



# Weekly Galicia

## Economía & Mercados

21 de marzo de 2018



### Con fundamentos...

- ✓ **Donald Trump continúa imprimiendo una gran incertidumbre en el plano internacional a causa de los recientes cambios anunciados en su gabinete y de la posibilidad de que se anuncien incrementos arancelarios, lo cual elevó las preocupaciones respecto a un conflicto comercial de gran escala en las últimas semanas.**
- ✓ **Mientras tanto, y frente a un contexto internacional de tasas estable, en Argentina se prolonga la caída de la deuda soberana, aparentemente desacoplada tanto de los pares de la región como de países con calificación crediticia similar.**
- ✓ **El incremento de la prima de riesgo argentino no responde a factores vinculados a la economía real: en la última semana, las novedades en este frente fueron favorables. Por caso, el resultado primario de febrero exhibió un déficit acumulado de -0,1% del PBI (en línea con la meta de -0,6% para el primer trimestre), mientras que la tasa de desempleo se retrajo en el cuarto trimestre del año pasado de 7,6% a 7,2%.**
- ✓ **En este contexto la suba en la prima de riesgo podría responder a una sobreexposición del mercado a riesgo Argentina, considerando que en enero el gobierno había colocado USD 9.000 M de deuda en mercados internacionales y a lo que se le sumaron títulos de deuda local suscriptos en dólares durante febrero.**
- ✓ **En este contexto, se redujo la entrada de divisas por inversión de portafolio. En febrero entraron unos USD 200 M, desde un promedio de USD 1.100 M en el segundo semestre del año pasado. Esto, sumado a menores colocaciones corporativas y sub-soberanas en el mercado local habrían generado presiones alcistas sobre el tipo de cambio, que –a pesar de las intervenciones del Central de alrededor de USD 1.000 M- continuó ascendiendo. En el día de hoy la moneda local alcanzó los ARS/USD 20,27, mostrando un avance de 0,15% en la última semana.**
- ✓ **Finalmente, en la licitación de Lebac del día de ayer, el BCRA adjudicó ARS 429 MM de los ARS 526 MM que vencían, resultando en una expansión de la base monetaria de ARS 87 MM. En esta ocasión la tasa de corte se ubicó en 26,50% para la letra más corta, convalidando nuevamente los rendimientos operados en el mercado secundario. Ante este escenario algo más volátil, y con la curva mostrando aún mejores rendimientos en las letras cortas, un 95% de los montos adjudicados se concentraron en los primeros tres tramos.**



El presidente norteamericano Donald Trump continúa acaparando en centro de la escena mundial con decisiones tanto de orden doméstico como de política exterior que dan cierto grado de incertidumbre al marco internacional. En el plano interno, los despidos de dos miembros de su gabinete (el Secretario de Estado -Rex Tillerson- y el principal asesor económico -Gary Cohn-) tomaron por sorpresa al mercado, siendo ambos funcionarios parte del ala más moderada de la administración. Por su parte, en el ámbito internacional continúa latente la disputa alrededor de los aranceles, con una renovada preocupación debido a una nueva avanzada de Trump contra China. El mercado está actualmente a la espera de posibles anuncios el próximo viernes acerca de nuevas medidas comerciales.

En este contexto, los inversores se encontraban expectantes ante la reunión de política monetaria de la FED que concluyó en el día de hoy. Tal como lo descontaba el mercado, la autoridad monetaria confirmó un incremento en la tasa de referencia (la primera en el año), ubicándola en el rango de 1,50/1,75%. No obstante, lo novedoso vino de la mano de la publicación del Dot-Plot y de la conferencia de prensa de Jerome Powell. De acuerdo con la mediana de los miembros del comité, se mantienen tres subas en la tasa de referencia para el corriente año pero se incorpora una suba adicional para el año 2019. Asimismo, hubo mejoras en las proyecciones de crecimiento y empleo pero pocos cambios en las perspectivas inflacionarias.

En su primera conferencia al frente de la FED, Powell mostró continuidad con el mandato de su predecesora, Janet Yellen, marcando una postura prudente tanto en el *statement* como en la ronda de preguntas y respuestas. En tanto, y ante esta postura menos agresiva a la anticipada por algunos participantes del

mercado y luego de una corta sobre-reacción inicial, toda la curva de Treasuries norteamericana finalizó con rendimientos inferiores a los observados en el día de ayer (Treasury a 10 años en 2.88%).

