



Weekly Galicia

Economía & Mercados

13 de junio de 2018



Research | Planeamiento Estratégico y Control de Gestión

Las cartas sobre la mesa

- ✓ Hoy por la tarde tuvo lugar la reunión de política monetaria de la Reserva Federal, en la que se definió un incremento en 25 puntos básicos en la tasa de referencia (ubicándola en el rango de 1,75%/2,0%). Dicho aumento ya se encontraba descontado por el mercado, pero una serie de modificaciones introducidas por la FED marcaron un tono más *hawkish* o restrictivo por parte de la autoridad monetaria.
- ✓ En Argentina, la semana no estuvo exenta de novedades. El 7 de junio, el ministro de Hacienda y el Presidente del Banco Central anunciaron que se llegó a un Stand-By Agreement con el FMI por USD 50.000 M por un lapso de 36 meses. Del total USD 15.000 M ya fueron aprobados y serán girados el 20 de, mientras que el resto se irán desembolsando a medida que se cumplan las condiciones pactadas en el acuerdo.
- ✓ Estas condiciones implican una política fiscal más estricta pero una política monetaria más laxa. En detalle, las metas fiscales se han estipulado en -2,7%, -1,3%, 0% y +0,5% del PBI para los años 2018, 2019, 2020 y 2021, adelantando un año el equilibrio fiscal. El cumplimiento de estos objetivos vendría de la mano de un recorte en los gastos, y no tanto de un crecimiento de los ingresos.
- ✓ Por el lado de la política monetaria, se ratificó el esquema de metas de inflación (17% en 2019, 13% en 2020, 9% en 2021 y 5% en 2022) con tipo de cambio flexible. A su vez, se estableció el compromiso de reformar la Carta Orgánica del Banco Central, para dotar a la entidad de mayor autonomía operacional. También se anunció un plan de compra anticipada de Letras Intransferibles por parte del Tesoro (por un total de USD 25.000 M) para mejorar la hoja de balance de la entidad.
- ✓ En el día de ayer el BCRA mantuvo la tasa de interés de política monetaria en 40% como consecuencia de la coyuntura inflacionaria, tanto del mes pasado como del corriente. Adicionalmente, redujo la amplitud del corredor a 600 pbs., aduciendo un mercado cambiario normalizado.



Esta tarde finalizó la reunión de política monetaria de la Reserva Federal, cuyo resultado fue un incremento de 25 puntos básicos en la tasa de referencia, ubicándola en el rango de 1,75%/2,0%. Dicho incremento ya se encontraba descontado por el mercado, pero una serie de modificaciones introducidas por la FED marcaron un tono más *hawkish* o restrictivo por parte de la autoridad monetaria. Ello provocó un incremento en los rendimientos de la deuda estadounidense (Treasury a 10 años) de 3 puntos básicos, ubicándose en 2,97%).

Uno de los cambios más sustantivos se dio con la publicación del "Dot-Plot" donde todos los miembros del comité vuelcan sus proyecciones de tasas para los próximos años. En este sentido, y marcando una diferencia contra marzo, en la nueva publicación la mediana de las respuestas proyecta cuatro subas totales para el corriente año (ya se hicieron efectivas dos de ellas) y tres subas para el año 2019. Asimismo, también se revisaron al alza las proyecciones de inflación y a la baja las cifras esperadas de desempleo, con especial atención en la dinámica de la economía estadounidense de los últimos meses. Por último, un cambio en el lenguaje del comunicado y el anuncio de conferencias de prensa más frecuentes terminaron por imprimirle un tono *hawkish* a la reunión.

Como mencionáramos anteriormente, la curva de Treasuries reaccionó con alzas en sus rendimientos, con una mayor reacción en el tramo corto ante un escenario de mayor inflación para los próximos meses. Esto provocó, consecuentemente, un mayor aplanamiento de la curva. Es así como el spread entre los rendimientos de la deuda a 2 y 10 años alcanzó su menor valor desde septiembre de 2007 (unos 40 puntos básicos). En este sentido, también será relevante seguir de cerca lo que serán las reuniones del resto de los principales bancos centrales con la

decisión del Banco Central Europeo en el día de mañana y del Banco de Japón el viernes.

