



Weekly Galicia

Economía & Mercados

20 de septiembre de 2018



Research | Planeamiento Estratégico y Control de Gestión

Desarme de LEBAC: fase dos

- ✓ El conflicto comercial entre EE.UU. y China, junto con la incertidumbre electoral en Brasil, se han constituido en los dos principales factores de riesgo externo para Argentina. Estados Unidos volvió a anunciar aranceles sobre importaciones provenientes del gigante asiático, lo cual podría provocar una respuesta negativa por parte de China. Mientras tanto, Brasil enfrenta elecciones presidenciales en octubre con grandes chances de un ballottage de resultado aún incierto.
- ✓ El BCRA anunció medidas para implementar en la segunda etapa de su programa de cancelación de LEBAC que incluyeron renovación parcial de los vencimientos, suba de encajes obligatorios y la licitación de LECAP por parte del Tesoro. Estas medidas apuntan no solamente a permitir el desarme del stock de LEBAC, cada vez menor, sino a evitar que la emisión de pesos se traslade a presiones sobre el tipo de cambio.
- ✓ El resultado de la licitación de LEBAC fue positivo. Las ofertas sumaron \$ 214.235 M en valor nominal, de los cuales el Central adjudicó \$ 150.000 M a una tasa de corte de 45% para todos los tramos. Por otro lado, los casi \$ 238.000 M en valor efectivo por vencimientos de LEBAC no renovados ya están siendo absorbidos en parte por la suba de encajes y en parte por las LECAP licitadas por el Tesoro.
- ✓ El lunes, el Ministro de Economía Nicolás Dujovne presentó el Presupuesto 2019 ante la Cámara de Diputados para su debate. El Proyecto de Ley ratifica el objetivo de equilibrio fiscal para el 2019 (déficit cero) conocido la semana pasada, el cual sería alcanzando gracias al reordenamiento de ingresos y gastos anunciado a principios de mes.



Desarme de LEBAC: fase dos

En el frente externo, el conflicto comercial entre EE.UU. y China vuelve a situarse en el centro de la escena y se constituye como el mayor factor de riesgo e incertidumbre en los mercados internacionales. En este sentido, el lunes el presidente Trump lanzó una nueva ofensiva contra China luego del cierre del mercado, al proponer una suba de aranceles del 10% sobre montos equivalentes a USD 200.000 M de importaciones chinas vigentes a partir de fin de mes. Estos aranceles subirían al 25% a partir de enero de 2019 si la contraparte china no accede a negociar mejores condiciones comerciales para Estados Unidos. La respuesta de los oficiales chinos no tardó en llegar, con una suba de aranceles por montos equivalentes a USD 60.000 M.

Aquí radica una de las mayores preocupaciones del mercado, ya que dado el superávit comercial que China tiene con los Estados Unidos, el monto de importaciones a gravar con aranceles es menor, por lo cual existe una posibilidad de que la potencia asiática responda con medidas por fuera de lo estrictamente comercial, ya sea con devaluaciones de su moneda o la utilización estratégica de su posición de bonos norteamericanos (recordando que China es el mayor tenedor extranjero de Treasuries), siendo este un punto muy relevante en un contexto en donde el Treasury a 10 años superó la barrera del 3%, alcanzando rendimientos máximos desde fines de mayo.

Este conflicto comercial tuvo una derivación en las últimas semanas de particular interés para la Argentina. El arancel de China sobre la soja norteamericana provocó en los últimos meses una caída en la cotización de la oleaginosa en el mercado de Chicago, rompiendo el lunes por la tarde los niveles de USD 300/tonelada, y alcanzando así valor mínimos en casi una

década. No obstante, la particularidad radica en que mercados alternativos no acompañaron dicha baja, sino que por el contrario han logrado capitalizar la situación al comprar soja más barata a Estados Unidos y venderla a China con la prima de intermediación. En el caso argentino, en el acumulado del mes de septiembre el precio de exportación de la tonelada de soja en el puerto de Rosario subió un 0,8%, al mismo tiempo que el precio de la tonelada de exportación en los puertos estadounidenses del golfo de México cedió un 5%.

