



# Weekly Galicia

## Economía & Mercados

18 de julio de 2018



Research | Planeamiento Estratégico y Control de Gestión

### En busca de la estabilidad

- ✓ **La Reserva Federal continuará con la suba gradual de tasas, pese a la amenaza de mayores tensiones comerciales a nivel global y la debilidad de los mercados emergentes.**
- ✓ **Las medidas del BCRA estarían ayudando a contener la volatilidad cambiaria. El peso se apreció 2,5% en lo que va de julio. Durante el día de hoy la divisa avanzó 5 centavos. El avance sería en parte debido al exceso de liquidez generado por la inyección monetaria de ARS 152 MM de la licitación de LEBAC del día de ayer.**
- ✓ **Las tasas se ubicaron entre 46,5% y 42,35%, manteniendo la pendiente negativa de la curva. Sin embargo, durante el día de hoy los rendimientos subieron 100 pbs, con intervenciones del BCRA. Con una concentración de 85% en el tramo más corto, vencerían el próximo mes unos ARS 575 MM.**
- ✓ **El impacto diferencial sobre activos argentinos podría estar relacionado por un lado por cambios en las expectativas respecto del panorama político para el próximo año. Por otro lado, la tensión referida a la liquidez de corto plazo con la que cuenta el Tesoro podría estar sumando volatilidad.**
- ✓ **En la última semana se publicó el Stand By Agreement entre Argentina y el Fondo. De acuerdo con el análisis de exposición al riesgo del propio Fondo, sólo el otorgamiento del primer tramo del SBA (USD 15.000 M), transforma a Argentina en su principal deudor. En detalle, dicho monto equivale a 22% del stock de crédito otorgado al momento por el FMI.**
- ✓ **La inflación nacional de junio fue de 3,7%, acelerándose respecto de mayo y alcanzando el máximo de los últimos dos años. Este incremento sobre los precios minoristas es una consecuencia de la depreciación de la moneda local. En términos interanuales, la inflación se ubicó en 29,5%.**



### En busca de la estabilidad

El Presidente de la Reserva Federal, Jerome Powell, compareció ayer y hoy ante el Senado y la Cámara de Representantes de Estados Unidos para realizar su presentación semianual. El *Chairman* reafirmó el mensaje que había plasmado en su último Comunicado de Política Monetaria: la Fed continuará con la suba gradual de tasas, pese a la amenaza de mayores tensiones comerciales a nivel global y la debilidad de los mercados emergentes. El resultado de estas afirmaciones fue una renovada presión alcista sobre las tasas cortas de *Treasuries*, que derivaron en un mayor aplanamiento de la curva (la diferencia entre las tasas de 2 y 10 años rondan los 25 pbs), ya que el mercado parece no confiar en que el *momentum* de la economía norteamericana pueda sostenerse en el largo plazo. Asimismo, los dichos de Powell generaron un fortalecimiento del dólar a nivel global. El *Dollar Index* opera cerca de máximos del último año.

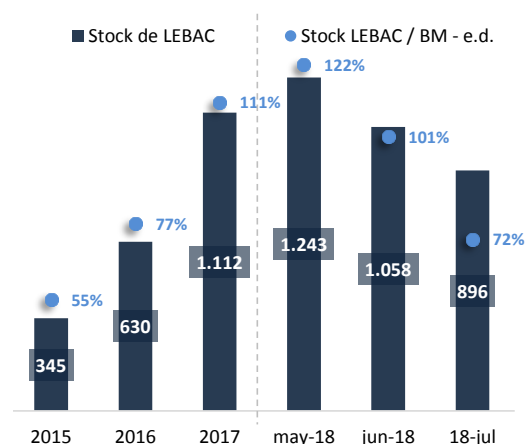
La continuidad de este escenario mantiene la presión sobre mercados emergentes. Sin embargo, en los últimos días la dinámica de precios de *commodities* ha sido marginalmente favorable para la Argentina. La soja, que llegó a cerrar por debajo de USD 300/tn en Chicago el viernes, rebotó hasta rozar los USD 310/tn, mientras que el petróleo siguió cediendo posiciones, cotizando a USD 68.9 (-8% en la semana) en su variedad WTI.