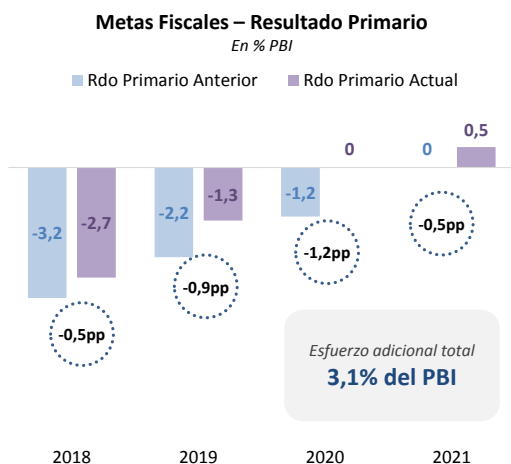
Este contexto de mayor fortalecimiento de la economía estadounidense, con un escenario de mayores tasas y un dólar más apreciado, tuvo efecto sobre los mercados emergentes marcando presiones sobre los riesgos crediticios como así también sobre las respectivas monedas. De este modo, en las últimas semanas observamos debilidad en las monedas de países como Turquía, Brasil, Sudáfrica, México y Rusia, entre otros.

En Argentina, la semana que pasó no estuvo exenta de novedades. El jueves 7 de junio, en una conferencia de prensa brindada en conjunto por el Ministro de Hacienda, Nicolás Dujovne, y el Presidente del Banco Central, Federico Sturzenegger, se anunció la aprobación acuerdo con el FMI. En detalle, el Stand-By Agreement alcanzado asciende a USD 50.000 M (equivalente a cerca de DEG 35.379 M, alrededor de 1.110% de la cuota de Argentina en el FMI) y tiene una duración de 36 meses. Esta cifra es sustantivamente mayor a la prevista por el mercado, y constituye una buena noticia en términos de despejar la tensión de liquidez de corto plazo que imperaba hasta esa fecha. A ello se le suman otros USD 5.650 M, provenientes del Banco Mundial, el Banco Interamericano de Desarrollo y la CAF-Banco de Desarrollo de América Latina. Con todo, era esperable que este horizonte más despejado en el corto plazo se hubiese reflejado en una compresión de rendimientos en el tramo corto de la curva de deuda soberana, la cual finalmente fue marginal.

El FMI ya ha aprobado el primer tramo del acuerdo (USD 15.000 M), que será desembolsado el 20 de junio. Posteriormente, las autoridades del organismo tratarán el préstamo con carácter precautorio, lo cual implica que serán desembolsados en tanto y

en cuanto las autoridades locales cumplan con los puntos acordados. En este sentido, el Stand-By Agreement contempla cambios en la política fiscal (que será algo más agresiva) y en la política monetaria (que será algo más laxa) de Argentina.

Desde el punto de vista de la política fiscal, las metas serán más estrictas que lo anteriormente planteado, dado que se acelera la convergencia al equilibrio fiscal, al cual se llegaría en 2020 (en lugar de en 2021). En detalle, el acuerdo con el FMI ratifica la meta de déficit primario en 2,7% del PBI para este año, mientras que establece un objetivo de 1,3% para el 2019, equilibrio en 2020 y superávit primario de 0,5% para 2021, lo cual representa un esfuerzo adicional (cuando se lo compara con las metas anteriores) de 3,1% del PBI. En este sentido, es importante destacar que el acuerdo con el FMI contempla la posibilidad de ampliar el gasto social en 0,2% del PBI durante 2019, por lo que el déficit del año próximo podría llegar a ser de 1,5%.



De acuerdo con lo anunciado por el Ministro de Hacienda, el ajuste fiscal de éste y los próximos tres años no provendrá tanto de mayores ingresos sino por una reducción de la participación del gasto primario en términos del PBI, que caería un total de 3,7 puntos porcentuales entre 2018 y 2020. Obra pública

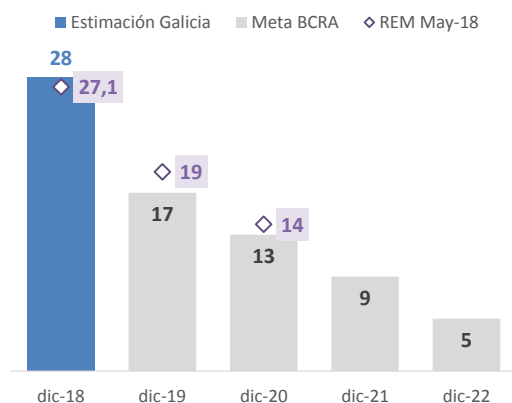
y subsidios económicos liderarían el recorte (-1,6 p.p. y -1,1 p.p. respectivamente), seguidos por gastos administrativos (-0,7 p.p.) y transferencias a provincias (-0,6 p.p.). Por el contrario, el gasto en jubilaciones, pensiones y subsidios sociales incrementaría su participación en 0,4 puntos del producto para fines de 2020.

