

Informe Mensual



23 de mayo de 2023

SOBRECARGANDO LA MACRO

La situación macroeconómica en Argentina muestra tensiones tanto en el "mundo pesos" como en el "mundo dólares". Con más emisión de pesos para cubrir el creciente déficit fiscal vía asistencia directa e indirecta del BCRA al Tesoro, un nuevo salto de la nominalidad de la economía por la aceleración de la inflación, suba de tasas de interés y caída de las Reservas Internacionales con ventas de dólares para regular las cotizaciones financieras, la macroeconomía acumula desequilibrios en diversos frentes. Las perspectivas de que estas "sobrecargas" se corrijan en el corto plazo son escasas, ante el inminente inicio del proceso electoral.

La inflación ha vuelto a acelerarse en los últimos meses, lo que ha llevado al Banco Central a aumentar la tasa de interés de referencia. El efecto que tuvo la suba de los tipos de cambio financieros de fines de abril sobre la inflación del mes pasado persistirá en mayo, lo que podría requerir nuevos aumentos en la tasa de interés. Ante un creciente déficit fiscal, el BCRA también ha vuelto a proporcionar asistencia directa al Tesoro mediante el giro de Adelantos Transitorios, a lo que se suma el financiamiento indirecto a través de la compra de bonos soberanos en pesos en el mercado secundario. La emisión adicional de pesos ha tenido que ser neutralizada debido al debilitamiento paulatino de la demanda de pesos, que no convalida la creciente masa monetaria.

Por el lado de los dólares, la tercera implementación del Programa de Incremento Exportador ha tenido un éxito limitado en la generación de divisas. La producción de soja ha disminuido considerablemente a causa de la sequía y la calidad de la cosecha ha empeorado, lo que ha afectado las exportaciones y, por ende, el ingreso de divisas al país. Además, el esquema de tipo de cambio diferencial no ha proporcionado suficientes incentivos financieros para que los productores liquiden sus divisas. Como resultado, en un contexto de pagos de intereses al FMI, una caída de los encajes en moneda extranjera y supuestas operaciones del Banco Central en el mercado secundario de la deuda en dólares, las Reservas Internacionales continúan disminuyendo, con Reservas Netas en terreno negativo.

El Gobierno estaría llevando adelante conversaciones con el FMI con el propósito de lograr que los desembolsos del Extended Fund Facility pendientes para 2023 sean girados en junio. Sin embargo, incluso aunque se autorizara el desembolso anticipado de todos los fondos previstos para el 2023, éstos sólo alcanzarían para cubrir pagos al FMI hasta octubre de este año inclusive. Por el momento, parecería que el Gobierno se muestra reticente a convalidar las condiciones que exigiría el FMI para efectuar semejante anticipo, entre las que se encontraría una corrección más acelerada del tipo de cambio oficial y el compromiso de que las divisas (al menos la mayor parte) no se utilizarían para intervenir en el tipo de cambio financiero, pero las negociaciones continúan.



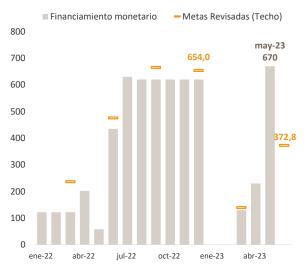
MUNDO PESOS

La macro argentina empieza a sobrecargarse, tanto en el "mundo pesos" como en el "mundo dólares". Por un lado, la inflación ha vuelto a trepar otro escalón en la escalera de la nominalidad, llevando a un nuevo ajuste de la tasa de interés de referencia que probablemente sea insuficiente en mayo. Por su parte, las compras del BCRA de títulos en pesos en el mercado secundario de deuda, que operan como una fuente indirecta de financiamiento al sector público, no parecen alcanzar, dado que se ha recurrido nuevamente a la asistencia vía Adelantos Transitorios. En paralelo, las Reservas Internacionales (ya de por sí escasas) continúan cayendo en parte por las operaciones para regular las cotizaciones financieras, y las Reservas Netas se ubican en terreno cada vez más negativo. Así, la macro argentina acumula desequilibrios en casi todos los frentes y hay escasas perspectivas de que éstos vayan a reducirse; de hecho, lo más probable parece ser que continúen incrementándose, sumando tensión en la previa a las elecciones.

Tras la relativa calma de fines de 2022 y principios de 2023, el "mundo pesos" viene acumulando nuevas tensiones en los últimos dos meses, dando lugar a una nominalidad en ascenso. En abril, la inflación volvió a acelerarse nuevamente, marcando un 8,4% mensual. La aceleración se produjo tras la escalada de las cotizaciones financieras que se había visto durante la segunda mitad del mes pasado. El dato de abril hizo necesario que el BCRA subiera nuevamente la tasa de interés de referencia y el rendimiento mínimo de los depósitos a plazo pasó a ubicarse en 97%. Teniendo en cuenta que el efecto passthrough de abril (impacto de una suba del tipo de cambio en los precios domésticos) perduraría también en mayo, a lo que se sumarían también aumentos previstos de precios regulados como electricidad, gas y transporte público, es posible que la tasa de interés vuelva a ser insuficiente y que deba ser aumentada nuevamente.

