



Weekly Galicia

Economía & Mercados

15 de agosto de 2018



Research | Planeamiento Estratégico y Control de Gestión

Nueva oleada de medidas

- ✓ **Luego de varias semanas de tranquilidad en los mercados internacionales, nuevos contratiempos en Turquía alteraron el humor de los inversores, con un retorno de la volatilidad y una mayor aversión al riesgo a nivel global. En este contexto, Argentina estuvo entre los mercados más expuestos, potenciado por algunos factores domésticos.**
- ✓ **El gobierno argentino tomó una serie de medidas de cara al cumplimiento de los objetivos fiscales de este y el próximo año: congeló el programa de reducción de retenciones a las exportaciones de derivados de soja por seis meses, eliminó el Fondo Federal Solidario y recortó los reintegros a los exportadores.**
- ✓ **Entre las medidas adoptadas por el Banco Central esta semana, se destacan la aceleración del programa de reducción del stock de LEBAC. Asimismo, como alternativa para los inversores minoristas, el Ministerio de Hacienda ofrecerá LETES en pesos en los días siguientes a los vencimientos de LEBAC. Por otro lado, el BCRA licitará dólares los días subsiguientes a los vencimientos.**
- ✓ **Asimismo, en una reunión fuera del cronograma, el Comité de Política Monetaria (COPOM) anunció una suba de la tasa de política monetaria a 45%, y se comprometió a mantener el sesgo contractivo, al menos hasta octubre de este año.**
- ✓ **La inflación de julio fue más moderada que la de junio, pero se ubicó por encima de lo esperado por el mercado. Los precios aumentaron apuntalados no sólo por la inflación núcleo (cuya aceleración responde a la devaluación de mayo-junio) sino también por aumentos en precios estacionales (recreación) y regulados (naftas).**



Nueva oleada de medidas

Luego de varias semanas de estabilidad, la volatilidad volvió a apoderarse de los mercados internacionales, inducida por los contratiempos financieros de Turquía. En particular, el pasado viernes el gobierno de los Estados Unidos anunció que duplicaría los aranceles vigentes sobre el acero y aluminio provenientes del país turco. Esta decisión impactó de lleno sobre una economía ya debilitada en los últimos meses. En consecuencia, la lira turca llegó a desplomarse 30% en tres días (aunque revirtió más de la mitad de la caída en las últimas dos jornadas), y se produjo un fuerte *sell-off* de sus activos. Asimismo, y a medida que la crisis tomaba mayor magnitud, comenzaron a crecer las preocupaciones en torno a los posibles contagios a otros mercados emergentes, como así también la incertidumbre respecto a la exposición del sistema financiero europeo a Turquía. Es así como se evidenciaron importantes caídas en los principales mercados bursátiles, junto con una mayor fortaleza del dólar, y un consecuente arrastre del resto de las monedas –tanto desarrolladas como emergentes– ante un escenario de mayor aversión al riesgo.

En este contexto de mayor incertidumbre en el frente externo, el mercado argentino estuvo entre los más expuestos, potenciado también por factores domésticos. En particular, los inversores demostraron menor apetito por las Letras en dólares (Letes), por lo que el gobierno sólo pudo renovar el 54% del vencimiento de la semana pasada, y tuvo que convalidar mayores niveles de tasas, elevando las preocupaciones respecto a los vencimientos de corto plazo de estos títulos. Esta situación se reflejó en un mercado de bonos muy volátil, con fuertes ventas entre el viernes y lunes pasados, que se tradujo en un incremento del riesgo país de 114 pbs (alcanzando los 748 pbs a comienzos de la semana) y un aplanamiento de la curva en rendimientos en torno al 10%. En las ruedas de ayer y hoy, la curva logró una parcial

recuperación, volviendo a registrar una pendiente positiva y un riesgo país inferior a 690 pbs.