Otro aspecto importante en el frente internacional, con impacto directo sobre Argentina, son las inminentes elecciones presidenciales en Brasil. Éstas se celebrarán el próximo 7 de octubre y, en el caso probable de que haya un *ballotage*, la segunda vuelta se llevaría a cabo el 28 de octubre. El desenlace de las elecciones brasileras aún está abierto, con una incertidumbre que se traslada a la volatilidad de los activos. De acuerdo a los últimos sondeos, el candidato de derecha Jair Bolsonaro continúa firme en el primer puesto, mientras que candidatos de izquierda como Ciro Gomes o Fernando Haddad se perfilan para el segundo puesto. Recordamos que, dado el diseño electoral en Brasil, para ganar en primera vuelta es necesario más del 50% de los votos. Este es un escenario improbable para cualquier candidato, abriendo las puertas de un resultado incierto del *ballotage* (las encuestas muestran un empate técnico entre Bolsonaro y Haddad para la segunda vuelta electoral).

En el plano local también se registró una semana cargada de novedades. En primer lugar, el Banco Central anunció el viernes pasado que llevaría a cabo la segunda etapa de su programa de cancelación de LEBAC, el

Desarme de LEBAC: fase dos

cual viene implementando desde mediados de agosto. El objetivo del programa es eliminar gradualmente el *stock* existente de instrumentos emitidos para que al final del proceso los únicos tenedores de estos instrumentos sean los bancos del sistema financiero local. De acuerdo con la entidad monetaria, el 25% del stock de LEBAC está en poder de entidades bancarias, y el resto en manos de entidades no bancarias (fondos comunes de inversión, empresas, individuos y no residentes).

Las medidas implementadas el viernes pasado apuntaron no solamente al desarme del stock de LEBAC, cada vez menor, sino a que la emisión de pesos no se trasladara a presiones sobre el tipo de cambio. Los principales puntos anunciados fueron:

1. El Banco Central ofreció sólo \$ 150.000 M de LEBAC en la licitación de este martes, contra un vencimiento estimado de \$ 300.000 M en valor nominal en manos de participantes no bancarios, quienes fueron nuevamente los únicos autorizados a suscribir en esta nueva emisión. Como en el mes pasado, las entidades bancarias sólo pudieron participar en la licitación por cuenta y orden de terceros no bancarios.

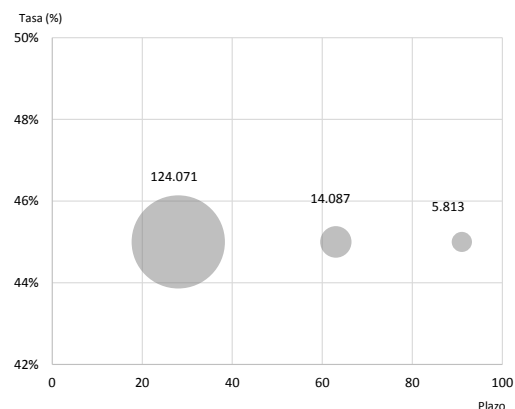
2. Para las entidades bancarias el Central ofreció NOBAC a un año y LELIQ, las cuales el BCRA busca consolidar como su principal instrumento de esterilización. Además, la entidad monetaria anunció un nuevo incremento de los encajes obligatorios por un total de 5 puntos porcentuales a partir del 19 de septiembre (se permitió la integración de dicho incremento en Notas y Letras del Banco Central para el caso de los depósitos a plazo).

3. En paralelo, el Ministerio de Hacienda ofreció Letras del Tesoro en pesos (LECAP), alternativa de inversión disponible para todos los participantes.

4. Finalmente, el BCRA afirmó que habría disponibilidad de reservas en moneda extranjera (medida consensuada con el FMI) para asegurar el buen funcionamiento del cambiario a lo largo de la operación.

El resultado de toda esta batería de medidas fue positivo. Las ofertas para suscribir LEBAC sumaron VN \$ 214.235 M, de los cuales el Central adjudicó \$ 150.000 M a una tasa de corte de 45% para todos los tramos (LEBAC a 28, 63 y 91 días). Por otro lado, los casi \$ 238.000 M en valor efectivo por vencimientos de LEBAC no renovados (en valor nominal fueron \$ 231.930 M) ya están siendo absorbidos en parte por la suba de encajes y en parte por las LECAP licitadas en el día de ayer por el Tesoro. Si bien las emisiones del Tesoro no aspiran pesos en el sentido estricto de la palabra (como la haría una colocación del BCRA), la emisión de LECAP sí tendrá un efecto contractivo siempre y cuando el Tesoro no gaste los fondos obtenidos.

Última Licitación LEBAC
En millones de \$



Desarme de LEBAC: fase dos

El Ministerio de Hacienda recaudó en el día de ayer alrededor de \$ 107.000 M en títulos a 132, 160 y 374 días. El rendimiento de las LECAP se ubicó en torno al 50%, dando una señal de baja de tasas, lo cual es positivo para la economía real aún a pesar de que la tasa de referencia permanezca en 60%. Además, hay que destacar la participación de inversores extranjeros en la licitación, por un monto estimado en USD 900 M.