En este contexto de aceleración inflacionaria, el BCRA volvió a girar Adelantos Transitorios al Tesoro entre abril y mayo por un total de ARS 540.000 M, de los cuales ARS 440.000 M se transfirieron entre el 4 y el 11 de mayo. Vale la pena recordar que ya en marzo se habían interrumpido más de siete meses sin financiamiento directo del BCRA al Tesoro, con una transferencia por parte de la entidad monetaria de ARS 100.000 M. Aunque los giros de mayo dejan a los Adelantos Transitorios todavía ARS 1.1 Bn por debajo del límite normativo de asistencia del BCRA al Tesoro, las transferencias acumuladas en

Adelantos Transitorios del BCRA al Tesoro En ARS Miles de Millones | Acum. Anual



Fuente: Banco Galicia en base a BCRA y FMI

research.bancogalicia.com.ar | 2



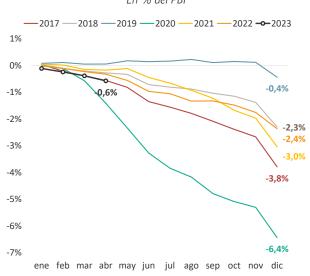
lo que va del año sí superan el máximo estipulado en el EFF, de ARS 372.800 M para el segundo trimestre.

Además del regreso de los Adelantos Transitorios, el BCRA estaría asistiendo indirectamente al Tesoro vía la compra de bonos soberanos en pesos en el mercado secundario. Las compras del BCRA estarían liberando liquidez de organismos públicos para mejorar el porcentaje de *rollover* de las licitaciones de deuda. De acuerdo con datos del mercado, entre fines de marzo y abril proliferaron las operaciones de compra del bono CER T2X3 (que sumaron alrededor de ARS 743.000 M), mientras que en mayo se vio un marcado aumento en las del bono dual TDL23 (con compras por aproximadamente ARS 360.000 M).

Como la demanda no sólo no acompaña la mayor oferta, sino que viene debilitándose paulatinamente, la inyección de pesos generada por los Adelantos Transitorios y por la compra de bonos en el mercado secundario ha debido ser neutralizada. Estas nuevas fuentes de expansión de la base monetaria se suman a los intereses de los pasivos remunerados, que el BCRA venía esterilizando vía cada vez mayores colocaciones de LELIQ y pases (la venta de bonos hard dollar contra pesos también ayudó a absorber parte de las recientes vías de emisión). Como se mencionó en informes anteriores, el esquema vicioso en el cual la tasa de interés se incrementa para sostener la demanda de pesos ante una inflación que se acelera implica la necesidad de esterilizar una creciente masa de pesos, dado que los intereses que devengan los pasivos remunerados ya colocadas son cada vez mayores.

A ello se le suma la emisión exógena, que reapareció en los últimos meses y que obedecen a un déficit fiscal que no cede. Por caso, después de que el primer trimestre del año cerrara con un rojo de las cuentas públicas de casi ARS 690.000 M, por encima del máximo de ARS 441.500 M establecido en el EFF, el déficit de abril ascendió a algo más de ARS 331.000 M (equivalente a 0,19% del PBI). Lo más relevante del dato de abril es que, mientras los ingresos cayeron 17,7% en términos reales, el gasto sólo ajustó en 9,7%. En el primer cuatrimestre del año líneas como otros programas sociales, salarios y gasto de capital acumularon una expansión real, aunque fueron parcialmente contrarrestadas por ajustes en distintas partidas, particularmente en subsidios económicos y en jubilaciones y pensiones. En el primer caso, el ajuste de tarifas ya tiene un efecto evidente sobre las cuentas públicas: los subsidios económicos pasaron de representar 3,1% del PBI a 2,3% en el lapso de un año. En el segundo caso, la fórmula de indexación

Resultado Primario del SPNF En % del PBI

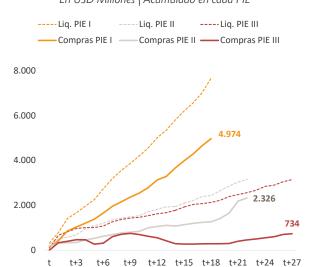


Fuente: Banco Galicia en base a Ministerio de Economía

research.bancogalicia.com.ar [3



Liquidación y Compras de Divisas del BCRA al S. Privado En USD Millones | Acumulado en cada PIE



Fuente: Banco Galicia en base a CIARACEC y BCRA

estipula aumentos con rezagos respecto de la inflación, lo que en un contexto de aceleración de la misma redunda en una licuación real. Se necesitaría un esfuerzo extra para que el déficit de 2023 efectivamente se reduzca, pero en un año electoral es poco probable que el Gobierno convalide recortes adicionales.

