

SECA

Se terminó el verano y con él cualquier expectativa de mejora climática que pudiese atenuar la caída de las proyecciones de la cosecha gruesa para 2023. El **impacto de la sequía** es determinante para la macro y afecta negativamente al frente externo, el fiscal y la actividad, entre otros.

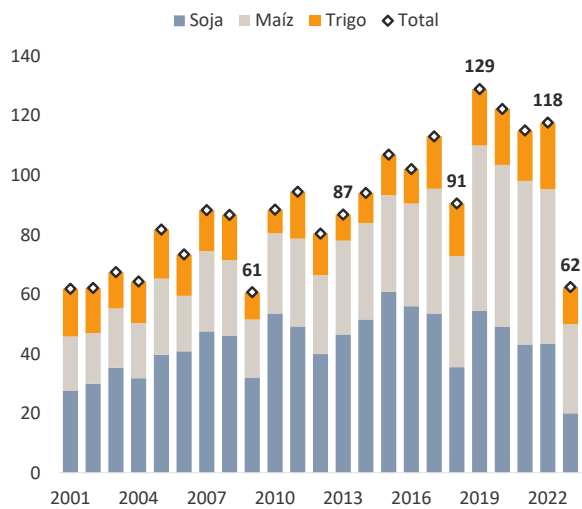
La Bolsa de Cereales de Buenos Aires reflejó en su última **estimación una producción para este año de soja y maíz** de sólo **25 Mtn y 36 Mtn**, respectivamente. Contemplando las pérdidas que se observaron en el trigo, esto se traduce en unos **USD 16 MM menos de exportaciones** respecto al año pasado. La merma en el saldo exportable del trigo, sumada al adelantamiento de liquidaciones de soja que se registró sobre finales del 2022 como consecuencia del Programa de Incremento Exportador (alias "Dólar Soja 2"), generaron una dinámica de **goteo casi incesante de reservas** desde principios de año.

Hasta aquí, la respuesta del Gobierno a esta situación se ha concentrado principalmente en un **férreo control de las importaciones**. Esta forma de abordar el problema tiene dos consecuencias salientes. Por un lado, la falta de insumos importados **reduce la actividad**, que se verá perjudicada de manera directa por la menor producción agropecuaria (-2,4% del PBI) e indirectamente por caídas en ramas relacionadas, como transporte, industria alimenticia, etc. Por otro lado, menores importaciones al tipo de cambio oficial implican un mayor traslado a precios de la brecha cambiaria, generando **presiones sobre la inflación y/o sobre márgenes empresariales** cuando los aumentos de costos no logran ser trasladados al público. Finalmente, la reducción del comercio exterior afectará directamente la **recaudación** por derechos de exportación e importación, complicando la meta fiscal del año.

En este contexto, **la inflación sigue sin mostrar señales de desaceleración**. Luego del 6% de enero, el 6,6% de febrero, un mes habitualmente más tranquilo en términos inflacionarios, encendió las alarmas. Frente a estos datos, el **BCRA dispuso en marzo una suba de 300 pbs de la tasa de Leliq** llevándola al 78%, en lo que fue su primer movimiento desde septiembre pasado.

En un contexto donde **escasea el financiamiento** para el Tesoro, el Gobierno dio a conocer la semana pasada una serie de medidas tendientes a "ordenar" las tenencias de deuda en manos de organismos estatales, pero que, al analizarse en detalle, parecen apuntar a conseguir fondos para cubrir las crecientes necesidades fiscales. Analizamos a continuación los **detalles de la estrategia y sus implicancias**.

Cosecha Grandes Cultivos En Millones de Toneladas



Fuente: Banco Galicia en base a Bolsa de Cereales de Buenos Aires

SEQUIA

Se terminó el verano y con él cualquier expectativa de mejora climática que pudiese atenuar la caída de las proyecciones de la cosecha gruesa para 2023. El **impacto de la sequía** es determinante para la macro y afecta negativamente al frente externo, el fiscal y la actividad, entre otros.