Ante este contexto de renovada volatilidad (no muy lejos en el tiempo del episodio de turbulencia cambiaria de mayo-junio, del cual aún se sufren las consecuencias), con el mencionado efecto sobre la deuda local y las dudas respecto de la posibilidad de contar con un programa financiero cerrado para los próximos 18 meses, el gobierno comenzó la semana con una retahíla de medidas, reforzando la idea de que está dispuesto a hacer los esfuerzos que sean necesarios para cumplir con las metas fiscales. En este sentido, las tres medidas anunciadas el lunes por el gobierno implican un ajuste vía eliminación o recortes de ciertos beneficios impositivos que disminuían los ingresos del gobierno nacional, con el fin de favorecer el cumplimiento de dichos objetivos, particularmente el de 2019.

La primera medida fue la suspensión del esquema de reducción de retenciones a las exportaciones de derivados de la soja (harina y aceite) durante seis meses. Es importante recordar que el gobierno venía implementando desde enero una baja paulatina de las retenciones a las exportaciones del complejo sojero, a razón de 0,5 puntos porcentuales por mes. La reducción duraría hasta diciembre 2019, lo que en los hechos implicaba que el poroto de soja pasaría de pagar retenciones por el 30% de las exportaciones a principios de 2018 a sólo 18% a fines de 2019. En el caso de aceite y harina de soja, las retenciones partieron desde un nivel de 27%, por lo que para fines del año próximo el esquema preveía que se ubicaran en 15%.

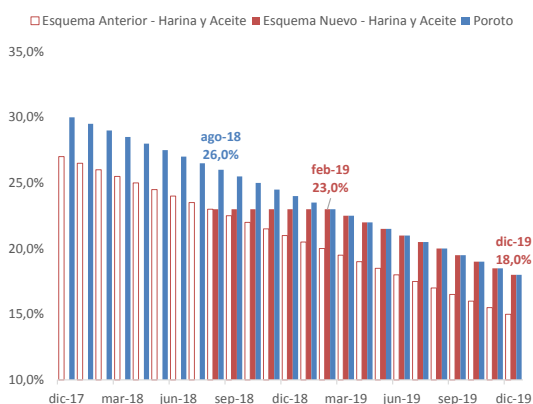
A agosto, después de ocho meses de recortes de 0,5 puntos por mes, las retenciones sobre el producto primario se ubicaron en 26% mientras que las de los derivados lo hicieron en 23%. Con la suspensión anunciada, para

Nueva oleada de medidas

febrero del año que viene tanto porotos como harina y aceite de soja se igualarán y pasarán a pagar retenciones por 23%. Este nuevo esquema implica, de acuerdo a Hacienda, un ahorro fiscal \$ 1.500 millones para este año y de \$ 12.000 millones para el que viene.

Retenciones sobre las Exportaciones

En %



La segunda medida adoptada fue la de la eliminación del Fondo Federal Solidario (FFS). Éste se había creado en marzo de 2009, y se nutría con el 30% de lo que Estado Nacional percibiera en concepto de derechos de exportación de soja y sus derivados. El Fondo se coparticipaba de manera automática entre provincias (aunque a partir de este año tanto San Luis como La Pampa habían quedado fuera por no adherir al Pacto Fiscal), y tenía como destino financiar gasto en obra infraestructura sanitaria, educativa, hospitalaria, de vivienda o vial. En 2017, por ejemplo, se habían transferido a las provincias casi \$ 19.000 millones a través del FFS. De acuerdo con el gobierno, la eliminación del Fondo implicaría un ahorro fiscal para la Nación que se calcula en \$ 8.500 millones para lo que resta de 2018 y en \$ 26.500 millones para 2019.

La tercera y última medida fue un recorte del 66% a los reintegros a la exportación. La misma contemplaría un esquema de reducción de reintegros diferenciado por producto, en el

que se buscaría cuidar a los sectores más vulnerables (como textiles, indumentaria, muebles, calzado, juguetes, metalmecánica, cuero, edición e impresión). A pesar que las nuevas alícuotas aún se desconocen, el gobierno apunta con esta medida alcanzar un ahorro fiscal de \$ 5.000 millones en 2018 y de \$ 29.000 millones en 2019.