En medio del clima de incertidumbre (y a la espera de la reunión de la Reserva Federal), la deuda en los Estados Unidos operó relativamente estable en el último mes, con un rendimiento promedio del Treasury a 10 años en 2,86%. No obstante, la deuda soberana en dólares de Argentina continuó con su caída de precios, la cual viene arrastrando desde principios de este año. Analizando la evolución de distintas primas de riesgo país, notamos cómo el castigo sobre Argentina se encontró desacoplado del resto de sus pares regionales. Mientras que el EMBI+ Argentina subió unos 20 puntos básicos en la semana, el promedio de la región lo hizo en tan sólo 6 puntos básicos. La diferencia es aún mayor si vemos los desempeños acumulados en el año: un incremento de 65 puntos básicos en el riesgo país de Argentina se compara con un aumento de tan sólo 8 puntos en Latinoamérica. Los únicos países que en cierta medida acompañaron a Argentina fueron Perú (que está atravesado una delicada crisis política) y Ecuador (considerado como un crédito "high yield" o riesgoso).

Puesto que en la región Argentina y Ecuador fueron los únicos países con importantes deterioros en los precios de su deuda, podríamos verificar si esto se debió precisamente a un "sobre-castigo" a los créditos riesgosos. Nuevamente, al comparar créditos similares a los de Argentina (desde B+ a B- acorde a S&P), no logramos identificar un patrón de castigo generalizado en dichos países: créditos como los de Ucrania o Jordania acompañaron el deterioro de Argentina, pero otros como Egipto, Sri Lanka, Ghana y Líbano no mostraron incremento de

spreads. Por el contrario, algunos incluso lograron recortar rendimientos en la deuda. Descartado el contagio global, habría que buscar las causales del castigo en fundamentos domésticos. Sin embargo, las noticias del frente interno que fuimos conociendo en la semana fueron positivas, tanto desde el lado fiscal como de los datos de empleo.

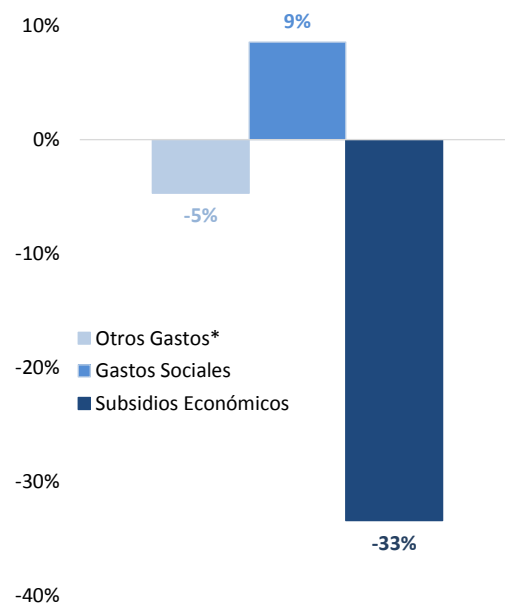
En primer lugar, el déficit fiscal de Argentina alcanzó los ARS 20.228 M en febrero, acumulando así un déficit primario de ARS 16.299 M en lo que va del año (enero había arrojado un superávit de ARS 3.929 M). En detalle, en el segundo mes del año los ingresos crecieron 26,7% i.a. (+27,7% i.a. si excluimos los ingresos del blanqueo en 2017), mientras que el gasto primario creció 18,4% i.a. De este modo, los gastos cayeron en términos reales, mientras que los ingresos superaron levemente al avance de la inflación. Con todo, el déficit acumulado en los primeros dos meses del año fue de -0,13% del PBI (según datos del presupuesto 2018), dando aire para alcanzar la meta fiscal del primer trimestre, ubicada en -0,6% del PBI.

Con respecto a los ingresos, es importante mencionar que durante febrero crecieron sustancialmente los impuestos ligados a la actividad (IVA se expandió 46% i.a. y Débitos y Créditos, 44%), al tiempo que los derechos de exportación aumentaron 253% i.a. debido a mayores liquidaciones y una baja base de comparación de febrero de 2017. Los gastos, por su parte, tuvieron un comportamiento algo heterogéneo. Mientras que las prestaciones sociales se expandieron 33% i.a., los subsidios económicos cayeron 31% i.a. y los gastos de capital se redujeron 15% i.a. Este comportamiento dispar se encuentra en línea con la estrategia del gobierno de reducir el déficit a través de un recorte de subsidios económicos y de un traslado de la inversión

del sector público al privado (gracias al impulso de los proyectos PPP). En este sentido, los subsidios cayeron en términos reales 33% i.a. en el promedio de los últimos doce meses, mientras que los gastos sociales crecieron 9% i.a. y los demás gastos se redujeron 5% i.a. en el mismo período.

### Evolución de los principales componentes del Gasto

Var. % anual real, p.m. 12m.



