



Weekly Galicia

Economía & Mercados

27 de septiembre de 2018



Research | Planeamiento Estratégico y Control de Gestión

Acuerdo 2.0

- ✓ El nuevo acuerdo con el FMI implica USD 7.000 M adicionales, y el adelanto de unos USD 19.000 M a 2019 respecto del acuerdo original de junio. Esto despeja por completo las dudas respecto del programa financiero de éste y del próximo año. Y dejaría una situación cómoda para 2020.
- ✓ La nueva política monetaria consistirá en el no crecimiento de la base monetaria hasta junio 2019. Esto implica una mayor dureza que posiblemente se refleje en subas de tasa de interés y mayor volatilidad en las tasas.
- ✓ La política cambiaria determina una zona de no intervención entre 34 y 44 pesos por dólar. Por encima de este valor el BCRA podría ofrecer hasta USD 150 M diarios para dinamizar la oferta. Más allá de que los límites de las zonas de no intervención dan cuenta de cotizaciones del dólar que de alguna manera se admiten "tolerables", la dureza de la política monetaria sería el principal límite a la compra de divisas.
- ✓ El tipo de cambio retomó un sendero algo más volátil en los últimos días, luego del cambio de presidente del BCRA y especialmente, como consecuencia de la incertidumbre frente al nuevo esquema cambiario anunciado durante el día de ayer. Particularmente, esta semana la divisa trepó 6,9%.
- ✓ El Banco Central dio a conocer el resultado del Balance Cambiario, en el cual se observaron déficits en la cuenta corriente y en la cuenta financiera. En el primer caso, el déficit fue de USD 396 M, mostrando una mejora en parte por la desaceleración del pago de importaciones. Por otro lado, el déficit de cuenta financiera alcanzó los USD 5.362 M principalmente por la formación de activos externos y por las operaciones del sector público. Si bien el tipo de cambio y la actividad empiezan a ajustar la cuenta corriente, la confianza del mercado determinará si ese ajuste es suficiente a través de la cuenta financiera.



Acuerdo 2.0

Finalmente en el día de ayer se conocieron (al menos parte de) los detalles del nuevo Acuerdo con el Fondo Monetario Internacional. Los anuncios se centraron en dos frentes: por un lado, cambios en el programa de desembolsos con sus impactos en el programa financiero del Tesoro para éste y los próximos años. Por el otro lado, se conocieron detalles respecto de la política monetaria y cambiaría que regirá la economía por (al menos) los próximos 9 meses.

En cuanto a la revisión del Acuerdo, aún no se conocen las nuevas metas. Sólo se anunció un adelantamiento de fondos para 2018 y 2019, y una ampliación del tamaño del programa por USD 7.100 M (inferior a los USD 20.000 M con los que especulaba el mercado). Creemos que los montos involucrados y la secuencia de desembolsos son suficientes para despejar dudas sobre el programa financiero de 2018-2019, y deberían ser positivos para la curva soberana en dólares que por otro lado, en el día de hoy incorporó la noticia comprimiendo spreads y exhibiendo subas de bonos en torno a 1,1%.

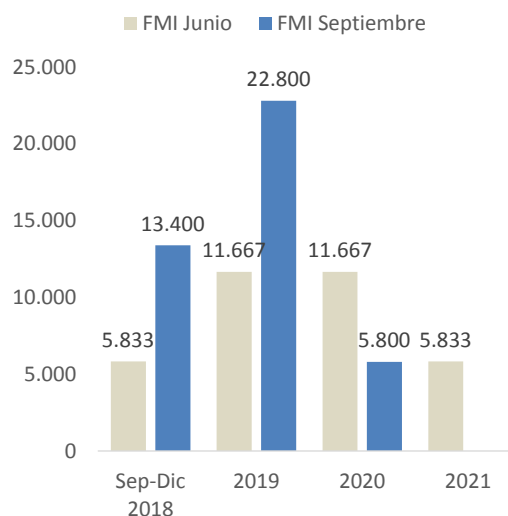
Los principales puntos a destacar son los siguientes:

- Aumento del tamaño del programa, de los USD 50.000 millones originales a USD 57.100 millones. Incremento neto de USD 7.100 millones.
- Los desembolsos dejan de tener carácter precautorio y el gobierno podrá disponer de ellos en función del cumplimiento de metas (primordialmente fiscal).
- Adelantamiento de los plazos pautados para el desembolso de los montos de USD 19.000 millones para los años 2018/2019:

a. 2018: Frente a los USD 6.000 originales, se desembolsarán USD 13.600 M, con un incremento neto de USD 7.600 M.

b. 2019: Frente a los USD 11.400 M originales, se desembolsarán USD 22.800 M, con un incremento neto de USD 11.400 M.