Si bien el gobierno había desmentido en numerosas ocasiones la posibilidad de cambios como, por ejemplo, la suspensión de la reducción de retenciones a la soja, la necesidad de profundizar el recorte fiscal para llegar a las metas de déficit primario (particularmente la de 2019) fue superadora. En total, y de acuerdo con las estimaciones oficiales, con las nuevas medidas se ahorrarían \$ 15.000 millones en 2018 y \$ 67.500 millones en 2019. Si bien la cifra de este año no hace mella en el objetivo fiscal de 2018 (el ahorro es equivalente a sólo 0,1% del PBI), el ahorro del año próximo sí es significativo: éste representa 0,4% del PBI, casi un tercio del recorte necesario para alcanzar el objetivo de déficit primario de 1,3% del año que viene (asumiendo que el punto de partida es la meta de 2,7% de 2018).

Evidentemente, el gobierno está dispuesto a alinear todas sus políticas en pos de alcanzar la meta fiscal de éste y del año próximo, incluso en detrimento de las relaciones con las provincias y con los diferentes sectores productivos. Aunque el cumplimiento del objetivo de 2018 ya era casi un hecho, el de 2019 aún estaba en duda. Con las medidas anunciadas el lunes, ya se está un tercio más cerca del cumplimiento de la meta.

Complementando los anuncios efectuados en el plano fiscal, el Banco Central tomó una serie de medidas el lunes de esta semana, día en que comenzaron las primeras revisiones por parte del FMI en el país. Recordemos que entre las condiciones del acuerdo con el Fondo se encuentra el compromiso del BCRA de

Nueva oleada de medidas

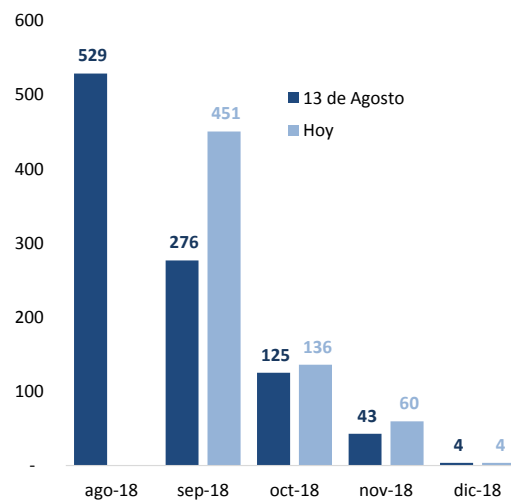
fortalecer la hoja de balance de la entidad, haciendo especial foco en la reducción del stock de LEBAC –pasivo que presentó un crecimiento exponencial en los últimos años. En particular, el lunes pasado el Banco Central anunció cambios orientados a contener las vulnerabilidades de la política monetaria, las cuales han generado presiones y volatilidad sobre el tipo de cambio en los últimos meses, dificultando el principal objetivo de la entidad; es decir, la reducción paulatina de la inflación.

En primer lugar, la entidad dispuso un programa de cancelación de LEBAC, mediante el cual, a partir de la licitación del día de ayer siempre se licitarán montos menores a los que vencen, y sólo podrán suscribirse entidades no bancarias. Es así que la entidad espera la eliminación del stock total de LEBAC para fines de este año, lo cual a nuestro criterio parece alcanzable en condiciones de mercado similares a las actuales. En segundo lugar, como alternativa de inversión para los bancos, el BCRA les ofrecerá Notas del Banco Central (NOBAC) a 1 año, y LELIQ a 7 días, siendo este último, a partir de ahora, el principal instrumento de esterilización de la entidad. Al respecto, es interesante remarcar que durante el día de ayer la licitación de NOBAC recibió ofertas por ARS 12 MM que el Central decidió no adjudicar, dejando desierta esta licitación. Así, las entidades financieras volcarían buena parte de su liquidez en LELIQ. Como tercer punto, las entidades bancarias no podrán desprenderse de las LEBAC remanentes en el mercado secundario, y sólo podrán actuar de intermediarias por orden de terceros en las licitaciones primarias.

