



Weekly Galicia

Economía & Mercados

8 de agosto de 2018



Research | Planeamiento Estratégico y Control de Gestión

La era LELIQ

- ✓ La tensión comercial entre Estados Unidos y China continúa siendo la protagonista de la escena global, con una disputa que semana a semana suma nuevos capítulos. En tanto, la carrera electoral en Brasil comienza su recta final, con un resultado aún incierto pero de gran relevancia para el desempeño de los activos del país vecino, y en alguna medida también para Argentina
- ✓ En su reunión de política monetaria de ayer, el BCRA formalizó la creación del Comité de Política Monetaria (COPOM) y anunció que el nuevo instrumento de referencia serían las LELIQ, en lugar del centro del corredor de Pases a 7 días.
- ✓ Aunque la entidad mantuvo la tasa de referencia en 40%, el cambio de instrumento implicó un mayor sesgo contractivo de la política monetaria, ya que el rendimiento de las LELIQ equivale no al centro del corredor de pases sino al pase pasivo a 7 días, el cual se encontraba en 37% previo al comunicado.
- ✓ El COPOM justificó su decisión de política monetaria en cuatro factores: la aceleración de la inflación del mes de junio y el incremento de las expectativas inflacionarias; la confianza de la entidad en que la actividad se recupere en el mediano plazo, el buen resultado fiscal de la primera mitad del año; y la evolución de los agregados monetarios.
- ✓ Con respecto a los *fundamentals* de la macro local, el mercado aún se encuentra recalibrando sus proyecciones de corto y mediano plazo. Tanto inflación como tasa de referencia fueron ajustadas al alza en el último Relevamiento de Expectativas de Mercado del Banco Central, mientras que la evolución de la actividad económica sufrió un recorte.



La era LELIQ

Los mercados internacionales siguen dominados por la tensión comercial los Estados Unidos y China, que semana a semana continúa sumando nuevos capítulos. En esta ocasión, y frente a la propuesta conocida la semana pasada de Donald Trump de incrementar los aranceles del 10% al 25% de una canasta de productos equivalentes a USD 16.000 M, el gobierno chino respondió en el día de hoy. En detalle, el gigante asiático anunció incrementos arancelarios de igual magnitud para las importaciones provenientes de EE.UU., y se espera que ambas partes hagan efectiva las medidas a partir del próximo 23 de agosto.

Este nuevo capítulo en el conflicto entre las dos mayores potencias globales no se tradujo en variaciones significativas por parte de los diversos activos globales. Por caso, el rendimiento del Treasury a 10 años se mantuvo en rendimientos en torno al 3%, mientras que el dólar avanzó 0,4% contra el resto de las monedas desarrolladas. En tanto, los principales mercados bursátiles cerraron la semana con desempeños mixtos, donde contrastaron subas en los Estados Unidos (Nasdaq +2,4%; S&P500 +1,7%; Dow Jones +1,4%) con caídas en Japón (-0,5%) y Europa (-0,4%).

Por otro lado, el proceso electoral en Brasil se encamina a la recta final con alianzas y candidatos ya definidos, pero existe aún una gran cuota de incertidumbre respecto de quién pueda resultar ganador. El ex presidente del PT, Lula Da Silva (favorito en las encuestas y actualmente en prisión), aún mantiene sus intenciones presidenciables al inscribir su nombre en la fórmula junto a Fernando Haddad como vicepresidente. No obstante, existe una alta probabilidad que la justicia electoral impugne la candidatura del ex presidente, dejando en consecuencia a Haddad como presidenciable con el apoyo tácito de Lula.

En el segundo lugar de la mayoría de las encuestas se encuentra Jair Bolsonaro, un exmilitar que ingresa a la política como un *outlier* que busca capturar el descontento del electorado frente a los casos de corrupción y la delicada situación económica que arrastra Brasil desde hace varios años. Por último, entre las candidaturas más relevantes se encuentra la de Geraldo Alckmin, ex gobernador de San Pablo, perteneciente al PSDB, que se presenta como el candidato de mayor afinidad con el mercado. Actualmente Alckmin corre por detrás en las encuestas pero presenta una tendencia alcista, y podría ganar mayor protagonismo de cara a la exposición que tendrá en medios masivos durante la campaña gracias al acuerdo que alcanzó con partidos centristas. Esto le permitirá concentrar un 44% del espacio televisivo cedido a los partidos políticos.

Como mencionáramos anteriormente, el resultado de las elecciones presidenciales de Brasil es aún incierto, con una cantidad de imponderables que pueden torcer los resultados de los comicios hacia un lado u otro. Resulta importante seguir estos acontecimientos de cerca, ya que ante cualquier novedad los activos del país vecino ajustan rápidamente. Prueba de ello ha sido el movimiento del Real en las últimas semanas: frente a la mejora relativa de G. Alckmin, la moneda brasilera llegó a apreciarse alrededor de 5%, cediendo a BRL 3,77/USD desde valores máximos de BRL 3,93/USD a comienzos de julio.