Por otro lado, el programa económico anunciado por el gobierno contiene una serie de medidas que buscan fortalecer el marco institucional de la política monetaria, con eje en: i) la profundización de la autonomía operacional y financiera del Banco Central (BCRA); ii) la ratificación del régimen de metas de inflación con tipo de cambio flotante; y iii) el anuncio de nuevas metas de inflación.

Por un lado, el jueves pasado se anunciaron nuevas metas de inflación (en coordinación con el nuevo programa fiscal): 17% para 2019, 13% para 2020, 9% para 2021 y 5% para 2022. Las metas de inflación anuales presentadas tienen implícito un sendero de inflación interanual para cada trimestre, y el BCRA se compromete a presentar en cada momento el objetivo de la inflación para los siguientes doce meses. Por caso, para julio de 2019 el BCRA buscará una inflación por debajo de 22%. De acuerdo con nuestras estimaciones, la meta para los siguientes doce meses es consistente con el sendero de desinflación esperado. Más aun, nuestras proyecciones para 2019, 2020 y 2021, como así también las del mercado para el año que viene, están en línea con las nuevas metas del BCRA.

Metas de Inflación del BCRA

Var. % interanual



Por otro lado, Dujovne y Sturzenegger anunciaron que se decidió eliminar la asistencia financiera del Banco Central al Tesoro, tanto de forma directa como indirecta. Es decir, que la entidad monetaria no girará más Adelantos Transitorios ni Utilidades al fisco, y tampoco le comprará dólares. De esta manera, se elimina la dominancia fiscal. Esto es clave, dado que también desaparece la necesidad de esterilizar con LEBAC la emisión monetaria producto de la monetización del déficit, lo cual permitiría reducir paulatinamente el stock de pasivos remunerados del Central.

Por otro lado, también se anunció el compromiso de cancelar parte de la deuda que tiene el Tesoro con el Banco Central en forma de Letras Intransferibles (activo de nula liquidez), con la intención de sanear la hoja de balance de la entidad monetaria. El esquema propone una recompra de Letras por un total de USD 25.000 M (la mitad del stock actual, aproximadamente), convirtiendo al Tesoro en una fuente de absorción monetaria.

¿Cómo funciona este mecanismo? El Tesoro obtiene los pesos necesarios para cancelar anticipadamente su deuda con el BCRA (Letras Intransferibles) vía emisión de deuda en el mercado. Para compensar la menor cantidad

de pesos, el propio mercado tendrá que vender LEBAC al BCRA. De esta manera, al final de este proceso habrá menos LEBAC en circulación y la misma cantidad de pesos, mientras que la deuda de corto plazo del BCRA se transforma en deuda a un plazo más largo del Tesoro. El objetivo es que, a fines de 2020, en la hoja de balance del BCRA haya una caída en su Activo (las Letras Intransferibles), acompañada por una reducción de su Pasivo (las LEBAC), que pasarían de representar 10,4% del PBI actual a 5,3%.

Si bien inicialmente el Tesoro se había comprometido a implementar un esquema en el cual compraría Letras Intransferibles al Central a razón de USD 3.125 millones de dólares por trimestre hasta alcanzar la cifra equivalente USD 25.000 millones, este punto ha sido eliminado del comunicado del BCRA y reemplazado por otro que establece que el mecanismo se llevará a cabo en la medida en que el mercado lo permita.

Otro punto clave es una reforma de la Carta Orgánica del Banco Central en la cual se establezca que el único objetivo de la entidad monetaria será la estabilidad de precios. Es importante recordar que en la última reforma de su Carta Orgánica (año 2012), el BCRA había abandonado el objetivo único de "preservar el valor de la moneda" en pos de múltiples objetivos de igual jerarquía (incluyendo la creación de empleo y el desarrollo económico con equidad social, por ejemplo). A su vez, la nueva reforma establecería límites estrictos a las razones por las que el Presidente, Vicepresidente y Directores puedan ser removidos por parte del gobierno, dotando a la entidad de mayor independencia operacional. Aún se desconoce cuándo se enviaría esta reforma al Congreso ni con qué facilidad pueda llegar a aprobarse.