Es así que en la licitación primaria del día de ayer, se adjudicaron tan sólo ARS 192 MM de los ARS 529 MM que vencían, resultando en una inyección de liquidez de unos ARS 337 MM. Para tener en cuenta, del total de vencimientos, unos ARS 200 MM se encontraban en manos de entidades financieras, que –como vimos anteriormente–

disponen de instrumentos alternativos para colocar su liquidez excedente. En particular, las tasas de corte se ubicaron entre 45,04% para el tramo más corto y 42,75% para la letra de 3 meses. De este modo, la entidad convalidó rendimientos unos 395 puntos básicos menores a los operados el día anterior en el mercado secundario para la letra de 1 mes. Con todo, el stock actual de LEBAC es de unos ARS 650 MM, alrededor de un 55% de la base monetaria tras contraerse un 33,5% respecto del stock del día previo.

Perfil de vencimientos de LEBAC
Miles de millones de ARS

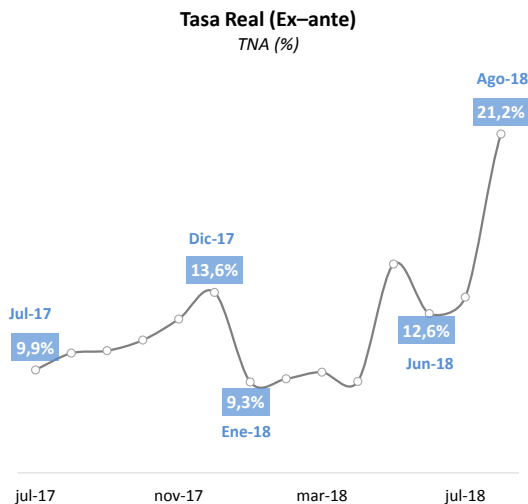


En cuarto lugar, el Central dio noticia de las licitaciones de Letras del Tesoro (LETES) en pesos que el Ministerio de Hacienda realizará en las fechas en las que haya vencimiento de LEBAC, de modo de ofrecer a los inversores una alternativa en pesos ante el desarme del stock de las letras del Banco Central. El Ministerio de Hacienda, se propone desarrollar un programa de *market makers* para darle liquidez a este instrumento en el mercado secundario. Durante el día de hoy se realizará la primera de las nuevas licitaciones de LETES en pesos, con plazos de 3 y 7 meses, los cuales ofrecen una tasa nominal mensual (TNM) de 3,00% y 2,85% respectivamente. En caso de que los montos se adjudiquen a la par, esto implicaría una tasa nominal anual (TNA) de

Nueva oleada de medidas

37,13% para la letra más corta y una de 37,67% para el instrumento a 7 meses.

Por último, el BCRA anunció que llevará a cabo subastas diarias de dólares en los días subsiguientes a las licitaciones de LEBAC en pos de ofrecer también la posibilidad de comprar dólares a los inversores que salen de las Lebac. Al respecto, es interesante mencionar los dichos del presidente del Banco Central -Luis Caputo- que mencionó que tendrían el aval del FMI para cancelar LEBAC con reservas, habilitando incluso la posibilidad de un *waiver* si no se alcanzara el objetivo mínimo de reservas netas.