Mientras tanto en Argentina, a pesar de la relativa calma de los mercados internacionales, los activos financieros locales continúan evidenciando castigos, ya sea en renta variable (acciones), como en renta fija (bonos). El delicado panorama económico de los próximos meses, junto con la incertidumbre electoral del año próximo, siguió presionando a la baja a la mayoría de los activos argentinos. El índice Merval (en

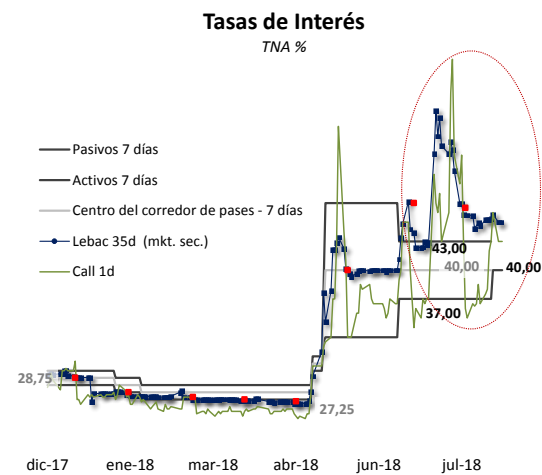
La era LELIQ

dólares) cedió un 8,5% en la última semana, mientras que el riesgo país trepó a niveles superiores a los 600 puntos básicos (+55pbs), alcanzando así valores máximos desde mediados de 2015, y que se traducen en rendimientos de la curva entre 7% en el tramo corto y más del 9% en el tramo largo.

A pesar de la incertidumbre respecto de la evolución del mercado financiero local, el tipo de cambio se mantuvo relativamente estable estos últimos días, en línea con el comportamiento del peso de las últimas semanas. Con leves altibajos, en la última semana el peso se depreció tan sólo 0,5%, alcanzado valores de ARS/USD 27,65 al cierre de la jornada. Teniendo en cuenta que la licitación de LETES de hoy toma como referencia el tipo de cambio de la comunicación 3.500 del BCRA de ayer (que cerró en ARS/USD 27,27), esta cotización más baja que la del tipo de cambio al que acceden los inversores minoristas podría ser un incentivo para dolarizarse a través de la renovación de LETES.

Por otro lado, es importante destacar que el BCRA formalizó la creación del Comité de Política Monetaria (COPOM) en su reunión del día de ayer, en la cual se designó a todos los miembros que lo conforman (permanentes e interinos). Asimismo, el Central resolvió que el COPOM será responsable de la determinación de la tasa de referencia, así como de la tasa de corte de las LEBAC. La primera se definirá el segundo martes de cada mes, mientras que la segunda será comunicada el tercer martes de cada mes. La intervención formal del Comité en la decisión del rendimiento de las LEBAC se puede leer como una decisión de darle mayor entidad a las licitaciones mensuales, las cuales funcionan como una señalización de la evolución de la política monetaria. En términos operativos, el comité tendrá carácter resolutivo por votación de los miembros que

lo constituyen, y en caso de haber un empate, el Presidente de la entidad definirá la votación.



Otra novedad que es necesario mencionar es que el COPOM comunicó ayer un cambio en el instrumento de política monetaria del Banco Central: la nueva tasa de política monetaria será la de las LELIQ (Letra de Liquidez a 7 días). Este instrumento funciona como un pase pasivo, con la diferencia de que no tributa Ingresos Brutos. En el comunicado, el comité fijó la tasa de la LELIQ en 40%, incrementando así el sesgo contractivo de la política monetaria.

Recordemos que la tasa de referencia, hasta el último comunicado, era el centro del corredor de pases a 7 días, y que el pase pasivo se encontraba rindiendo 37%. Según palabras del COPOM, esta decisión se basa en la influencia operativa que tiene este instrumento en relación a la tasa de referencia anterior, en un contexto de reducción gradual del stock de LEBAC. Para poner en perspectiva, desde el 17 de mayo que el Banco Central no está tomando deuda a través de pases activos, y el rendimiento de las LEBAC se encuentra por encima de la tasa de este instrumento.

En cuanto a la justificación de la decisión del día de ayer, el Comité menciona cuatro factores. En primer lugar, se hace referencia a

La era LELIQ

la aceleración de la inflación del mes de junio, y al incremento de los indicadores de alta frecuencia, que –a pesar de arrojar una desaceleración respecto de los niveles de julio– están mostrando una inflación por encima de lo esperado. Esto se suma al incremento de las expectativas de inflación publicado en el último REM. En segundo lugar, la entidad monetaria espera que la normalización de los mercados financieros y del sector agropecuario impulsen una recuperación económica en el mediano plazo, alcanzando crecimiento económico en 2019. Tercero, el Comité destaca el sobrecumplimiento de las metas fiscales del primer semestre del año, que arrojan una mejora significativa respecto de igual período del año anterior y que (sin financiamiento al Tesoro por parte del BCRA) estarían colaborando con la contención inflacionaria. Por último, luego de haber anunciado que se monitorearían más de cerca los agregados monetarios, el comunicado hace referencia a la evolución del M2 privado (+21,2% i.a.) y de una base monetaria amplia (+27,3% i.a.), que se encuentran creciendo por debajo de la inflación, pero con una base monetaria (+30,6% i.a.) avanzando levemente por encima de los precios debido a las modificaciones de la regulación sobre encajes introducida en los últimos meses.