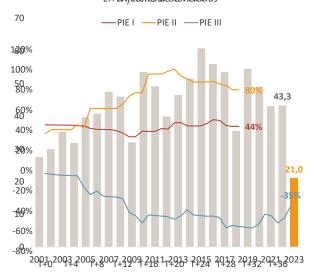
MUNDO DÓLARES

Al tensionado "mundo pesos" deben sumársele las sobrecargas del "mundo dólares", parte que se explica por el limitado éxito de la tercera entrega del Programa de Incremento Exportador (PIE III). La ventana para que los productores de soja liquiden a un tipo de cambio preferencial de ARS/USD 300 está llegando a su fin, pero el esquema dista de haber generado el influjo de divisas que sus predecesores habían promovido. Por caso, entre el 12 de abril y el 22 de mayo los exportadores liquidaron un total de USD 3.143 M bajo el esquema de tipo de cambio diferencial. Se trata de una cifra 59% menor a la del PIE I y sólo similar a la del PIE II, incluso a pesar de que ambas versiones anteriores habían tenido una duración menor a la actual. Más aún, el porcentaje de "retención" de estas divisas por parte del BCRA fue sumamente bajo, con compras netas al sector privado que representaron sólo 23% del ingreso de dólares del PIE III (la entidad monetaria compró alrededor de USD 734 M al sector privado). Durante el PIE I, este porcentaje había sido de 65% y durante el PIE II, de 74%. Se puede concluir, entonces, que el PIE III no ha logrado su cometido de que el BCRA adquiera una cantidad de dólares tal que le permita acumular Reservas. Pero ¿por qué no funcionó el PIE III? Hay tres razones que explicarían la escasa liquidación de divisas que generó esta vez el esquema de tipo de cambio diferencial: es una cuestión de cantidad, calidad y de incentivos.

research.bancogalicia.com.ar 4



Beneficio de L'ConsietatravSo Jasperar 6 meses En l'MftlomesialedTeoTilelAdas



Fuente: Banco Galicia en base a BOIEEX y General etechnología de Buenos Aires

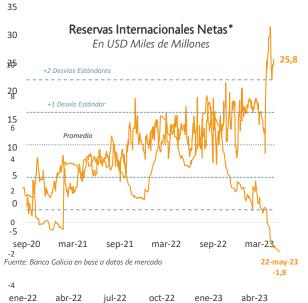
Respecto de la cantidad, la producción de soja estimada para este año ya muestra una caída de 52% respecto de la de la campaña 2021/2022: de acuerdo con la última estimación Bolsa de Cereales de Buenos Aires, el volumen producido ascendería a 21,0 Mtn de soja, contra los 43,3 Mtn del año pasado. Más entidad viene recortando sus proyecciones prácticamente semana a semana, y no se descarta que pueda continuar haciéndolo. Eso implica no solamente que hay menos producción por liquidar si no que la incertidumbre respecto de cuánto se cosechará finalmente frena las decisiones de venta anticipada. A la menor cantidad de soja hay que sumarle la peor calidad de la producción, con una mayor proporción de grano verde, el cual no puede ser exportado como poroto debido a estándares internacionales de calidad y que rinde menos en términos de aceite y pellets. Como consecuencia de la sequía y de la menor producción las aceiteras están aumentando sus márgenes de tolerancia, aceptando este año una mayor proporción de grano verde que en otras campañas, aunque la producción de derivados de soja se ve afectada.

En tercer lugar, el PIE III no contó con una arista que sí estuvo presente durante los PIE I y II: el incentivo financiero. Si bien el tipo de cambio diferencial del actual esquema es similar al de las variantes anteriores una vez ajustado por inflación, el nivel de tasas de interés y los precios futuros del dólar y de la soja han resultado en que el beneficio de liquidar durante la mayor parte de la duración del actual PIE fuera menor al de esperar seis meses y, en el ínterin, tomar deuda en pesos. En otras palabras, dado el precio de los contratos de futuros de dólar a noviembre, durante las últimas semanas para un productor ha sido más rentable endeudarse a la tasa mínima para exportadores (equivalente a 1,25 veces la tasa de política monetaria, actualmente en 121,25%) que liquidar la cosecha. Ante este panorama, es entendible que el efecto del esquema diferencial de tipo de cambio se haya diluido.

research.bancogalicia.com.ar | 5



Spread por Legislación - Bono 2030 Diferencial de Paridad | En p.p



*En base o metodología FMI (Reservas netas de encajes en USD, swap con China, SEDESA, préstamo BIS) | Incluye DEG de refuerzo presupuestario