Durante el día de ayer, el Central licitó USD 500 M, de los cuales se adjudicaron USD 200 M a un valor promedio de ARS/USD 29,40. Con presiones adicionales durante el día de hoy en los mercados emergentes, la entidad comenzó la jornada anunciando una licitación de USD 800 M, de los cuales adjudicó USD 303 M a un precio promedio de ARS/USD 30,30. Más avanzada la rueda, observando que las presiones no cedían el Central licitó unos USD 500 M adicionales, adjudicando USD 248 M a un precio promedio de ARS/USD 29,81. Finalmente, sobre el cierre del mercado, la entidad licitó unos USD 300 M adicionales, adjudicando en esta ocasión USD 230 M, a un

valor promedio de ARS/USD 29,96. En total, en esta semana, el BCRA se desprendió de unos USD 981 M por las licitaciones realizadas.

En este marco de mayor volatilidad a nivel global, la tasa de política monetaria fue elevada a 45% el mismo lunes, en una reunión ad-hoc del COPOM, en la que refuerzan el sesgo contractivo de la política monetaria por segunda ocasión en menos de una semana, y se comprometen a mantenerlo al menos hasta octubre. Este nivel de tasa de política simplemente hace que dicha tasas quede en línea con las tasas de mercado (en particular con la tasa de la Lebac más corta). Por otra parte, este panorama aleja en el tiempo el escenario en el cual la estabilidad del tipo de cambio permitiría que la tasa de política vuelva a ser definida con el objetivo de controlar la inflación y ya no para domar el valor de la divisa. De todas maneras, creemos que esta situación podría darse hacia el último trimestre del año, permitiendo al BCRA reducir el nivel de dicha tasa entre noviembre y diciembre (que hoy se encuentra en torno al 20% en términos reales).

Más allá de la promesa de mantener la tasa en 45% hasta octubre, en su última reunión programada de política monetaria el COPOM ya había afirmado que no recortaría la tasa hasta no ver una desaceleración de la inflación. El dato publicado en la tarde de hoy por el INDEC, si bien exhibió cierta moderación respecto del resultado de junio, está lejos de ser considerado un resultado favorable. En detalle, la inflación mensual de julio fue de 3,1%, por debajo del 3,7% de junio pero por encima de las expectativas del mercado (que promediaban una inflación de 2,8%).

El resultado de julio estuvo explicado principalmente por la inflación núcleo (+3,2%), producto de la fuerte devaluación del tipo de cambio de mayo-junio, que aún tiene un efecto rezagado sobre los precios del consumidor. Los precios estacionales también

Nueva oleada de medidas

contribuyeron al resultado de julio, mostrando una aceleración notable (+3,8%) de la mano de la categoría **Recreación y Cultura**, que aumentó 5,1% en plena temporada de receso invernal. Finalmente, precios regulados también se aceleró respecto del mes anterior (+26%), reflejando el impacto de la suba de la nafta en el rubro **Transporte** (+5,2%).

De cara a los próximos meses, es importante recordar que habrá presiones redobladas sobre los precios, de la mano de los incrementos tarifarios anunciados a finales del mes pasado (luz, gas, transporte, naftas, prepagas, empleadas domésticas, entre otros), que serán implementados entre agosto y octubre. A ello podría sumársele la nueva oleada de volatilidad cambiaría de los últimos días, aunque habrá que ver su duración e intensidad antes de aventurar la magnitud del impacto sobre los precios.

Con todo, con una nueva semana cargada de volatilidad en el contexto global y con fuertes impactos en el plano local, nuevamente con castigos mayores a los observados en países comparables, el gobierno parece haber tomado nota respecto de las inseguridades de los mercados, reforzando las señales respecto de dos puntos clave con un tercer aspecto a considerar: el desafío que representa el objetivo fiscal de 2019 y el volumen de los pasivos no monetarios del BCRA con sus consecuentes impactos en política monetaria. A esto deberíamos sumar algo de aire al programa financiero del Tesoro, habida cuenta de que posiblemente pueda capturar parte de la liquidez que la reducción del stock de Lebacs dejaría en el mercado. Hacia adelante, habrá que seguir de cerca el nivel de reservas internacionales, el cual se podría ver afectado por las medidas y nuevamente poner foco sobre la inflación de los próximos meses ante el nuevo avance del dólar.

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.