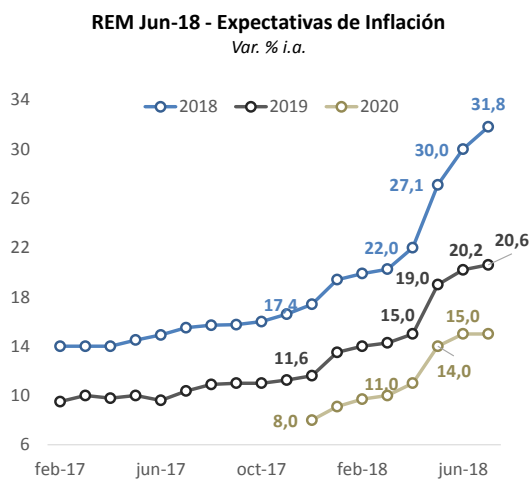
Respecto de la evolución de la política monetaria, el Comité anunció que mantendría un sesgo contractivo ante la necesidad de una mayor estabilidad financiera para contener el riesgo de *pass-through* de la devaluación del tipo de cambio hacia los precios minoristas. Asimismo, el COPOM aseguró que introducirá acciones correctivas en caso de ser necesario, con el objetivo de alcanzar la meta de inflación establecida para 2019. Esto nos lleva a pensar que, al menos en el corto plazo, la tasa de política monetaria se mantendrá sin alteraciones.

En este contexto de incertidumbre a nivel internacional, y de tan sólo incipiente estabilidad cambiaria a nivel local (a lo que se sumaron las recientes modificaciones en el instrumento de política monetaria a nivel local), es importante destacar que los mercados aún están recalibrando sus proyecciones de cara a fin de año. Tanto inflación como tasa de referencia fueron ajustadas al alza en el último Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) del Banco Central, mientras que la evolución de la actividad económica sufrió un recorte.

En detalle, en el REM correspondiente a julio (publicado el jueves 2 de agosto) se ajustaron al alza las expectativas de inflación tanto para los próximos meses como para fines de este año. En el caso de las proyecciones mensuales, llama la atención el cambio para la estimación de agosto: en el REM de julio ésta se ubicó en 2,4%, 0,3 puntos porcentuales (p.p.) por encima de la de junio. Es importante destacar que este dato probablemente haya llegado a incorporar el impacto de los incrementos de tarifas de transporte público (anunciados a fines de julio), pero que no da cuenta del efecto que tendrán los ajustes en tarifas de luz de principios de este mes (anunciados el 1 de agosto, un día después del cierre del REM).

En el caso de las proyecciones anuales, para 2018 la inflación general se ubicó en 31,8%, un incremento de 1,8 p.p. respecto del mes anterior. Para 2019 la inflación esperada se estimó en 20,6% (+ 0,4 p.p. respecto del REM de junio), mientras que para 2020 las proyecciones se mantuvieron estables en 15%. De esto se desprende que el mercado aún cree que el gobierno logrará que la inflación siga un sendero descendente en el mediano plazo, aunque reconociendo mayores desafíos en el corto.

La era LELIQ



cotización del peso a fin de año, que pasó de AR\$/USD 30,3 a AR\$/USD 30,5. Para diciembre de 2019, el tipo de cambio se mantuvo estable en AR\$/USD 36,0.

En línea con las mayores presiones inflacionarias en los próximos meses (de la mano de los ajustes de tarifas, principalmente), no es sorpresa que las perspectivas de tasa de política monetaria hayan sido ajustadas al alza. Los encuestados prevén un recorte de tasas más moderado que antes, donde la tasa de interés cerraría el año en 35% en lugar de en 33% como se estimaba en el REM de junio. Para los próximos doce meses y para el cierre de 2019, esta tendencia también se verificó: se esperan tasas de 29,5% y 25,5%, respectivamente.

Por otro lado, los participantes del REM hicieron (una vez más) un recorte en sus proyecciones de PBI de este año. Si bien en junio, se preveía un leve crecimiento (+0,5%) para 2018, julio arrojó una caída de la actividad de 0,3%. Este ajuste obedeció básicamente a una estimación del segundo trimestre más contractivo que el de la encuesta anterior. A su vez, la expansión esperada para el año 2019 se redujo levemente (+1,5%), al tiempo que la expectativa relevada para 2020 se mantuvo en 2,5%.

Finalmente, las consultoras incorporaron en sus estimaciones la relativa estabilidad cambiaria de las últimas semanas, proyectando un menor nivel de tipo de cambio para los próximos meses. La excepción fue la

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.