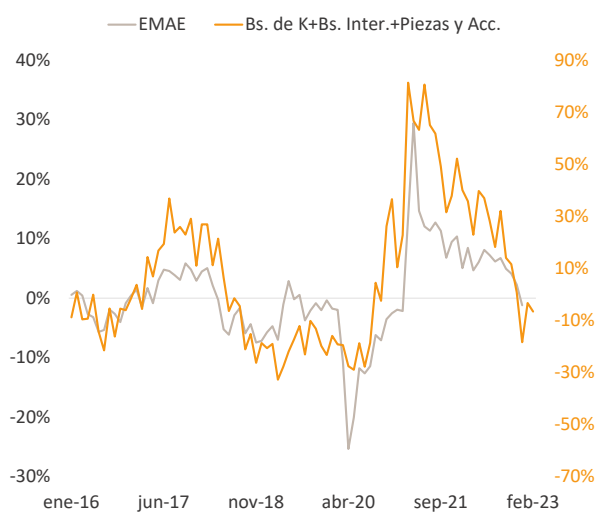
La Bolsa de Cereales de Buenos Aires reflejó en su última estimación una **producción para este año de soja y maíz de solo 25 Mtn y 36 Mtn**, respectivamente. Contemplando las pérdidas que se observaron en el trigo, esto se traduce en unos **USD 16 MM menos de exportaciones** respecto al año pasado.

La merma en el saldo exportable del trigo, sumada al adelantamiento de liquidaciones de soja que se registró sobre finales del 2022 como consecuencia del Programa de Incremento Exportador (alias "Dólar Soja 2"), generaron una dinámica de goteo casi incesante de reservas desde principios de año. Las mismas cayeron USD 6,8 MM, mientras que el BCRA ha vendido USD 2,3 MM en el MULC en ese período. Al cierre de hoy estimamos un saldo de **reservas netas de USD 1,7 MM**, bien por debajo de la meta acordada con el FMI de USD 7,8 MM para el primer trimestre. Se espera que el Organismo comunique hacia finales de esta semana nuevos objetivos del programa, contemplando el impacto de la sequía.

Hasta aquí, la respuesta del Gobierno a esta situación se ha concentrado principalmente en un **férreo control de las importaciones**. Esta forma de abordar el problema tiene dos consecuencias salientes. Por un lado, la falta de insumos importados **reduce la actividad**, que se verá perjudicada de manera directa por la menor producción agropecuaria (-2,4% del PBI) e indirectamente por caídas en ramas relacionadas, como transporte, industria alimenticia, etc. Por otro lado, menores importaciones al tipo de cambio oficial implican un mayor traslado a precios de la brecha cambiaria, generando **presiones sobre la inflación y/o sobre márgenes empresariales** cuando los aumentos de costos no logran ser trasladados al público.

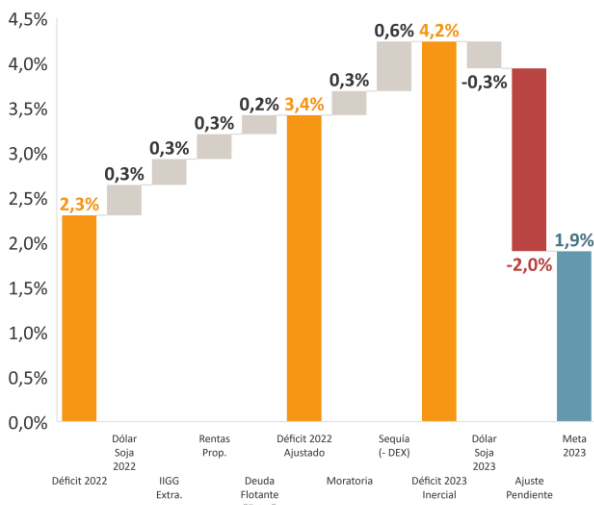
Finalmente, la reducción del comercio exterior afectará directamente la **recaudación por derechos de exportación e importación**. Estimamos ese impacto en 0,6% del PBI. A esto habrá que sumarle el efecto de la caída del producto sobre los impuestos asociados a la actividad. Si ajustamos el saldo de déficit primario de 2022 del 2,3% por conceptos extraordinarios registrados el año pasado, sumamos el

Actividad Económica e Importaciones Var. % i.a.



