



# Weekly Galicia

## Economía & Mercados

9 de mayo de 2018



### Misma estrategia, nueva táctica

- ✓ Durante la semana se vio una escalada del 5% por parte del precio de petróleo, en buena medida explicado por la salida de los Estados Unidos del tratado con Irán. Por el lado de las divisas, el dólar se apreció nuevamente, ubicándose en valores máximos desde fines de 2017. En este contexto, las monedas de la región continuaron depreciándose (LACI -2%) y la renta fija también se vio afectada (EMBI+ avanzó un 10% y se ubicó en 330 pbs).
- ✓ En el plano local, los efectos del contexto internacional se vieron incluso profundizados. El peso se depreció 7% y se ubicó en ARS/USD 22,64 al cierre de hoy. Por su parte, el EMBI+ Argentina avanzó un 12% en la semana, ubicándose cerca de 500 pbs.
- ✓ El anuncio de la reducción del objetivo fiscal de déficit primario para este año (de 3,2% a 2,7%), junto con la decisión de iniciar negociaciones con el Fondo Monetario Internacional con la intención de acceder a una línea de crédito, ratifican la estrategia de largo plazo de gradualismo adoptada por el gobierno hace dos años.
- ✓ En este contexto volátil, el BCRA tomo una serie de medidas para morigerar los efectos del contexto internacional sobre la macroeconomía local. Particularmente, el viernes pasado subió la tasa de política monetaria a 40%, amplió el corredor de pasés y limitó la Posición Global Neta de moneda extranjera de los bancos al 10% desde el 30% previo. Asimismo, dejó de intervenir en el mercado spot de divisas tras haberse desprendido de unos USD 7.700 M de reservas internacionales, y comenzó en el día de ayer a vender futuros de dólar a tasa implícitas del 32%.
- ✓ El conjunto de medidas adoptadas por el Gobierno (cambio de táctica) aparece como adecuado para contener la situación en un nuevo contexto internacional. La modificación de la meta fiscal y las negociaciones con el FMI ratifican la estrategia de mediano plazo de convergencia fiscal gradual.



### Misma estrategia, nueva táctica

En la última semana, el contexto internacional mostró señales mixtas. Por un lado, el mercado de *equity* norteamericano exhibió relativa estabilidad, ya que el índice VIX (que mide la volatilidad del mismo) mantuvo una moderada tendencia a la baja, mientras que las expectativas de inflación se mantuvieron estables en torno al 2%. Sin embargo, durante la semana también se vio una escalada del 5% por parte del precio de petróleo (que se ubica en torno a USD 71 por barril), en buena medida explicado por la salida de los Estados Unidos del tratado con Irán. Puntualmente, el acuerdo consistía en que el país americano se comprometía a retirar las sanciones económicas aplicadas en el pasado, a cambio de una supervisión sobre el programa nuclear del país asiático. La salida de Estados Unidos del tratado implicaría la restauración de dichas sanciones económicas, que en años anteriores implicaron menor producción y exportación de crudo por parte de Irán, lo que en principio influiría en el precio del crudo.

Por el lado de las divisas, en la semana se vio un dólar que nuevamente se apreció (+0,3%) frente a una canasta de monedas representativas (euro, yen, libra, etc.). Así, el dólar se encuentra en valores máximos desde fines de 2017 y acumula una apreciación del 4% desde mediados de abril. En este contexto, las monedas de la región continuaron depreciándose; en particular, el índice LACI (que mide la evolución promedio de las monedas de la región) cayó un 2% en la semana. Esto se debe a un rebalanceo de carteras a nivel global que impacta sobre las monedas, y que también está presionando sobre los activos de renta fija. En particular el EMBI+, avanzó un 10% en la semana, ubicándose en torno a 330 pbs.

En el plano local, los efectos del contexto internacional se vieron incluso profundizados. El peso se depreció un 7% en la semana,

ubicándose en el día de hoy en torno a ARS/USD 22,70. En lo que se refiere a renta fija, el EMBI+ Argentina avanzó un 12% en la semana para ubicarse en torno a 500 pbs. En general todos los tramos de la curva se vieron afectados, especialmente los bonos más cortos. Así, los rendimientos en el tramo corto se incrementaron en torno a 125 pbs en promedio durante la semana; en el tramo medio, en torno a 65 pbs; y en el tramo largo, algo menos de 40 pbs.

En este contexto, el gobierno decidió reafirmar la estrategia implementada hace dos años (un enfoque gradualista en la reducción del déficit fiscal, financiado mediante endeudamiento externo), pero cambiando su táctica. En esa línea el pasado viernes desde el Ministerio de Hacienda se anunció un recorte en los objetivos de reducción del déficit primario, pasando del 3,2% de déficit original a un 2,7%. Esto proporciona una clara señal de ratificación del rumbo dirigida en buena parte a los mercados. Por otro lado, el martes al mediodía, mediante un breve discurso grabado en la Casa Rosada, el Presidente Macri anunció que se habían iniciado negociaciones con el Fondo Monetario Internacional con la intención de acceder a una línea de crédito con el organismo internacional para dar respaldo al gradualismo. Algo más tarde, el Ministro de Hacienda Nicolás Dujovne corroboró dicho anuncio a través de una conferencia de prensa, en la que afirmó que un préstamo por parte del FMI era la mejor opción al ser la que más bajas tasas de interés exige.