\*Gastos Primarios, descontando Gastos Sociales y Subsidios Económicos

En cuanto al resultado financiero, éste alcanzó en febrero unos ARS -27,7 MM, con un pago de intereses de ARS 7,5 MM. Así, el pago de intereses acumula en lo que va del año unos ARS 37 MM, producto de un incremento ocurrido en enero que estuvo ocasionado por el pago de cupones semestrales de deuda emitida en 2017 y por el pago de intereses al BCRA (unos ARS 9,5 MM que correspondían a 2017). Aun así, el pago de intereses representó un 0,3% del producto, en línea con lo proyectado por el gobierno (2,3% del PBI en todo el año), y el déficit financiero acumulado fue de ARS -53,6 MM (0,4% del PBI).

Por el lado del empleo, de acuerdo con los resultados de la Encuesta Permanente de Hogares correspondientes al IVT-17 publicados por el INDEC, el número de ocupados creció en 433.000 en comparación con igual período de 2016. De esta manera, la tasa de ocupación pasó de 41,9% en el IVT-16 a 43,0% en el IVT-17. Más aun, la tasa de desempleo se retrajo de 7,6% a 7,2% en términos interanuales. El comportamiento de estos indicadores es reflejo del dinamismo de la actividad económica, que en los primeros meses de este año seguiría exhibiéndose si nos basamos en el buen desempeño de los indicadores parciales ya publicados (producción y patentamiento de autos, despachos de cemento, producción siderúrgica, crédito al consumo, entre otros).

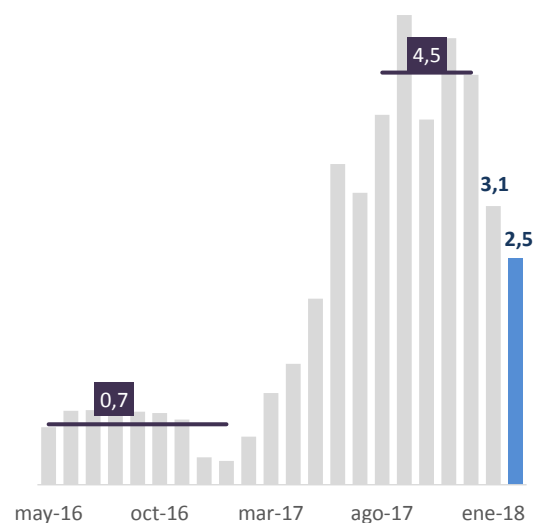
Teniendo en cuenta estos datos positivos de la economía local, la suba en la prima de riesgo de la deuda argentina no estaría asociada al desempeño de la actividad del país, sino que podría ser producto de un exceso de oferta de instrumentos de deuda soberana. Sólo en enero pasado, el gobierno emitió USD 9 MM en los mercados internacionales, a lo que se le sumaron las colocaciones en pesos de febrero, parte de las cuales fueron suscriptas en dólares. De esta manera, la presión adicional sobre los activos locales podría estar explicada al menos en parte por cierta sobreexposición de los mercados a riesgo Argentina, y no tanto por la evolución de la economía en sí misma.

Así, desde el punto de vista del programa financiero del Tesoro es una buena noticia: habiendo colocado deuda para cubrir una gran parte de las necesidades de financiamiento de 2018 tan sólo en los primeros meses del año e incluso antes del incremento de volatilidad en los mercados financieros globales, el gobierno logró despejar en buena parte los riesgos asociados a las necesidades de financiamiento para lo

que resta del año. Sin embargo, desde el punto de vista del inversor esto mismo podría generar cierta incomodidad, sobre todo considerando no sólo el impacto de la suba en las tasas globales sino también la incertidumbre asociada a la recalibración de la política monetaria llevada a cabo por el Banco Central.

### Inversión de portafolio de no residentes

Miles de millones de USD (Prom. móvil 4m)



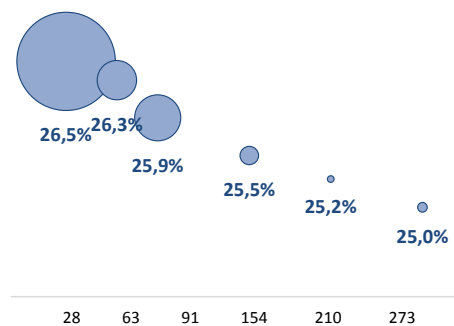
Esta tensión se vio reflejada en el resultado del balance cambiario, que en febrero mostró una entrada de divisas por inversión de portafolio (impulsada en mayor parte por el *carry trade*) de tan sólo USD 253 M, una reducción considerable si lo comparamos con el segundo semestre de 2017, en el que habían ingresado en promedio unos USD 1.100 M por mes. Aun así, el déficit de cuenta corriente observado en el Balance Cambiario se redujo significativamente respecto de los meses anteriores (USD 1.900 M promedio en los últimos 6 meses), alcanzando en febrero unos USD 964 M. Esta reducción se debió en parte a un recorte en el pago de intereses, que venía promediando unos USD 900 M en el último semestre y durante febrero alcanzó unos USD 146 M. Adicionalmente, en este mismo