Fuente: Banco Galicia en base a INDEC

Resultado Fiscal Ajustado En % del PBI



Fuente: Banco Galicia en base a MECON y estimaciones propias

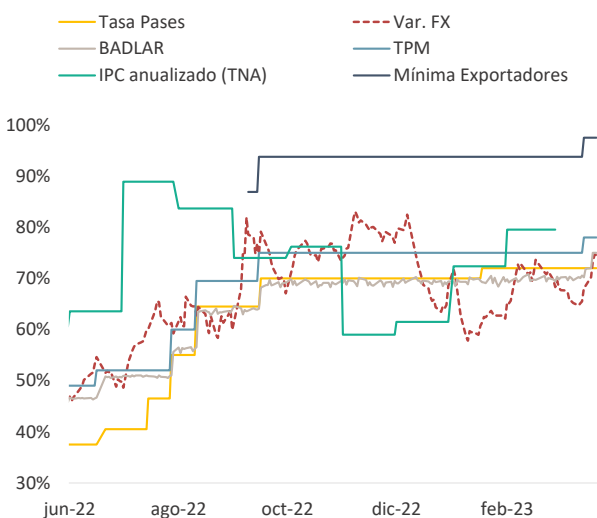
impacto directo de la sequía y el costo de la recientemente aprobada moratoria jubilatoria (0,27% del PBI, según estimaciones de la Oficina de Presupuesto del Congreso), el **déficit inercial para este año se ubicaría en 4,2%**. Asumiendo que el Gobierno presentará un “Dólar Soja 3” o algún tipo de desdoblamiento cambiario que en la práctica beneficie a ciertos complejos exportadores, el Tesoro incrementaría sus ingresos en aproximadamente 0,3% del PBI. Es decir que, aun así, **se debería evidenciar un esfuerzo fiscal de casi 2 puntos del PBI adicionales para alcanzar la -hasta hoy vigente- meta de déficit primario de 1,9% del PBI**. Para poner en contexto la dificultad de esta tarea, esto requeriría un ajuste del gasto real del 9% en este año electoral. Todo esto nos lleva a pensar que el FMI deberá relajar la meta fiscal o que la actual no será cumplida.

INFLACIÓN, TASAS Y TIPO DE CAMBIO

En este contexto, **la inflación sigue sin mostrar señales de desaceleración**. Luego del 6% de enero, el 6,6% de febrero, un mes habitualmente más tranquilo en términos inflacionarios, encendió las alarmas. Sobre todo teniendo en cuenta la aceleración de los precios de los alimentos que arañó el 10% m/m, impulsando a la núcleo, que también trepó hasta el 7,7% m/m. Esto deja un alto arrastre para marzo, mes en donde, además, se concentran una serie de aumentos de precios regulados. Las mediciones de alta frecuencia indican que muy probablemente el tercer mes del año muestre una nueva suba en la inflación mensual.

Desde finales del año pasado, el **Banco Central redujo el ritmo de depreciación del tipo de cambio oficial**, pasando de una tasa nominal anual del 80% en diciembre a aproximadamente 60% en enero y 70% en febrero y marzo, por debajo de la inflación registrada en ese periodo y compensando la mayor velocidad relativa a la inflación. Entendemos que esta desaceleración al principio de 2023 obedecía a la **necesidad de anclar expectativas de cara al inicio de las paritarias** y que la política cambiaria debía mostrar cierta consistencia con el objetivo de inflación del 60% sellado en el Presupuesto. Sin embargo, la dinámica de precios del primer bimestre desvió esas pretensiones. **La respuesta de los gremios hasta ahora se ha concentrado en acortar los plazos de los acuerdos con revisiones que se vuelven cada vez más frecuentes**.

Tasas de Interés, Tipo de Cambio e Inflación TNA en %



Fuente: Banco Galicia en base a datos de mercado

Intereses Pasivos Remunerados

En % de la Base Monetaria



Fuente: Banco Galicia en base a BCRA

Mientras tanto, el BCRA dispuso en marzo una **suba de 300 pbs de la tasa de Leliq llevándola al 78%**, en lo que fue su primer movimiento desde septiembre pasado. Con esto se intenta que la tasa nominal no quede lejos de la inflación para alentar las colocaciones en pesos y, así, desincentivar inversiones alternativas como el dólar MEP. Sin embargo, cada punto adicional de tasa complica aún más la situación patrimonial del BCRA. Con un stock de pasivos remunerados que oscila en torno al 12% del PBI, **la cuenta de intereses que debe emitir el Banco Central es significativa**. Sólo por este concepto, el BCRA emitió ARS 1,8 billones en el primer trimestre del año, es decir un 35% de la base monetaria.