Fuente: Banco Galicia en Base a BCRA, FMI y estimaciones propias

Así, los escasos USD 734 M que el BCRA pudo adquirir (liquidación de dólares neta de las ventas al sector privado) en el último mes y medio no logró compensar la caída de las Reservas por otros factores. En primer lugar, entre el 14 abril y el 17 de mayo (último dato disponible) se efectuaron tres pagos de intereses al FMI por un total de USD 2.060 M, a lo que se sumaron sendos pagos a organismos internacionales de USD 180 M. A su vez, el retiro de depósitos en dólares implicó una merma en los encajes en moneda extranjera (que se computan dentro de las Reservas Internacionales brutas, pero no así de las netas) equivalente a USD 606 M. Por último, la entidad monetaria parece haber vuelto a realizar operaciones en el mercado secundario de la deuda en dólares con el propósito de mantener acotadas las cotizaciones financieras.

A principios de mayo la CNV implementó cambios normativos que limitaron las operaciones de compraventa de dólares financieras y segmentaron mercados, como ya se había visto anteriormente, en especial en 2021. En las ruedas siguientes se verificó un incremento en el volumen operado de bonos en dólares, especialmente de AL30, en el segmento prioridad precio-tiempo de BYMA. Durante las últimas semanas, el tipo de cambio implícito del AL30 se mantuvo relativamente estable en ARS/USD 438 (contado con liquidación), mientras que las cotizaciones de los dólares obtenidos mediante la compraventa de acciones treparon hasta ARS/USD 456. Finalmente, entre el 2 y el 22 de mayo las Reservas Internacionales del BCRA cayeron en USD 917 M debido al factor "Otros", cifra que no se explica por cambios en las cotizaciones del yuan o del oro. La explicación más plausible para toda esta serie de fenómenos es que el BCRA habría vendido bonos hard dollar contra pesos y luego los habría recomprado utilizando dólares. Vale la pena comentar que el jueves 18 de mayo el volumen operado de AL30 se redujo fuertemente, a la par que las cotizaciones implícitas de operar con este bono mostraron un salto, con el CCL pasando de ARS/USD 454 a ARS/USD 480, en línea con otros tipos de cambio financieros.

Los eventos de mayo dieron lugar a una caída adicional en las Reservas Netas, que entre fines de abril y principios de mayo habrían perforado el cero y se ubicarían actualmente en alrededor de USD -1.800 M. El desafío ahora ya no sería acercarse a la meta de Reservas Netas establecida en el Extended Fund Facility (el cual implica un saldo de USD 9.100 M para fines de junio), si no lograr que éstas vuelvan a terreno positivo. Es por ello que el Gobierno estaría llevando adelante conversaciones con el FMI con el propósito de lograr que los



desembolsos del EFF pendientes para 2023 sean girados en junio.

Sin embargo, incluso aunque se autorizara el giro anticipado de todos los desembolsos previstos para el 2023, estos fondos sólo alcanzarían para cubrir pagos al FMI hasta octubre de este año inclusive. Más allá de dicho mes, que casualmente coincide con las elecciones generales, el Gobierno deberá hacer uso de fondos propios para continuar honrando los vencimientos de capital e intereses con el organismo internacional (asumiendo que los desembolsos del FMI no son empleados para cubrir otras vías de demanda de divisas, supuesto exigente teniendo en cuenta la variedad de tensiones que se acumulan en el "mundo dólares"). Por el momento, parecería que el Gobierno se muestra reticente a convalidar las condiciones que exigiría el FMI para efectuar semejante anticipo, entre las que se encontraría una corrección más acelerada del tipo de cambio oficial y el compromiso de que las divisas (al menos la mayor parte) no se utilizarían para intervenir en el tipo de cambio financiero, pero las negociaciones continúan.

research.bancogalicia.com.ar | 7



Economista Jefe

Diego Chameides

diego. chame ides@bancogalicia.com. ar

Research

Florencia Bazet

florencia.bazet@bancogalicia.com.ar

Agustín Berasategui

agustin.berasategui@bancogalicia.com.ar

Iván D'Agostino

ivan.dagostino@bancogalicia.com.ar

Strategy

Luis María Vicien

luis.vicien@bancogalicia.com.ar

Rodrigo Pereyra

rodrigo.pereyra@bancogalicia.com.ar

Daiana Olivera

daiana.olivera@bancogalicia.com.ar

Tomás Ruiz Palacios

truiz@bancogalicia.com.ar

Leonardo Torres Barsanti

leonardo.torres.barsanti@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 seg uir alquna acción específica. Todos los términos aquí utilizados deben ser considerados de acuerdo a las leyes argentinas.