Además, pese a que el consenso de mercado sigue exhibiendo pesimismo sobre los mercados emergentes, existen factores técnicos que podrían impulsar un rebote de los activos de dichos países. El pasado 27 de junio se registró la mayor salida semanal de fondos de deuda dedicados de *Emerging Markets* desde la elección presidencial de 2016. Los últimos tres rescates de esta magnitud o mayores precedieron *rallies* en la deuda denominada en dólares de países emergentes en los siguientes tres meses.

Pese al contexto internacional relativamente negativo para mercados emergentes, en el plano local se observó cierta calma en el plano cambiario que tendría que ver más con cuestiones locales. Si bien en el día de hoy el peso alcanzó los ARS/USD 27,60 -subiendo 0,2% en el día- gracias a la inyección monetaria resultante de la licitación de LEBAC, el peso se apreció 2,5% en lo que va de julio. Esto se debe en parte a la serie de medidas anunciadas el por el Banco Central. Entre ellas, la autoridad monetaria anunció un cambio en el sesgo de la política monetaria, enfocándose en el seguimiento de agregados monetarios, al tiempo que anunció una suba de 8 p.p. sobre los requerimientos de encajes. Todo esto estresó la liquidez de la plaza y presionó sobre las tasas de corto plazo que. Sin embargo, desde esta semana el BCRA pudo convalidar tasas algo más bajas respecto de las de la semana pasada (la letra más corta se ubicó en 46,50% en la licitación del día de ayer) ratificando lo comunicado la semana pasada, (i.e. la continuación de la intervención en el mercado secundario de LEBAC como complemento de la política monetaria).

**Stock de Lebac del BCRA**

Miles de millones de ARS



Con todo, durante el día de ayer el BCRA renovó un 71% de los vencimientos de LEBAC. Frente a ARS 529 MM que vencían, el BCRA

### En busca de la estabilidad

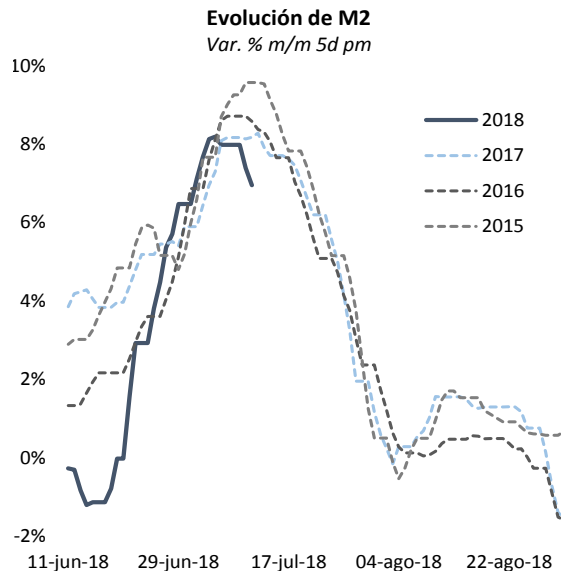
logró renovar unos ARS 377 MM, reduciendo el stock total de LEBAC casi un 15%. Así, el stock de LEBAC sobre la base monetaria se encontraría en el orden del 70%, acercándose a los niveles de 2016, año en el que ese ratio cerró en 77%. En cuanto a los efectos monetarios, la expansión de la base resultante fue de ARS 152 MM.

Parte de esta expansión monetaria tiene que ver con la demanda adicional de pesos de los bancos, destinada a integrar el mencionado incremento en los encajes. Para ello, y de acuerdo a lo anunciado, los bancos pueden utilizar el Bono 2020 del Tesoro, el cual fue reabierto esta semana, adjudicando unos ARS 45 MM adicionales a los aproximadamente ARS 60 MM del mes pasado.

Otra parte de esta expansión monetaria estaría asociada a un incremento de la demanda de dinero, la cual suele acelerarse en esta época del año (debido a pago de aguinaldos, vacaciones de invierno). Esta aceleración de la demanda de dinero (representada a través de la evolución del M2 privado) significaría en torno a unos ARS 70 MM de demanda adicional.

