas sobre el programa financiero especialmente para el año 2019 continúan presionando sobre los activos locales. Por su parte el gobierno afirma que las necesidades para el próximo año alcanzan los USD 7.5 MM y que eventualmente existirían fuentes alternativas para cerrar el *gap*.
- ✓ Con un resultado deficitario de ARS 14.280 M en el mes de julio, el Tesoro acumula un déficit primario de 0,9% del PBI en lo que va del año. De este modo, con los ingresos (+25,6% i.a.) creciendo por encima de los gastos (+19,1% i.a.), el Gobierno pareciera consolidar el sobrecumplimiento de las metas en el séptimo mes del año.
- ✓ Es probable que el gobierno deba solicitar un *waiver* al FMI por no lograr alcanzar el objetivo de inflación fijado. La inflación se ha acelerado en estos meses y se mantendría por encima del 32% (límite superior de la inflación según Stand-By Agreement con el Fondo), haciendo necesario pedir una exención al organismo internacional por incumplimiento de este punto.



Programa financiero bajo la lupa

Con una mayor estabilidad financiera en Turquía, los mercados emergentes operaron con relativa calma en la última semana.

No obstante comienza a cobrar mayor fuerza un factor de riesgo (con particular relevancia para Argentina) que es la incertidumbre política en Brasil, de cara a las próximas elecciones presidenciales a celebrarse en octubre. En este sentido, y acorde a sondeos de los últimos días el ex presidente Lula Da Silva mantiene un nivel elevado de intención de voto, a pesar de que probablemente la justicia electoral vete su candidatura. En tanto, se consolida en el segundo lugar el candidato Jair Bolsonaro mientras que Geraldo Alckmin (candidato preferido del mercado) sostiene una imagen estancada y no repunta en las encuestas. Frente a este incierto panorama el real reaccionó con una depreciación de 3.8% en la semana, registrando la mayor debilidad entre todas las monedas emergentes (la mayoría de ellas se apreció en la semana).

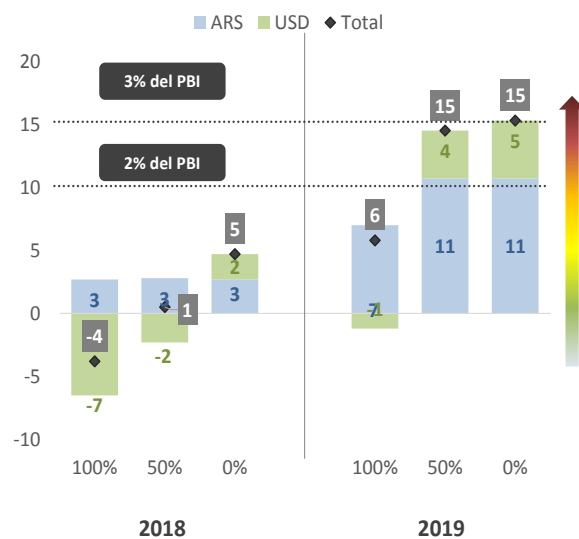
En este contexto, y con factores domésticos que también influyeron, el peso argentino se depreció en la semana un 1.2%. Por su parte (luego del fuerte ajuste y la posterior recuperación parcial) los bonos soberanos en dólares continúan presionados en la medida en que no se despejan las dudas respecto a la capacidad del gobierno para hacer frente a las obligaciones del programa financiero del corriente año y del 2019. Es así como cobran relevancia las licitaciones de letras en dólares (Letes) que está llevando a cabo la cartera de Hacienda en intervalos de 15 días. El mercado mira expectante si el gobierno es capaz de *rollear* estos instrumentos de corto plazo, siendo ésta una señal de recomposición de la confianza de los inversores.

Y es que el gobierno no termina de despejar las dudas que tiene el mercado respecto del programa financiero para lo que queda del año y para el próximo. Al respecto, la versión oficial sostiene que el programa estaría

cerrado para este año y que las necesidades para 2019 alcanzan USD 7.500m., las cuales contrastan con versiones alternativas ubicadas más cerca de USD 15.000m.

Programa Financiero del Gobierno Nacional*

En miles de millones de USD



Como complemento, el Gobierno afirma que de ser necesario podría conseguir financiamiento alternativo proveniente de alguna negociación con los gobiernos de China o de Estados Unidos. O incluso se deslizó la posibilidad de adelantar la totalidad de los desembolsos del FMI al año que viene. Recordemos que de los USD 50 MM del acuerdo, se efectivizaron USD 15 MM de los cuales USD 7.5 MM le corresponden al Tesoro. Restan liquidarse unos USD 6 MM este año y otros USD 12 MM el año que viene. El diferencial de USD 17 MM ingresarían al país entre 2020 y 2021. De acuerdo a nuestras estimaciones, de adelantarse las erogaciones a 2019, se verían despejadas completamente las dudas respecto de la capacidad del gobierno para afrontar las necesidades de financiamiento del próximo año.

