



Weekly Galicia

Economía & Mercados

21 de febrero de 2018



A cara o seca

- ✓ Tras el importante *sell-off* observado en las primeras semanas de febrero, los mercados internacionales se estabilizaron marcando incipientes recuperaciones tanto en activos de renta fija como en equity. En este contexto Argentina logró capitalizar los mejores desempeños pero continúa expuesta a lo que pueda suceder en el ámbito global.
- ✓ La Bolsa de Cereales ratificó esta semana la reducción en sus estimaciones para la cosecha gruesa 2017/2018, debido a que las lluvias de los últimos días no alcanzaron a compensar la escasez hídrica. Las pérdidas, valuadas en alrededor de USD 3.100 millones (0,5% del PBI), tendrían un impacto no solamente en la actividad sino en la generación de divisas. A ello se le suma que la reducción gradual del impuesto sobre las exportaciones de soja genera incentivos para retener la cosecha, afectando la recaudación vía menores alícuotas y menores cantidades.
- ✓ El resultado fiscal de enero arrojó un superávit de ARS 3,9 MM, explicado por un crecimiento de 19,3% i.a. de los ingresos, que se encontraría en 27,7% i.a. al excluir los ingresos del sinceramiento fiscal. Por su parte, el gasto primario mostró un crecimiento de 19,5% i.a. explicado principalmente por la evolución de los gastos corrientes (+26,3% i.a.), mientras que los gastos de capital cayeron 40,1% i.a.
- ✓ Los intereses erogados en el mes de enero alcanzaron un máximo de ARS 29,9 MM, explicado en parte por el pago de intereses al BCRA que correspondían al mes de diciembre, y por el pago de un cupón semestral de colocaciones realizadas en enero de 2017. Con todo, el Ministerio de Hacienda espera que el pago de intereses alcance el 2,2% del PBI, encontrándose así por debajo del promedio de la región.
- ✓ El BCRA ubicó en 26,75% el rendimiento de la Lebac más corta en el día de ayer, expandiendo la base monetaria en ARS 95 MM. El 70% de las adjudicaciones se dieron en el primer tramo, lo cual es compatible con expectativas de tasas que se ubican por encima de los rendimientos de las tasas *forward*.
- ✓ La inflación de enero se ubicó en 1,8% mensual (+25,0% anual), apuntalada por los precios regulados y estacionales. En los próximos meses, las subas en las tarifas de servicios públicos anunciadas a fines de 2017 contribuirán a la inflación con aproximadamente 4,0 puntos porcentuales, dando lugar a una inflación de 12,3% en la primera mitad del año. Si bien el segundo semestre será menos desafiante, el BCRA tendrá poco margen para alcanzar su meta de 15%.



Los mercados internacionales continúan acoplándose al nuevo escenario de tasas luego de lo que fuera el importante *sell-off* observado en las últimas semanas con su posterior estabilización. Es así como persisten las presiones sobre la parte corta de la curva de Treasuries estadounidenses, con un bono a 2 años que tocó niveles de 2,26%, máximos desde la crisis de 2008. De momento, esta suba no se trasladó a los tramos largos que se mostraron estables a lo largo de la semana, con un Treasury a 10 años en rendimientos cercanos a los 2,90%. Dicha estabilidad se vio parcialmente alterada hoy por la tarde luego de que se publicaran las minutas de la última reunión de la FED, provocando un salto de 5pbs a niveles de 2,94%. En dichas minutas los miembros del comité se mostraron confiados con la dinámica de crecimiento e inflación por lo que un salto adicional (el cuarto) en la tasa de referencia no estaría descartado para el resto del año (actualmente con una probabilidad implícita del 32%).

En tanto -gracias a esta estabilidad en la deuda libre de riesgo a lo largo de la semana- los mercados emergentes (en particular Argentina) lograron recuperaciones parciales tanto en los mercados de equity como de renta fija. La deuda soberana argentina había sido la más afectada con un Embi+ Arg que había subido unos 75pbs en el año, contra una región que en promedio lo había hecho en 12 pbs. Parte del castigo podría estar explicado por fundamentos locales -como la exposición que tiene nuestro país a los mercados de deuda internacionales o el relajamiento de la política monetaria- pero pareciera que existió una sobre-reacción con un castigo más que proporcional para la deuda Argentina. Esto explicaría por qué los bonos en dólares argentinos lideraron las subas en los últimos días (Embi+ Arg -29pbs, Embi+ de la región con una baja promedio en 12pbs). No

obstante, tras esta incipiente recuperación, el equilibrio pareciera no estar definido ya que como hemos dicho el mercado de tasas internacionales podría seguir presionando al alza acompañando el buen momentum de crecimiento global junto con las presiones inflacionarias que esto conlleva.