En esta última licitación no hubo sorpresas, y (como mencionamos) la tasa de corte para el tramo más corto fue de 46,5%, tal como se venía operando los días anteriores en el mercado secundario. La curva, mantuvo una pendiente negativa, alcanzando rendimientos de 42,35% en el tramo más largo. Los rendimientos adjudicados durante el día de ayer se encontraron levemente por debajo de la licitación anterior. Específicamente, entre 210 y 50 pbs menos, con el mayor recorte en la letra de 63 días, y el menor diferencial en la letra más corta. En la licitación de ayer se acertó la curva, licitando sólo hasta 126 días. Recordemos que en la licitación previa se adjudicaron letras de hasta 153 días. El 85% del total adjudicado correspondió a la letra más

corta, y de este modo, vencen el próximo mes unos ARS 575 MM.



La tranquilidad del mercado cambiario no se repitió en lo que se refiere a la deuda. Durante la última semana los bonos soberanos denominados en USD retrocedieron en promedio un 1% en el tramo largo y medio y algo menos en el tramo corto. El retroceso de la deuda local en un contexto donde otras economías emergentes están mostrando alguna mejora marginal, podría deberse, al menos en parte, a la gradual incorporación de un escenario político incierto, en un marco en donde la exigencia impuesta por el programa del Fondo Monetario Internacional podría profundizar los impactos negativos sobre los niveles de aprobación del oficialismo. A esto se suma la incertidumbre respecto de una eventual alternativa al oficialismo, dado que todavía no hay definiciones respecto de candidaturas para el año que viene.

Adicional al plano político, las tensiones respecto de la liquidez de corto plazo con la que cuenta el Tesoro para afrontar los próximos vencimientos de deuda también podrían explicar la retracción en la deuda local.

### En busca de la estabilidad

Al respecto el Ministerio de Hacienda publicó la semana pasada un programa financiero para el próximo año y medio de donde se desprende que las necesidades netas alcanzarían la suma de USD 8 MM. Éste podría ser un número desafiante *per se*, si se mantuviese la aversión al riesgo que muestran hoy los mercados. Pero además es importante resaltar que este programa financiero asume el *rolleo* del 100% del stock de letes en dólares del Tesoro, algo que en los hechos no está ocurriendo. Las últimas licitaciones de dichos instrumentos mostraron una renovación de aproximadamente la mitad del stock. Si se mantuviese esta tendencia, esto implicaría en torno a USD 5 MM adicionales para 2019, alcanzando en total necesidades por 2,5% del producto.

Por otro lado, parte del apetito por instrumentos dolarizados se está canalizando a través de la colocación de bonos con moneda dual. En particular, la semana pasada se colocaron otros USD 1,6 MM (el 18/6 se habían colocado los primeros USD 2 MM con este tipo de instrumentos). Si bien es una buena noticia en la medida que descomprime los vencimientos de las letes en USD concentrados el corto plazo, pareciera que los mercados no ven una solución de fondo en dicho instrumento, a la luz de los (todavía) altos rendimientos de activos locales.

#### Fondo Monetario

El viernes 13 de julio se publicó el Stand By Agreement entre Argentina y el Fondo. Aunque en el último mes ya habían trascendido algunos detalles (por ejemplo, en el Memorando Técnico), todavía no se contaba con el documento oficial del Fondo. Una de las novedades de este documento es que el acuerdo con el FMI se hizo sobre un escenario base que se encuentra en línea con nuestras proyecciones de crecimiento económico, si bien es algo más optimista para este año

(+0,4% en 2018 y +1,5% en 2019, vs. nuestros +0,2% y +1,5%, respectivamente). Cuando se trata de la inflación, el 31,7% planteado en el escenario alternativo del FMI es más parecido a nuestro 32% proyectado que el 27% de su escenario base.