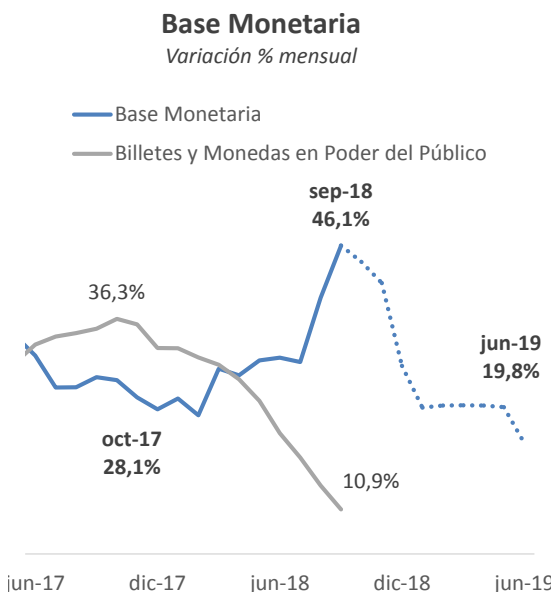
Cronograma Desembolsos Préstamo FMI
USD Millones



La decisión buscaría despejar las dudas respecto a la capacidad del gobierno para hacer frente a las necesidades establecidas en el programa financiero para el 2018 y el 2019. Ciertamente el adelantamiento de los desembolsos cubre en exceso las necesidades de éste y el próximo año, aun en escenarios de estrés (situación que no se evidencia, por el contrario, en las últimas dos licitaciones de Letes en USD el ratio de *rollover* ha excedido el target estimado por el propio gobierno (70% y 75%, respectivamente contra target del 60%). En particular, asumiendo un 2019 donde no se rollea ninguna Lete en USD ni tampoco ningún vencimiento en manos de privados, aún en ese caso el programa estaría cubierto. Así, cualquier renovación de deuda del año que viene comenzaría a prefinanciar el 2020, que por otro lado, sólo tendría necesidades de nuevas colocaciones por USD 5.000 M,

Acuerdo 2.0

asumiendo una normalización del mercado de deuda local.



En plano monetario/cambiario, una primera lectura de lo anunciado pareciera ir en la dirección de una dureza monetaria al menos igual a la actual, que debería implicar tasas de interés como mínimo en los niveles actuales y un menor crecimiento de los agregados monetarios en los próximos meses. En cuanto al tipo de cambio, la implementación de una zona de flotación amplia con centro en ARS/USD 39 (entre ARS/USD 34 y ARS 44), y ajustables al 3% mensual hasta Diciembre (lleva el centro de la banda en Diciembre a ARS/USD 43), deja de corto plazo margen para que el mercado testeé mayores valores en la cotización. Obviamente la dureza monetaria será en la práctica una defensa natural del valor del Peso. Mientras tanto, los dólares adicionales del Tesoro para el 2018 (USD 7.600 M) podrían también utilizarse parcialmente para aumentar la oferta de dólares del MULC.

Los principales puntos a destacar son los siguientes:

- El BCRA comenzará a implementar un nuevo esquema de política monetaria a partir del 1° de octubre, abandonando el régimen de metas de inflación que se implementaba desde enero 2017. Específicamente, bajo el nuevo esquema el BCRA se compromete a no aumentar el nivel de la base monetaria hasta junio de 2019. El propósito en este cambio de esquemas es dotar a la economía argentina de un ancla nominal contundente y simple, habida cuenta de la relación existente entre la cantidad de dinero y los precios.

- De acuerdo con lo comunicado en conferencia de prensa por el nuevo Presidente del Central, la base monetaria crecería un promedio mensual de 0% en términos nominales hasta junio 2019. Esto representa una fuerte contracción monetaria, cuyo propósito es recobrar la estabilidad nominal de la economía. El efecto sobre la inflación, no obstante, tardará algunos meses en evidenciarse. Además, el comunicado oficial del BCRA destaca como excepción de la nueva regla a los meses de diciembre de este año y junio del que viene, en los que se suele incrementar la demanda de dinero por motivos estacionales.