Más precisamente, suponiendo un *rolleo* de las Letes en dólares (el principal desafío de corto plazo) de en torno al 50%, lo que se estaría

Programa financiero bajo la lupa

verificando en las últimas licitaciones, el programa financiero estaría efectivamente cerrado para este año, y las necesidades para el año próximo se ubicarían en torno a los 3 puntos del producto. Cambios de escenario que impliquen distintos niveles de apertura de los mercados (i.e. más o menos predisposición a *rollear* Letes), implicarían cambios marcados en las necesidades (ver gráfico).

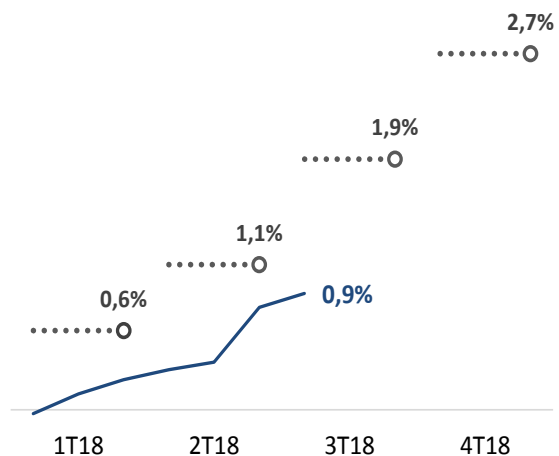
Entre los distintos supuestos utilizados para estimar las necesidades de financiamiento, asumimos el cumplimiento de las metas fiscales tanto para este año como para el que viene. En este sentido, el viernes pasado el Gobierno publicó el resultado fiscal del mes de julio, el cual arrojó un déficit de ARS 14.280 M. Este resultado implica una reducción del 35,4% respecto a igual mes del año anterior, acumulando así un déficit de 0,9% del PBI. Ya en el séptimo mes del año y con un margen de 1,8% del PBI para lo que resta del 2018, el Gobierno aseguró que la meta fiscal es inamovible, y que el objetivo de ARS 362.500 M acordado con el FMI se mantiene alcanzable, aún si consideramos las erogaciones adicionales del Programa de Inversiones Prioritarias. Si bien los ingresos no lograron crecer en términos reales, su crecimiento (+25,6% i.a.) superó el avance del gasto primario (+19,1% i.a.) por sexto mes consecutivo.

El comportamiento de los ingresos fue bastante heterogéneo durante el último mes. Los ingresos tributarios, que representan el 89% del total, avanzaron 18,2% i.a. respecto a igual mes del año previo. En detalle, es interesante mencionar que las Contribuciones a la Seguridad Social crecieron 18,8% i.a. en el mes de julio, arrojando una caída real de 9% i.a. Esta desaceleración estaría explicada en parte por la reforma tributaria sancionada a fines del año pasado, que reduce las contribuciones patronales. Adicionalmente, una caída del salario real y del empleo esperada para la segunda parte del año podría

comprometer el avance de este impuesto para lo que queda 2018. Por otro lado, lo recaudado por Impuesto a las Ganancias cayó 8,8% i.a. en términos nominales, arrojando una caída real aún mayor (-30% i.a.). Esta fuerte caída estaría relacionada con el diferimiento del pago de ganancias establecido para este año. En cuanto a los impuestos relacionados al comercio exterior, se observó una caída de 38,9% i.a. en los Derechos a las Exportaciones, mientras que los Derechos a las Importaciones crecieron 72,9% i.a.

Metas Trimestrales 2018

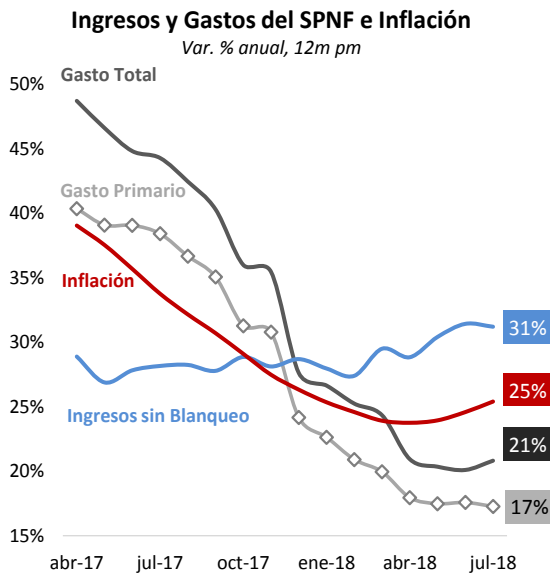
como % PBI



Por otro lado, durante el mes de julio se observó un fuerte crecimiento de las Rentas de la Propiedad (+187,6% i.a.) y de los Ingresos de Capital, sumado a un avance moderado de los Otros Ingresos Corrientes (+21,7% i.a.). Este crecimiento conjunto acelerado (+140,4% i.a.) se puede explicar por ventas de terrenos y otros activos fijos del Tesoro, sumado a una prefinanciación del programa financiero de este año, y a mayores colocaciones del FGS. En relación a esta dinámica, no esperamos un crecimiento similar para los próximos meses. Estos ingresos representaron 12% del total durante este último mes y un 10,4% en el acumulado de 2018; y en lo que va del año,

Programa financiero bajo la lupa

alcanzan un 1,1% del PBI –de un 19% estimado para los ingresos totales en 2018.