Sumado a los riesgos del panorama internacional, existen ciertos factores domésticos (ver abajo) que podrían repercutir sobre la curva soberana en dólares. En este sentido, las letras en dólares (Letes) vuelven a convertirse en un instrumento atractivo para aquellos inversores conservadores que buscan dolarizar cartera con una duration acotada. En la licitación del día de hoy, desde el Ministerio de Finanzas mantuvieron inalteradas las TNA de las Letes respecto a las últimas licitaciones pero acortaron fuertemente los plazos, determinando una suba de la tasa efectiva en sintonía con los incrementos vistos en los rendimientos de la deuda de corto plazo en los EE.UU. de aproximadamente unos 30 puntos básicos. Por su lado en la curva en pesos -y ante los aumentos de precios regulados previstos para los próximos meses- los bonos indexados por CER de duración acotada ofrecen una buena cobertura en pesos.

En el plano local, el factor de mayor riesgo a tener en cuenta es el déficit hídrico que actualmente atraviesan las principales regiones agrícolas del país y que sigue afectando los rindes y producción de la cosecha gruesa. Como se mencionó la semana pasada, la Bolsa de Cereales recortó sus estimaciones a 50 millones de toneladas en el caso de la soja (-13% respecto de la campaña anterior) y a 39 millones en el caso del maíz (-5%). A pesar de que en los últimos días se registraron lluvias en diversas regiones del país, éstas resultaron insuficientes para contrarrestar el déficit hídrico, por lo que la nueva estimación se mantiene. De hecho, la

posibilidad de que se produzca una nueva re-estimación a la baja sigue vigente, dado que más de 13.000.000 de hectáreas de soja, maíz y girasol continúan presentando condiciones de cultivo entre regulares y malas.

El impacto que esto tendrá sobre la actividad no es menor. Por un lado, la pérdida en el valor de la cosecha se estima en USD 3.100 millones (a precios de hoy), lo que equivale a alrededor de un 0,5% del PBI. El efecto sobre la economía podría ser incluso mayor a causa del efecto multiplicador que el agro tiene sobre otros sectores con los que eslabona cadenas de valor, como en la producción de alimentos y bebidas (que representan el 20,4% de la industria manufacturera). Por otro lado, el sector agropecuario es el principal generador de divisas genuinas del país, con las exportaciones de productos primarios y manufacturas de origen agropecuario representando más del 60% de las exportaciones argentinas, de las cuales aproximadamente la mitad corresponden a ventas externas de granos y derivados de soja, trigo y maíz.

Además, no hay que olvidar que a partir de enero pasado las retenciones a las exportaciones de soja han empezado a mostrar una baja progresiva de 0,5 puntos porcentuales por mes, hasta llegar al 18% en diciembre de 2019. Esto implica que en los próximos meses los productores se verán tentados a retener la cosecha el mayor tiempo posible, lo cual no solamente impactará sobre las exportaciones agropecuarias (y, en consecuencia, sobre el ingreso de divisas) sino también sobre la recaudación asociada a las mismas (ya de por sí impactadas por la menor alícuota). Si bien (por ahora) la restricción externa no presenta un problema, sí habrá que monitorear cuánto merma el ingreso de divisas por la menor cosecha y los mayores incentivos a no liquidarla, y la presión que ello

ejercerá sobre el tipo de cambio, adicionalmente a los efectos en la actividad y las cuentas fiscales.

En esta línea, se acaban de conocer los datos de intercambio comercial y balance cambiario, ambos reflejando el impacto del atraso cambiario. El déficit comercial alcanzó unos USD 1,0 MM con importaciones creciendo al 32% y las exportaciones al 11%. Por su parte el balance cambiario no presenta grandes cambios en sus tendencias, con una cuenta corriente que se mostró un déficit de USD 2 MM y una cuenta financiera superavitaria sólo como consecuencia de las colocaciones del Tesoro.

En el plano fiscal, el mes de enero de 2018 arrojó un resultado positivo con un superávit primario de ARS 3,9 MM. Así el tesoro arranca el año con una mejora de 10% respecto a igual mes del año previo. Esta mejora se debió principalmente a un incremento de 19,3% i.a. de los ingresos totales (ARS 203 MM), que sería equivalente a 27,7% i.a. si se excluyen los ingresos de enero de 2017 correspondientes al sinceramiento fiscal que elevan la base de comparación.