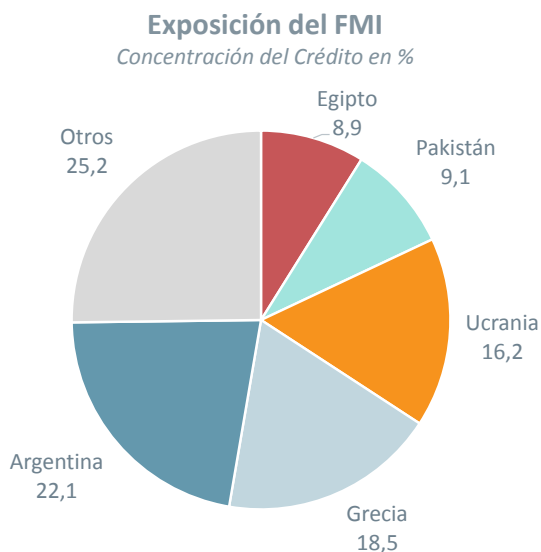
Otro de los puntos que llama la atención de los escenarios planteados en el documento es el de las posibilidades de *rollover* de deuda del gobierno. Si bien tanto en nuestro escenario base como el del Fondo coincidimos en asumir la posibilidad de refinanciar el total de la deuda del gobierno bajo la modalidad de Letras del Tesoro, nuestras pruebas ácidas estiman a cuánto ascenderían las necesidades de financiamiento llegado el caso de que sólo se logre refinanciar el 50% de los vencimientos de deuda. Por el contrario, el FMI plantea un escenario adverso en donde estos ratios alcanzan el 85% y el 75% de la deuda, según se trate de residentes y no residentes, respectivamente. Estos niveles de refinanciamiento tan elevados no parecen propios de un escenario pesimista.

Una tercera novedad del documento es la exposición al riesgo argentino que el FMI admite estar asumiendo con el préstamo. De acuerdo con la propia entidad, sólo el otorgamiento del primer tramo del SBA (USD 15.000 M), transforma a Argentina en el principal deudor del Fondo. En detalle, dicho monto equivale a 22% del stock de crédito otorgado al momento por el FMI. Además, la entidad remarcó que el SBA con Argentina es el acuerdo de mayor magnitud en montos nominales que haya otorgado el FMI, si se exceptúan los Flexible Credit Lines (los cuales no tienen tope).

De acuerdo con el análisis de exposición al riesgo del propio Fondo, si Argentina no tratara al resto de la línea de crédito como precautoria (algo que parece ser lo más probable), nuestro país recibiría

### En busca de la estabilidad

financiamiento equivalente al 1.110% de su actual cuota en el FMI. Este ratio sería casi el mismo que el otorgado a Ucrania en su SBA de 2010, y se ubicaría 38 puntos porcentuales por encima de la mediana de todos los ratios de préstamos de acceso excepcional otorgados recientemente.



No obstante, seguiría estando muy por debajo de la relación "línea de crédito/participación FMI" de los préstamos otorgados a Grecia, Irlanda y Portugal durante la crisis *sub-prime*. A pesar de esto último, el FMI no deja de advertir en su informe acerca del impacto que el SBA con Argentina tendrá sobre su liquidez y otros ratios de sustentabilidad, y deja en claro que ha hecho más que suficiente a la hora de colaborar con el programa económico del gobierno argentino.

### Inflación

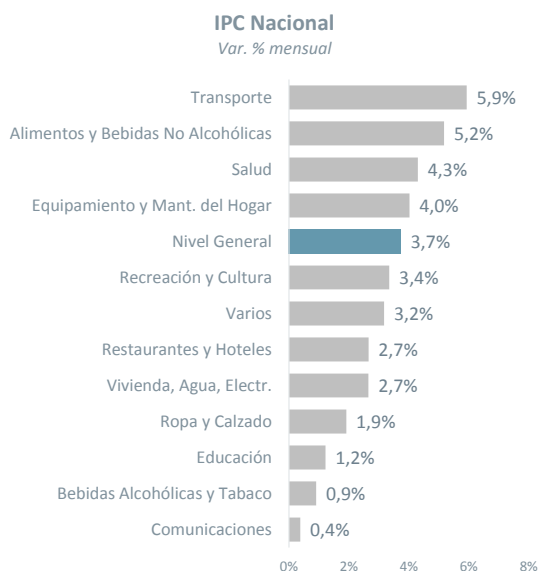
La inflación nacional del mes de junio fue de 3,7%, acelerándose notablemente respecto del resultado de mayo (+2,1%) y alcanzando el máximo de los últimos dos años. De esta manera, la inflación del país se ubicó en 29,5% en términos interanuales y acumuló un 16,0% en lo que va de 2018. Si aún estuvieran vigentes las metas de inflación anunciadas el 28 de diciembre por el ahora ex Presidente del Banco Central Federico Sturzenegger, el resultado de junio implicaría su superación en tan sólo seis meses.