Si analizamos la evolución de las erogaciones, encontramos que los Gastos de Capital continúan arrojando variaciones negativas desde diciembre del año previo. En este sentido, desde el anuncio de cambio de metas y los siguientes anuncios respecto a la evolución del resultado fiscal, el Gobierno ha anunciado que retrasaría varios proyectos de obra pública con el objetivo de lograr el cumplimiento de las metas. La caída de julio fue de 19,2% i.a., mostrando un desempeño similar (-19,8% i.a.) en el acumulado del año.

En cuanto a los gastos corrientes, se observa un avance de 27,4% i.a. en las Prestaciones Sociales –el componente más rígido del gasto del Tesoro-, mientras que los Gastos de Funcionamiento (mayormente salarios) arrojan una variación de 16,7% i.a. y los Subsidios Económicos crecieron 17,9% i.a. en el mismo período. En este sentido, se podría argumentar que el Gobierno estaría aprovechando la nominalidad del gasto en un contexto de creciente inflación para contener el avance real, mientras que –como anunciaron

recientemente- complementarían esta estrategia con un incremento de tarifas.

Asimismo, las transferencias corrientes a las Provincias avanzaron en el mes de julio 0,5% i.a., acumulando una caída de 4,5% en lo que va del año. Al respecto, vale recordar el anuncio del Gobierno de la semana pasada, en el que eliminaron el Fondo Federal Solidario, el cual se coparticipaba automáticamente con las provincias. Esta medida, según declaraciones del Ministro de Hacienda –Nicolás Dujovne-, le ahorraría al Tesoro unos ARS 8.500 M.

A pesar de que el cumplimiento de la meta fiscal de este año está bien encaminado (incluso el objetivo de 2019 luce más alcanzable gracias a las medidas implementadas por el gobierno la semana pasada), el gobierno no estaría exento de tener que solicitar un *waiver* al FMI, en este caso por no lograr alcanzar el objetivo de inflación fijado. Recordemos que el acuerdo con el Fondo incluye un sendero trimestral de inflación interanual (constante hasta diciembre 2018 y decreciente en adelante) como uno de sus principales objetivos a cumplir, aunque dejando cierto margen de maniobra. De acuerdo con el documento publicado por el gobierno y el FMI, la meta de inflación de tanto de septiembre como de diciembre es de 27% interanual, con un límite superior de 32%.

En vista de que la última ronda de incrementos tarifarios (sumada a la nueva devaluación del tipo de cambio) ha exacerbado la inflación, es casi una certeza que este objetivo no logrará cumplirse. La inflación interanual de julio (+31,2%) se ubicó peligrosamente cerca del límite superior, y ya para en agosto prevemos que la tasa perfore el techo del 32%, manteniéndose por encima de este tope en los meses que restan del año.

Lo irónico es que las causas detrás de la nueva aceleración de la inflación (más suba de tarifas y nueva devaluación del tipo de cambio)

Programa financiero bajo la lupa

fueron justamente las medidas tomadas para poder cumplir con otros puntos del mismo acuerdo con el Fondo. Uno de estos objetivos es el de alcanzar la meta fiscal vía recorte en los gastos. Su contracara era la suba de tarifas. El otro, el de reducir el stock de LEBAC, para así mejorar la hora de balance del BCRA. Su contracara fue la devaluación, ya que la caída de vencimientos de Letras del Central dio lugar a una mayor cantidad de pesos en circulación que fueron a presionar el dólar. La obtención del *waiver* dependerá justamente de que el gobierno logre transmitir esta noción a un FMI poco acostumbrado al elevado *pass-through* de Argentina, pero las perspectivas de conseguirlo son buenas.

Macroeconomía

Martín Quinteiro
(5411) 6329-3667

martin.quinteiro@bancogalicia.com.ar

Lucrecia Taravilse Diez
(5411) 6329-3175

lucrecia.taravilsediez@bancogalicia.com.ar

Florencia Bazet
(5411) 6329-3965

florencia.bazet@bancogalicia.com.ar

Mercados

Leonardo Torres Barsanti
(5411) 6329-3158

leonardo.torres.barsanti@bancogalicia.com.ar

Diego Chameides
(5411) 6329-5437

diego.chameides@bancogalicia.com.ar

Santos Benjamín Saguier
(5411) 6329-5877

benjamin.saguier@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 S.A. 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.