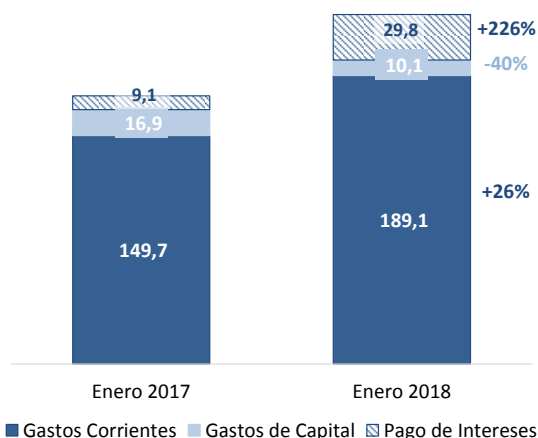
Particularmente, los ingresos tributarios –que representan 92% de los ingresos totales– crecieron 16,9% i.a. (25,7% i.a. *exblanqueo*) impulsados por mejoras en la recaudación del Impuesto a los Débitos y Créditos de 76,0% i.a., del I.V.A. de 45,0% i.a. y Contribuciones a la Seguridad Social de 28,9% i.a. (impuestos ligados a la actividad económica). La mejora de los ingresos ocurrió a pesar de que la nueva escala de Impuesto a las Ganancias motivó un recorte de los ingresos por este impuesto de 10,8% i.a. en enero.

En línea con la evolución de los ingresos, el gasto primario registró un incremento de

19,5% i.a., totalizando en enero ARS 199,2 MM. Los gastos corrientes crecieron 26,3% i.a. en este período (1 p.p. por encima de la inflación), gracias a los aumentos de las Transferencias a Provincias (+40,2% i.a.), las Prestaciones Sociales (+29,4% i.a.) —principalmente jubilaciones— y Otros Gastos Corrientes (+25,9% i.a.). Por el contrario, los gastos de capital cayeron 40,1% i.a. en enero. Si bien se mencionó que tendría relación con la exclusión del Fondo Federal Solidario (se estableció en el presupuesto 2018 que se considera extrapresupuestario), el monto no es significativo y la caída tendría más relación con una disminución generalizada de los gastos de capital que comenzaron una desaceleración ya hacia fines de 2017.

Erogaciones del Tesoro

ARS Millones



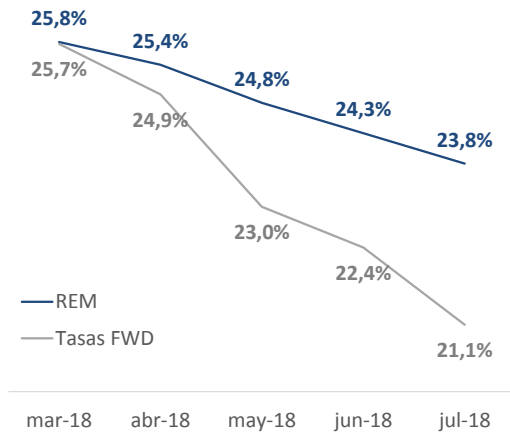
El resultado financiero arrojó un déficit de ARS 25,9 MM, debido a que el pago de intereses ascendió a ARS 29,9 MM, 226% más que en enero de 2017. Este incremento se explica principalmente por el pago de intereses al Banco Central por ARS 9,5 MM correspondientes al mes de diciembre que se pagaron en enero, y por el pago de cupón semestral de deuda colocada en enero pasado que incrementaron los intereses unos ARS 8 MM. Según lo informado por el Ministerio de Hacienda, este guarismo inusual no se repetirá

en los próximos meses, y el pago de intereses resultaría en 2,2% del PBI en 2018 (0,2 p.p. por debajo del promedio de la región y en línea con los niveles de 2017).