período la formación de activos externos se redujo significativamente: de unos USD 3.124 M observados en enero se redujo a USD 1.343 M en febrero debido a una menor demanda neta de billetes y menores inversiones de residentes en el exterior. Por otro lado, las colocaciones de bonos corporativos (obligaciones negociables) y sub-soberanos (deuda provincial) se redujeron significativamente respecto del año pasado, lo que también habría generado presiones adicionales sobre el tipo de cambio. A esta altura, en 2017 se habían colocado ya unos USD 6.000 M por este concepto, mientras que hasta el día de hoy se colocaron sólo USD 1.000 M en 2018. Como contracara de la sobre oferta de bonos en el mercado financiero, se observa una sobreoferta de pesos en el mercado local. En lo que va del año el BCRA emitió ARS 156.540 M por compras de dólares al Tesoro, que se comparan con los ARS 47.409 M que se habían emitido por este concepto para igual período en 2017. Si bien parte de estos pesos todavía se encuentran depositados en bancos públicos, el efecto expansivo hizo que la base monetaria interrumpiera su tendencia declinante, acelerando su tasa de crecimiento de +23% i.a. a +27% i.a. en la última semana, superando levemente la tasa de inflación. Más aun, se trata de las mayores tasas de variación observadas desde noviembre del año pasado. Todo esto sumaría presiones sobre la moneda local, que avanzó 0,4% desde el viernes pasado, cuando el Central había vendido más de USD 400 M para contener la divisa. Particularmente, la moneda cerró hoy en ARS/USD 20,27, a pesar de que la entidad habría continuado la intervención con volúmenes cercanos a los USD 40 M. En total, desde comienzos de mes la entidad habría vendido en torno a USD 1.200 M, lo que se tradujo en una absorción monetaria de más de ARS 20 MM por este concepto, moderando así la evolución de los agregados monetarios.

Finalmente, es importante destacar que solamente durante el día de ayer la base monetaria se expandió ARS 87 M, tras adjudicarse unos ARS 429.196 M en la última licitación de LEBAC, frente a vencimientos que alcanzaban unos ARS 526.197 M. Los rendimientos de los nuevos instrumentos de deuda se encontraron entre 26,50% para la letra de 28 días y 24,95% para la de 273 días. Tal y como viene sucediendo desde hace un tiempo, el BCRA convalidó los rendimientos operados en el mercado secundario. De este modo, la curva se mantiene con una pendiente levemente negativa (pero algo más *flat*), tras haber recortado entre 25 y 40 pbs en las letras más cortas respecto de la licitación anterior, mientras que se mantuvieron los rendimientos de los tramos más largos. Frente a un escenario algo más volátil y mayores rendimientos en los tramos más cortos, un 95% del total adjudicado se concentró en los primeros 3 tramos, repitiendo la tendencia a la observada en los últimos meses. En este marco el Central discontinuará la emisión de las letras superiores a 5 meses, lo que en principio sería compatible con la estrategia del Tesoro de completar su programa financiero de 2018 con emisión de deuda en el mercado local.

### Licitación Primaria LEBAC

Tasas de corte



## **Macroeconomía**

Martín Quinteiro  
(5411) 6329-3667

[martin.quinteiro@bancogalicia.com.ar](mailto:martin.quinteiro@bancogalicia.com.ar)

Lucrecia Taravilse Diez  
(5411) 6329-3175

[lucrecia.taravilsediez@bancogalicia.com.ar](mailto:lucrecia.taravilsediez@bancogalicia.com.ar)

Florencia Bazet  
(5411) 6329-3965

[florencia.bazet@bancogalicia.com.ar](mailto:florencia.bazet@bancogalicia.com.ar)

## **Mercados**

Leonardo Torres Barsanti  
(5411) 6329-3158

[leonardo.torres.barsanti@bancogalicia.com.ar](mailto:leonardo.torres.barsanti@bancogalicia.com.ar)

Diego Chameides  
(5411) 6329-5437

[diego.chameides@bancogalicia.com.ar](mailto:diego.chameides@bancogalicia.com.ar)

Santos Benjamín Saguier  
(5411) 6329-5877

[benjamin.saguier santos@bancogalicia.com.ar](mailto: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.