Tras el acuerdo, la primera reacción del Central fue quitar su oferta de venta dólares (USD

5.000 M a AR\$/USD 25,0), que venía colocando diariamente en el mercado abierto electrónico desde el 15 de mayo. Esta oferta operaba como un tope al dólar, que entre mediados del mes pasado y el 7 de junio inclusive se ubicó por debajo de la ficha del Central. A partir del 8 de junio el Central retiró esta oferta, y la divisa norteamericana comenzó a operarse en niveles superiores a la ficha, cerrando en AR\$/USD 25,30 ese mismo viernes y en AR\$/USD 26,06 el pasado lunes 11.

Lo sorprendente es que el volumen operado fue más bien bajo (USD 680 M y USD 520 M, respectivamente) cuando se lo compara con el promedio diario de los últimos meses, por lo que este precio del dólar no parece ser en realidad representativo. En el día de ayer, martes 12 de junio, el Central volvió a intervenir en el mercado cambiario vendiendo unos USD 700 M, lo cual hizo que el tipo de cambio descendiera a AR\$/USD 25,74.

Otro detalle que llama la atención es que el Tesoro no intervino en el mercado de cambios a pesar de que la demanda superó a la oferta. Esto va a contramano de lo afirmado por el Ministro de Finanzas días antes, quien había anticipado en conferencia de prensa que se operaría a través del Banco Nación. En parte, esta ausencia podría estar explicada por el hecho de que el Tesoro no tendría los dólares suficientes para contener el mercado cambiario. En particular, sin contar con datos oficiales de Nación, los depósitos en dólares del sector público se encuentran en niveles similares a los que había previo a la colocación de deuda del 10 de enero (en torno a unos USD 4.000m). De ser así, es lógico esperar que, una vez que ingresen los fondos del FMI, el Tesoro vuelva a operar en el mercado cambiario.

De hecho, según anticipó el Ministro de Finanzas durante el día de hoy, de los USD 15.000 M del primer tramo del acuerdo con el

FMI, USD 7.500 M serán destinados al Tesoro como apoyo presupuestario mediante ventas preanunciadas que se ejecutarán a través de un mecanismo de subastas realizadas por el BCRA a solicitud del Tesoro. Los otros USD 7.500 M se utilizarán como apoyo de reservas internacionales del Banco Central.

La reacción moderada por parte de los mercados ante el anuncio del acuerdo con el FMI podría responder, al menos en parte, a la presunción de que el costo político requerido para llevar adelante el plan de ajuste definido sea demasiado elevado. Esta situación pone al plano político nuevamente en el centro de la escena, lo cual es determinante del horizonte de previsibilidad para los próximos cinco años.

En la misma línea, también la aprobación del Presupuesto Nacional de 2019 se plantea como un desafío político a afrontar dentro del Congreso. Si bien es esperable que se apruebe, la no aprobación implicaría la utilización del presupuesto 2018, lo que eventualmente le permitiría al Gobierno contener los gastos en mayor medida, lo cual a su vez, debería funcionar como una herramienta de negociación para la aprobación de la ley de leyes.

En este contexto, en el día de ayer el BCRA decidió mantener su tasa de política económica en 40%, haciendo referencia a la coyuntura inflacionaria tanto de mayo (en el día de mañana se conoce el dato oficial publicado por el INDEC) como del mes de junio, para el cual se espera una aceleración. Por otro lado, destacando que existe mayor normalidad en el mercado cambiario, acotó el corredor de pases a 600 puntos básicos, dejando la tasa de pase activo en 43% y la de pase pasivo a 7 días en 37%. De esta manera le pone un piso a las tasas cortas de mercado, que ya se estaban negociando en estos niveles. Por otra parte, acota el techo que permanecía en 47%, el cual en plena

XXX

turbulencia sirvió para que parte de la presión cambiaria sea absorbida por tasas más altas.

Hacia adelante, dada la coyuntura inflacionaria y el todavía no tan normal mercado cambiario, esperamos se mantengan los elevados niveles de tasa de interés. En la medida que aparezca la oferta de divisas del Tesoro, se tranquilice el mercado cambiario y la inflación comience a ceder, es esperable que el BCRA retome el sendero bajista de tasas. En particular para fin de 2018 esperamos una tasa de referencia en torno a 27%, lo que se traduce en una tasa del 10% en términos reales.

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@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.