A diferencia de lo sucedido en los primeros meses del año, cuando los precios aumentaban debido a los incrementos tarifarios, este último fogueo sobre los precios minoristas es una consecuencia—esperada—de la depreciación de la moneda local. Dado que los bienes cuentan con una mayor proporción de transables que los servicios, no es de extrañar que los precios de los bienes hayan aumentado por encima de lo que subieron los de los servicios (+4,3% vs. +2,6% en junio, respectivamente). Se destacan **Alimentos y Bebidas No Alcohólicas**, cuya suba de 5,2% tiene gran incidencia sobre la canasta de consumo por su elevado peso relativo, y **Transporte**, que trepó 5,9% apuntalado por el encarecimiento de los combustibles (producto de la suba del tipo de cambio, combinado con un alza en los precios internacionales del petróleo).

Tampoco sorprende que la inflación núcleo haya tocado en junio el 4,1% (el máximo valor mensual desde que comenzó a publicarse el nuevo IPC Nacional en dic-16), mientras que los incrementos en precios regulados (+2,9%) y estacionales (+3,4%) fueron más suaves. Ello una vez más, se debe a que la reciente aceleración de la inflación responde principalmente al efecto que la suba del tipo de cambio ha tenido sobre los precios locales.

### En busca de la estabilidad

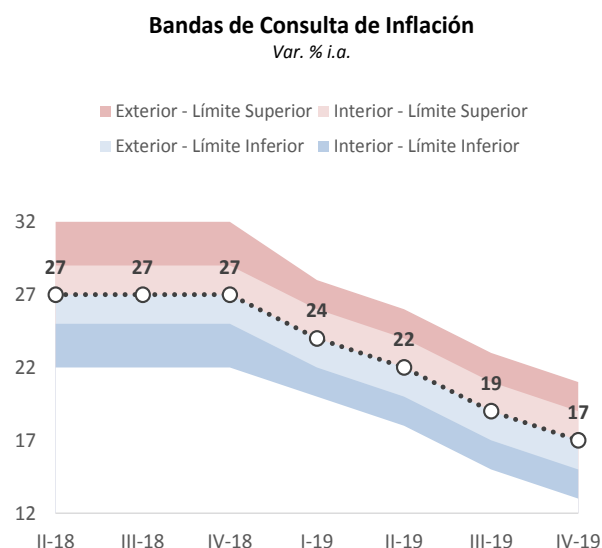
Cabe resaltar que en los próximos meses no sólo veremos algún efecto rezagado del episodio de turbulencia cambiaria sobre la inflación, sino también el impacto que los incrementos recientemente anunciados en naftas, prepagas y otros precios regulados tendrán sobre la inflación general.



En este sentido, los precios mayoristas (IPIM) de junio se encarecieron 6,5% respecto de mayo. Si bien es cierto que se trató de una leve desaceleración si se compara este resultado con el +7,5% de mayo, la de junio no deja de ser una cifra de magnitud considerable. Más aún, en términos interanuales el IPIM creció 44,1%, la tasa máxima desde que comenzó a publicarse la nueva serie de precios mayoristas. Si bien es posible que el traslado a precios minoristas se morigere, habida cuenta de que las caídas del consumo masivo (reflejadas en menores ventas del sector *retail*) dejarán poco margen para ajustar, sin dudas este resultado presionará sobre el IPC de los próximos meses.

Para fin de año, mantenemos nuestra proyección de inflación del 32%, aunque consideramos (a la luz de los nuevos aumentos

que van trascendiendo) se trata de un piso para la suba de precios y no un techo. Ello necesariamente tendría algún efecto negativo sobre el salario real y, en consecuencia, sobre el consumo. También superar el 32% implicaría exceder el límite superior de la banda exterior acordada con el FMI, lo cual gatillaría la necesidad de una reunión con el Comité del Fondo.



## 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@bancogalicia.com.ar](mailto: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.