“ORDENAMIENTO” DE LA DEUDA INTRA-SECTOR PÚBLICO

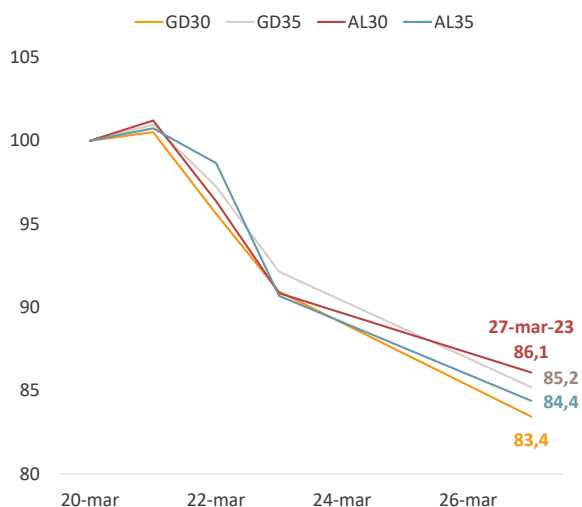
En un contexto donde **escasea el financiamiento** para el Tesoro, el Gobierno dio a conocer la semana pasada una serie de medidas tendientes a “ordenar” las tenencias de deuda en manos de organismos estatales, pero que, al analizarse en detalle, parecen apuntar a conseguir fondos para cubrir las crecientes necesidades fiscales.

El **DNU** que se publicó el pasado jueves, pero que se filtró a la prensa el martes, **obliga a los entes públicos a vender sus tenencias de títulos en moneda extranjera** bajo legislación local (“Bonares”) contra pesos y a canjear aquellos con legislación internacional (“Globales”) por bonos Duales a 2036, que pagarían el máximo entre inflación y devaluación del tipo de cambio oficial más un cupón anual del 3%. El 70% del producido por la operación de los Bonares deberá ser destinado a suscribir los mismos bonos Duales 2036, mientras que el 30% restante podrá ser utilizado para atender los objetivos de cada institución pública.

Los **Globales** que se canjeen serían luego **deslistados** en Estados Unidos. Esto reduciría el monto emitido de deuda pública en unos USD 4 MM, aproximadamente 1% del total o 6% de los títulos con legislación extranjera. Vale la pena remarcar que esta operación no alteraría las mayorías necesarias para activar las Cláusulas de Acción Colectiva (CAC), ya que las tenencias intra-sector público no votan en el caso de un evento que requiera alcanzar los umbrales dispuestos por las CAC. Por lo tanto, se trata más de un cambio “estético” que práctico.

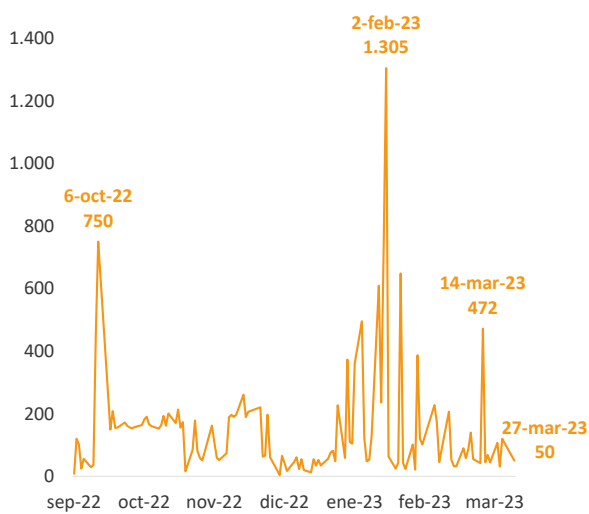
Precio GD30, GD35, AL30 y AL35

20-mar-2023 = 100



Fuente: Banco Galicia en base a datos de mercado

Volumen Operado AL35
En ARS Millones



Fuente: Banco Galicia en base a datos de mercado

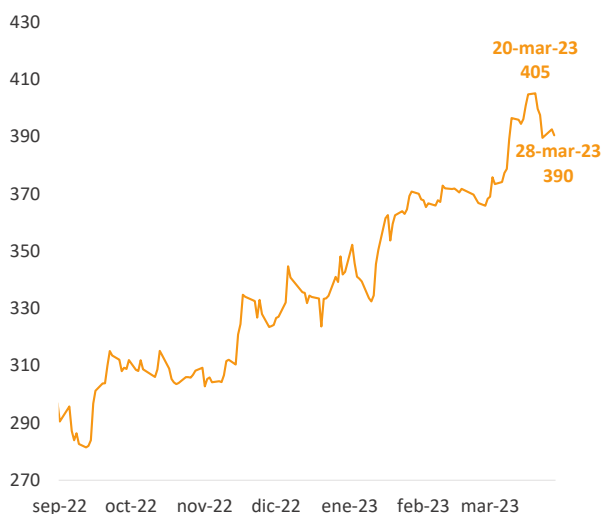
Por otro lado, las tenencias de Bonares en manos del sector público (excluyendo al Banco Central), alcanzarían los VN USD 15 MM, unos USD 3.500 M a valores de mercado de hoy. De estos unos VN USD 11 MM estarían en manos de ANSES, siendo el AL35 y el AE38 las tenencias más importantes por unos VN USD 6,4 MM y VN USD 3,6 MM, respectivamente. Asumiendo que se pudiesen vender todos esos títulos en el mercado, y que se suscribe el 70% de lo obtenido de Duales, el Gobierno conseguiría **financiamiento por aproximadamente ARS 1 billón**. Para poner esto en contexto, el déficit que estamos proyectando para este año de 3% del PBI equivale a unos ARS 4,9 billones (los primeros dos meses del año acumulan un déficit primario de 0,26% del PBI).