- La meta monetaria será implementada mediante operaciones diarias de Letras de Liquidez (LELIQ) con los bancos, a lo que podrían sumarse ajustes en los requisitos mínimos de liquidez para alcanzar la meta. Como la cantidad de dinero será a partir de ahora una variable exógena, la tasa de interés de las LELIQ pasará a estar determinada de manera diaria por la oferta y demanda de liquidez (es decir, de manera endógena), ubicándose en los niveles necesarios para cumplir con el compromiso de crecimiento nulo de la base monetaria. No obstante, el BCRA se compromete a mantener la tasa mínima de las LELIQ al

Acuerdo 2.0

60% en tanto y en cuanto no se evidencie una definitiva desaceleración de la inflación.

- En paralelo, el BCRA continuará con el cronograma de desarme del stock de LEBAC, actualmente ubicado en cerca de \$ 340.500 M. En ese sentido, se busca reforzar que el BCRA realice operaciones únicamente con los bancos (a través de las LELIQ), y no con el público.

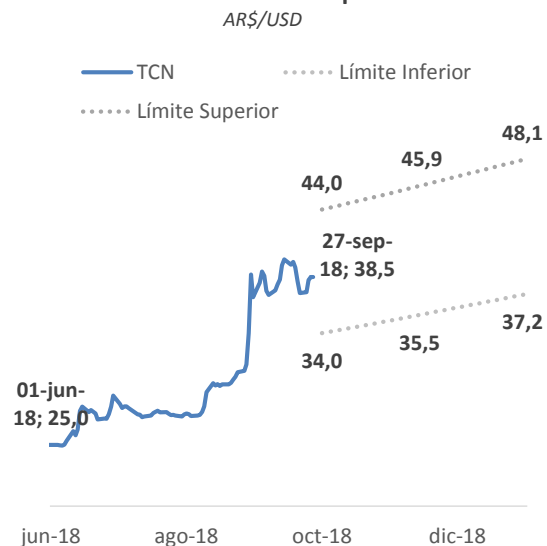
Hacia adelante, consideramos que la nueva política monetaria llevaría a mayores niveles de la tasa LELIQ, además de un incremento en su volatilidad. Teniendo en cuenta que en los últimos meses el ritmo de crecimiento de la base monetaria se ha ido incrementando hasta llegar a valores de alrededor de 7,5% mensual (con tasas de referencia aumentando hasta ubicarse en el 60% actual), una regla monetaria más contractiva como la anunciada hoy tendría como efecto una suba de tasas por encima de los niveles en los que se encuentra ubicada actualmente.

En el plano cambiario:

- Se implementan zonas de intervención y no intervención cambiaria. La zona de no intervención se define inicialmente entre \$34 y \$44, se ajustará diariamente a una tasa de 3% mensual hasta fin de año y se recalibrará al comienzo del año próximo. Esto implica una zona de no intervención que hacia fin de año se ubicaría entre ARS/USD 37 y ARS/USD 48, con centro en ARS/USD 43.
- El BCRA permitirá la libre flotación del peso dentro de esta zona. En el caso de que el tipo de cambio se encuentre por encima de la zona de no intervención, el BCRA realizará ventas diarias de moneda extranjera por hasta 150 millones de

dólares. Estas ventas no serán esterilizadas, generando una contracción adicional de la base monetaria que tenderá a corregir la depreciación excesiva. En el caso de que el tipo de cambio se encuentre por debajo de la zona de no intervención, el BCRA podrá comprar moneda extranjera. Sólo ante esta señal de aumento de la demanda de dinero, la autoridad monetaria puede decidir aumentar la base monetaria respaldada por el incremento de reservas.

Zonas de Intervención del Tipo de Cambio

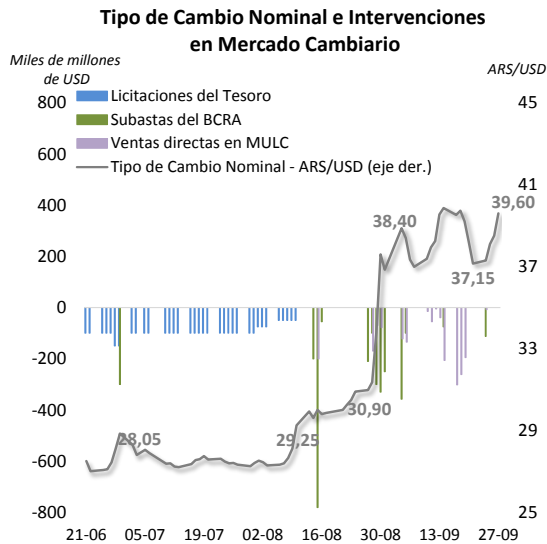


Cabe resaltar que si bien las intervenciones se redujeron en los últimos días, en lo que va de septiembre el BCRA vendió en promedio más de USD 100 M diarios. La zona de no intervención podría, en esta coyuntura, sumar volatilidad cambiaria (acotada a la zona) en los próximos días.