Si bien aún se desconocen detalles de la negociación, hay tres opciones de crédito que el FMI puede otorgar a uno de sus miembros. La primera es la *Flexible Credit Line* (FCL), una línea crediticia diseñada específicamente para países que se encuentren atravesando una crisis de liquidez pero que presenten

fundamentos macroeconómicos sólidos y buen desempeño económico, y que implementen políticas de gobierno sostenibles. Se trata de una línea de crédito renovable, sin condicionamientos ni límites en términos de monto a otorgar. En caso de utilizarse esta línea de crédito, ésta debe ser repagada en un período de entre 3,25 y 5 años. Los beneficiarios además deben comprometerse a continuar implementando políticas sostenibles y a tomar medidas correctivas en caso de que la ocasión lo amerite. A la fecha, solamente tres países han solicitado una FCL –Colombia, México y Polonia– y aunque ninguna ha hecho uso de los fondos disponibles, el simple hecho de tener acceso a la línea ha permitido mantener los niveles de confianza de los mercados en períodos de estrés.

La segunda opción es una *Precautionary and Liquidity Line* (PLL), cuyos requisitos son más laxos que en el caso de una FCL pero que implica controles periódicos por parte del FMI. Además, tiene como condición previa a su otorgamiento una revisión por parte del organismo internacional y el compromiso explícito de implementar las medidas correctivas que el FMI considere necesarias, más un posterior monitoreo de la evolución de los cambios implementados y de los fundamentos macro. A la fecha, solamente dos países han solicitado una PLL: la ex República Yugoslava de Macedonia y Marruecos. Esta línea puede solicitarse por seis meses o por uno a dos años. En el último caso, el monto máximo del crédito equivale a 250% de la cuota del país solicitante durante el primer año y a 500% en total. Para Argentina, cuya cuota asciende a unos USD 4.500 millones (SDR 3.190 millones), el límite superior de una PLL sería de USD 22.500 millones.

La tercera línea se conoce como *Stand-By Agreement* (SBA), un crédito puente disponible

para todos los países miembro, cuyo monto se negocia de manera *ad hoc* con cada solicitante en base a su necesidad de financiamiento, su capacidad de repago y el historial en el uso de los recursos del FMI. El objetivo del SBA es responder rápidamente a las necesidades de financiamiento externo del solicitante, apoyar políticas diseñadas para facilitar la salida de la crisis y restaurar el crecimiento sostenible. La duración de un SBA es flexible y cubre un período de 12 a 24 meses, pero no más de 36 meses. Entre los países que tienen este tipo de préstamo están Ucrania, Moldavia, Serbia, Kosovo, Bosnia Herzegovina, Kenia, Armenia, Jamaica, Honduras, Egipto, Georgia, Surinam, Seychelles, Jordania, Irak, Túnez y Sri Lanka.

Dado que Argentina no parece cumplir con los requisitos necesarios para acceder a una FCL (con un proceso de desinflación interrumpido desde hace más de medio año y un déficit de cuenta corriente creciente que ya roza el 5% del PBI, los fundamentos macro aún están en proceso de estabilización), lo más probable es que se acceda a un *Stand-By Agreement* o a una *Precautionary and Liquidity Line*. Vale la pena destacar que en ambos casos, es esperable que los requerimientos establecidos por el FMI estén alineados al programa macroeconómico del gobierno y que eventualmente podrían verse correcciones de marginales aunque no de fondo. De este modo, acudir al organismo no representaría un esfuerzo en términos de ajuste y permitiría en primera instancia obtener un sello de aprobación reconocido internacionalmente (necesario para tranquilizar a los mercados) y, llegado el caso, contar con financiamiento a baja tasas para hacer frente a sus obligaciones. La desventaja podría ser el eventual costo político que tiene para el gobierno local acudir al FMI.

Más allá de la ratificación de la estrategia mencionada, durante la última semana el