Sin embargo, vender todos esos bonos en el mercado doméstico no será fácil, al menos no a inversores privados (descartemos por ahora la posibilidad de que sea el propio BCRA quien termine comprando). El volumen promedio diario de marzo de todos los Bonares en los mercados argentinos no llega a ARS 5 MM. Es decir, que **para liquidar todos estos títulos se necesitarían unos 270 días**. Por esto, el Gobierno ha dicho que prepara anuncios tendientes a incrementar la demanda por parte de inversores institucionales, pero no se conocieron detalles hasta ahora más allá del levantamiento de la prohibición para operar MEP/CCL con Bonares para ALyCs.

La expectativa de una mayor oferta esperada de bonos, sin una demanda que compense, generó **caídas de los títulos en USD** de hasta 10% desde el martes pasado. Si se concretase en su totalidad la operación, el **stock de deuda en manos del Sector Privado se incrementaría en 11% y con tasas que superarían el 25% en moneda dura**. Una operación de este estilo pondría más dudas sobre la sostenibilidad de deuda, justo en la antesala de la revisión del FMI que se espera para finales de esta semana. ¿Dirá algo el Staff sobre esta operación?

El Ministro de Economía también aseguró que esta estrategia apunta a contener la brecha cambiaria, ya que asigna a la suba de los tipos de cambio paralelos un rol significativo en la aceleración inflacionaria del primer trimestre. No obstante, el **CCL promedio de enero y febrero subió menos que la inflación, marcando aumentos de 4,9% y 4,2%, respectivamente**. Desde fines de octubre el ritmo anualizado de incremento del CCL se ubica en el 80%, bien por debajo de la inflación marginal que supera el 100%. Además, es bastante evidente que no se puede operar sobre el CCL, sin afectar paridades, solamente vendiendo títulos contra pesos sin que al mismo tiempo se compre contra dólares. Por estos motivos,

Tipo de Cambio CCL
ARS/USD



Fuente: Banco Galicia en base a datos de mercado

creemos que el objetivo principal sigue siendo el de conseguir financiamiento.

Mientras tanto, la oposición ha salido a plantear reparos a esta estrategia y ya se han presentado **amparos** a la Justicia. Ya no sólo existen, entonces, restricciones de mercado, sino también legales para efectuar la operación. Si se sortea la cuestión legal, **¿podría ser el BCRA el que termine comprando estos títulos?** Esto pondría un piso más alto a las paridades de los bonos, pero a costa de una mayor emisión monetaria, con riesgos asociados sobre la estabilidad nominal de la economía y contraindicadas por un **FMI** que hasta aquí no ha planteado represalias frente a ninguna de las políticas aplicadas que contradicen su libreto.

En conclusión, la búsqueda urgente de financiamiento frente a un déficit aún elevado ha desembocado en estas medidas. Sin embargo, varios elementos permiten prever que la ejecución de la estrategia planteada la semana pasada no estará libre de obstáculos y que **probablemente no se llegue a concretar en su totalidad.**

Economista Jefe

Diego Chameides

diego.chameides@bancogalicia.com.ar

Macroeconomía

Florencia Bazet

florencia.bazet@bancogalicia.com.ar

Iván D'Agostino

ivan.dagostino@bancogalicia.com.ar

Agustín Berasategui

agustin.berasategui@bancogalicia.com.ar

Estrategia

Luis María Vicien

luis.vicien@bancogalicia.com.ar

Leonardo Torres Barsanti

leonardo.torres.barsanti@bancogalicia.com.ar

Rodrigo Pereyra

rodrigo.pereyra@bancogalicia.com.ar

Tomás Ruiz Palacios

truiz@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.