Más allá de que los límites de las zonas de no intervención dan cuenta de cotizaciones del dólar que de alguna manera se admiten "tolerables", la dureza de la política monetaria sería el principal límite a la compra de divisas. De esta manera, el BCRA intenta contener la

Acuerdo 2.0

volatilidad en el tipo de cambio más allá de la zona de intervención al tiempo que continúa permitiendo la flotación (dentro de la misma) de manera de continuar amortiguando shocks externos.



Estos anuncios se dan en un contexto en el que la moneda local parecía haber moderado la volatilidad durante la semana pasada, y – aunque en línea con lo sucedido en los mercados globales- se apreció 6,8%, cerrando la semana en ARS/USD 37,15. Sin embargo, la calma observada previamente se vio afectada el martes de esta semana con la renuncia de Luis Caputo de la presidencia del Banco Central. Es así que, durante ese mismo día, el peso comenzó la jornada trepando más de 5% respecto al cierre del día previo, hasta los ARS/USD 39,30. Sin embargo con la ayuda de intervenciones del BCRA y algunos rumores sobre el acuerdo del FMI (que finalmente se dio a conocer durante el día de ayer), la divisa logró recortar el avance, para subir sólo 2,1% durante ese mismo martes. Finalmente, en el día de hoy, pos anuncio de la nueva política cambiaria, la divisa cerró en ARS/USD 39,70. Si bien el Central no intervendría más en el mercado spot en la mencionada zona de no intervención, sí lo habría hecho en el mercado

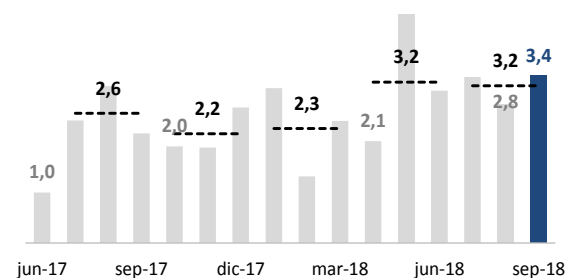
de futuros para contener expectativas y evitar una depreciación por encima de la deseada.

El último martes, el Banco Central publicó el resultado del Balance Cambiario del mes de agosto, que continuó arrojando déficits tanto en la cuenta corriente como en la cuenta financiera. Como resultado, la caída de las reservas internacionales alcanzó los USD 5.338 M, cerrando las mismas en niveles de USD 52.658. Durante el mes de septiembre, esta tendencia continuó, y el día de ayer las reservas alcanzaron los USD 49.562, acumulando a la fecha una pérdida adicional de USD 3.006 M para el mes de septiembre.

En detalle, la cuenta corriente arrojó un déficit de USD 396 M en agosto, un 82% menor al máximo observado este año durante el mes de mayo. Esta reducción del déficit se dio gracias a un superávit de la cuenta de bienes (USD 594 M) que compensó parcialmente el déficit de la cuenta de servicios (-USD 689 M). Esto se logró gracias a que las importaciones continuaron el proceso de desaceleración que comenzó hace unos meses, y en agosto cayeron 23,5% i.a.

Formación de Activos Externos

En miles de millones de USD



Sin embargo, queda claro que no hay ajuste de cuenta corriente suficiente si no se recompone la confianza que afecta la cuenta financiera. En este sentido, dicha cuenta arrojó un déficit de USD 5.362 M, explicado en gran parte por la dolarización de cartera del sector privado

Acuerdo 2.0

(formación de activos externos) que totalizó unos USD 2.790 M, sumado a operaciones del sector público que incluyen vencimientos de títulos públicos (en donde se encuentra el efecto de la renovación parcial de Letes que resultó en el pago de casi USD 1.500 M durante el mes, entre otros), los cuales representaron una salida de USD 2.028 M.

Hacia adelante, en un marco en el que la cuenta corriente continuaría haciendo el ajuste dado los nuevos niveles de tipo de cambio real, será determinante entender el impacto de los anuncios del día de ayer sobre la confianza de los mercados en el programa, lo que en definitiva delimitarán una cuenta financiera que recupere el superávit o se mantenga en números rojos.

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 santos@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.