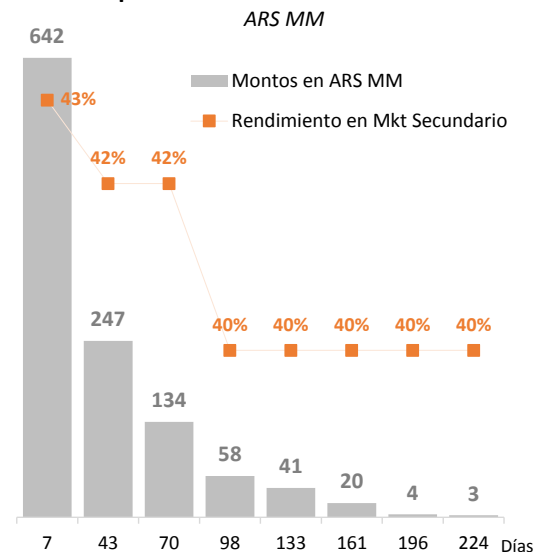
### Misma estrategia, nueva táctica

BCRA cambió su táctica de corto plazo para afrontar la nueva coyuntura. En un principio la entidad había optado por contener la corrida del dólar a través de intervenciones en el mercado cambiario. Pero muy pronto modificó su posición y dejó correr el tipo de cambio en cuanto se evidenció que el desarme de posiciones de los activos locales era una cuestión explicada en buena parte por el contexto internacional y que sería más caro intentar contener la evolución de la moneda, que dejar al peso flotar libremente. Entonces, el Central decidió subir la tasa de política monetaria 1275 pbs a 40%, convalidando los rendimientos que el mercado estaba operando en las Lebac más cortas. Al mismo tiempo, para dejar un margen de maniobra ante el contexto incierto, amplió el corredor de pases. De este modo la tasa de pases activos se encuentra en 47% mientras que la tasa de pases pasivos está en 33%, dándole mayor flexibilidad a las tasas de mercado, lo cual permite que las variaciones en la demanda de dinero no se trasladen automáticamente al mercado cambiario. Sin embargo, el Central hizo énfasis en que esta amplitud es transitoria y que la mantendrá en tanto y en cuanto continúe la incertidumbre de los mercados, de manera que el rendimiento de los activos responda más libremente a los shocks de alta frecuencia. En cuanto esta situación se morigere, el plan del BCRA es retomar un sendero con un corredor más angosto de manera que la tasa de política monetaria se transmita de manera automática al resto de las tasas de interés de la economía.

Respecto al nivel de tasa de política, en el comunicado del día de ayer se hizo mención a los elevados niveles de inflación observados en los últimos meses -mayores a los proyectados- y a la inestabilidad de los mercados emergentes, lo cual hace necesaria una tasa real mayor a la observada en los últimos meses. En particular, antes del inicio de

la volatilidad en los mercados, la tasa real se encontraba en torno a 9,5%. En este sentido, alcanzar tasas reales cercanas a los máximos de fines de 2017 (tasa real del orden del 13%), implicaría una tasa nominal de 31% en próximos meses. Sin embargo, no es el escenario de cortísimo plazo, donde esperamos las tasas se mantengan en los niveles actuales hasta tanto no se estabilice la presión en el mercado cambiario.

**Esquema de Vencimientos de Lebac**



En línea con la apertura del corredor de pases, la entidad monetaria intervino en el mercado secundario de Lebac, operando la letra de junio en 42%, mientras que las más largas rindieron 40% y la letra de mayo rindió 43% sin intervención del Central. Esto da una idea de lo que podría suceder la semana próxima en la licitación de Lebac de mayo, en la cual vencen unos ARS 642 MM (algo más del 55% del stock total). En paralelo, el BCRA volvió a hacer uso de otra de las herramientas disponibles para contener el mercado cambiario. Volvió a intervenir en el mercado de futuros de dólar por primera vez desde el 2015, vendiendo ayer y hoy unos USD 400 M a tasas implícitas de 32%.

### Misma estrategia, nueva táctica

En este marco, y como complemento de las medidas que tomó en la última semana, el Banco Central limitó la posición global neta de moneda extranjera para Bancos al 10% de la RPC, desde el 30% anterior. El objetivo principal no fue incrementar la oferta de dólares de los Bancos (ya que en promedio estimamos la posición de los bancos, al menos privados se encontraba con una exposición menor al nuevo límite) sino contener un potencial incremento en la demanda del sector.

A nuestro entender, el *pack* de medidas adoptado por el gobierno es adecuado, en el sentido de que busca morigerar el impacto que el incremento en la volatilidad internacional tiene particularmente en Argentina, cuya dependencia del endeudamiento externo hoy es fuerte. Es cierto que durante la última semana de abril (en la que se desató el mayor cambio en el contexto internacional) el BCRA pareció subestimar la intensidad y la duración del *shock* externo, intentando sostener la cotización del Peso y las tasas de interés en un contexto en el que se depreciaban todas las monedas de la región. Sin embargo, en los últimos días subsiguientes se vio una respuesta coordinada entre la entidad monetaria y el gobierno más acorde a la coyuntura.

Ante la pérdida de confianza de los inversores internacionales respecto de la consistencia macro de la estrategia gradualista del gobierno, las fuertes señales de compromiso político en la reducción del déficit fiscal (a través del ajuste de la meta) y la existencia de un prestamista de última instancia (el FMI) para hacer frente a un potencial escenario de iliquidez prologado parecen haber devuelto cierta estabilidad al mercado local. De todos modos, el contexto global y el impacto

particular en la región va a seguir siendo determinante para la situación local. En las próximas semanas habrá que monitorear de cerca la evolución del peso y las tasas, con el propósito de concluir que, efectivamente, lo peor ha quedado atrás.

## 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.