Buena parte del financiamiento requerido para cubrir el déficit ya fue adquirido durante los primeros meses, lo que arrojó como efecto colateral una emisión monetaria de ARS 117 MM para que el BCRA le compre los dólares financieros al Tesoro. Como contracara el Central reabsorbió en lo que va del año unos ARS 50 MM entre letras y pases. En particular el día de ayer el BCRA llevó a cabo una nueva licitación de Lebacks en la cual la entidad convalidó una baja de entre 20 y 50 puntos básicos respecto de la última licitación, pero se mantuvo alineado a los rendimientos operados en los últimos días en el mercado secundario. En particular la letra más corta a 28 días la ubicó en 26,75%, dentro del corredor de tasas de política. Prácticamente el total de las adjudicaciones se realizaron en los primeros 3 plazos y en particular el tramo más corto captó el 70% del monto total, reflejando la preferencia por estos tramos, algo que se viene dando desde la licitación de noviembre cuando el Central sorprendió al mercado subiendo más de 200 pbs. los rendimientos. Esta concentración de la demanda en los tramos cortos es esperable en un contexto en el que las expectativas de la evolución de las tasas del mercado (registradas por el Relevamiento de Expectativas del Mercado del propio Central) continúan ubicándose por encima de las tasas forward que ofrece la curva actual de Lebacks. Por caso, si asumimos una amplitud del corredor de pases constante e igual al actual, la tasa esperada de pases pasivos para marzo se encuentra en línea con la tasa más corta implícita de la curva para igual período. Sin embargo esta brecha se amplía hacia los tramos más largos, haciéndolos menos atractivos.

A cara o seca

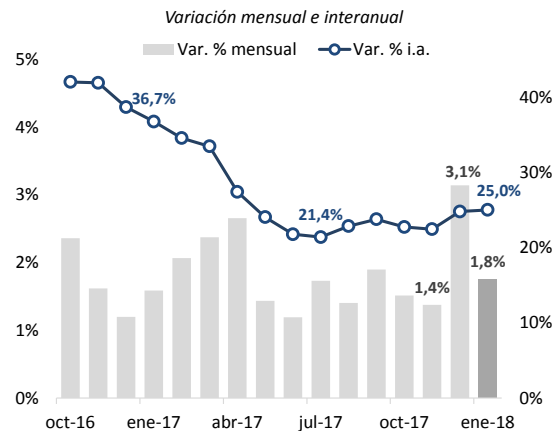
Expectativa de Tasas y Tasas Forward



Con todo, el Banco Central pudo adjudicar unos ARS 398 MM, que combinados con vencimientos por ARS 493 MM dieron como resultado una expansión monetaria de ARS 95 MM, por encima de los ARS 59 MM de expansión de enero y en línea con los ARS 115 MM de diciembre (en este caso, la no renovación de letras estuvo explicada en parte por el incremento estacional en la demanda de pesos). Si bien parte de esta liquidez posiblemente sea reabsorbida en los próximos días por los bancos, esta expansión sumaría alguna presión adicional en un contexto en el cual el BCRA ya emitió en lo que va del año unos ARS 140 MM para financiar directa o indirectamente al Tesoro y que dejan a la base monetaria creciendo por encima del 24% interanual, levemente por debajo de la inflación. Si a esto le sumamos que los agregados más amplios como el M2 privado (demanda transaccional de dinero) continúan creciendo más cerca del 30% interanual, de alguna manera queda relativizada la dureza de la política monetaria. Por otro lado, y en línea con las expectativas de mercado, a nuestro criterio se ve reducido el espacio para mayores bajas en las tasas de interés dado el contexto inflacionario de los próximos meses.

En este sentido el pasado jueves se dieron a conocer las cifras de inflación del INDEC de enero, que arrojaron una variación en los precios al consumidor de 1,8% mensual a nivel nacional. En detalle, la inflación núcleo se ubicó en 1,5%, mientras que los precios estacionales subieron 2,7% y los regulados, 2,1%. En términos interanuales, la inflación general se ubicó en 25%, 10 puntos por encima de la meta de 15% para 2018 y la *core* fue de 21,1%.

Índice de Precios al Consumidor



Para los próximos meses prevemos que los numerosos ajustes tarifarios anunciados por el gobierno a fines del año pasado (agua, luz, gas, transporte público) den lugar a una leve aceleración de la inflación. De hecho, durante el primer semestre los incrementos en bienes y servicios regulados (incluyendo también combustibles y prepagas) contribuirían con aproximadamente 4,0 puntos porcentuales extra a la inflación. Incluso en el caso de que la inflación núcleo continúe cediendo a buen ritmo (a un promedio de 1,2% mensual), el aporte de los regulados daría lugar a una inflación *headline* de 2,0% promedio por mes durante la primera mitad del año. Así, entre enero y junio se acumularía una inflación de 12,3%, casi la totalidad de la meta del Central y una gran parte de la inflación que prevemos

A cara o seca

para 2018 (+19,5% anual). Si bien el segundo semestre luce menos complejo en términos de inflación, dado que el grueso de los incrementos tarifarios se concentrará en la primera mitad del año, la magnitud de las correcciones tarifarias dejaría poco margen al cumplimiento de la meta del BCRA.

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 santos@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.