Al resultado favorable de la licitación de LECAP se suma que durante las ruedas del martes y del miércoles el BCRA participó en el mercado cambiario para contener el traslado de la emisión de pesos al precio del dólar, ofreciendo alrededor de USD 280 M y USD 300 M, respectivamente. De este modo, el tipo de cambio mayorista pasó de AR\$/USD 39,54 al cierre del lunes a AR\$/USD 39,30 al final de la jornada de ayer (una caída de 0,6%). La rueda de hoy abrió con un dólar a la baja, reforzando la tendencia. Así, de momento parecería que el Central y el Ministerio de Hacienda han logrado su cometido, gracias al accionar en conjunto: desarmar parte del *stock* de LEBAC evitando mayores presiones sobre el tipo de cambio o la inflación.

Al respecto, el Índice de Precios al Consumidor aumentó 3,9% en agosto y se prevé que la inflación se acelere en septiembre. El mercado estima variaciones de entre 5% y 6%, producto rezagado de la devaluación de los últimos días de agosto. Tanto el gobierno como la entidad monetaria buscaron con las medidas implementadas durante esta semana acotar al máximo posible cualquier movimiento que pueda retroalimentar la inflación.

A las novedades en el frente monetario se sumaron noticias en el plano fiscal. El lunes pasado, el Ministro de Economía Nicolás

Dujovne presentó el Presupuesto 2019 ante la Cámara de Diputados para su debate. El Proyecto de Ley ratifica el objetivo de equilibrio fiscal para el 2019 (déficit cero) conocido la semana pasada, el cual sería alcanzando gracias al reordenamiento de ingresos y gastos anunciado.

Además, el Presupuesto asume una caída del PBI de 2,4% para 2018 y una contracción de 0,5% para el 2019, influenciado por un fuerte arrastre negativo del corriente año. Ambas cifras están en línea con nuestras estimaciones, particularmente la proyección de caída para 2018. Con respecto al año que viene, el fuerte rebote que se espera por parte del agro podría contrarrestar más que parcialmente la inercia negativa que deje este año, dando como resultado un 2019 con un leve crecimiento (+0,3%). El signo de la actividad del año que viene dependerá en gran parte de que el clima sea benigno y la cosecha recupere los volúmenes de 2017.

En términos de variables macroeconómicas, lo más llamativo del Proyecto sea quizás la proyección de tipo de cambio promedio de AR\$/USD 40,1 para todo 2019. De acuerdo con los propios supuestos del Proyecto de Ley, el peso argentino cerraría este año en AR\$/USD 38, lo cual implicaría una apreciación real del tipo de cambio en torno al 8% si tenemos en cuenta que la inflación proyectada del Presupuesto 2019 es del 23%, lo que implicaría perder una parte (pequeña) de la competitividad ganada en las últimas semanas con el salto del tipo de cambio. En otras palabras, el año próximo el gobierno asume que el tipo de cambio operará como ancla nominal.

Para cerrar, un aspecto importante de las últimas ruedas fue el *rally* evidenciado en los

Desarme de LEBAC: fase dos

activos locales, que vivieron una pequeña primavera después del importante ajuste exhibido en los últimos meses. Sin un *driver* claramente identificado que motive el alza evidenciada, pareciera que un conjunto de factores ayudaron a la recuperación.

Por un lado, el acuerdo del gobierno con los gobernadores para garantizar una aprobación del Presupuesto sin mayores contratiempos obró de manera positiva sobre las perspectivas de los inversores. A ello se le suman el resultado positivo de la última colocación de Letes en dólares, que implicó una refinanciación de los vencimientos (*rollover* de deuda) por encima del proyectado en el programa financiero, y el avance de las renegociaciones del Acuerdo de Stand-By con el FMI. Es importante aclarar que hubo fuertes rumores y trascendidos respecto a los términos del nuevo acuerdo, sintetizados en una línea de crédito aún mayor que la original (USD 50.000 M) y un adelantamiento sustantivo de los desembolsos de la misma, aunque nada de ello ha sido confirmado oficialmente. Con respecto a este punto, esperamos tener novedades de aquí a fin de mes.

En este contexto, la deuda soberana en dólares reflejó un alza del 5% promedio en los precios, con una consecuente caída del riesgo país a niveles de 625 puntos básicos. También avanzaron fuertemente los activos de renta fija en pesos con incrementos que alcanzaron a las curvas de Badlar (+5% promedio) como CER (+10%).

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.

