



Weekly Galicia

Economía & Mercados

11 de octubre de 2018



Research | Planeamiento Estratégico y Control de Gestión

Programa monetario en acción

- ✓ En las últimas ruedas se observó una importante corrección de los mercados bursátiles alrededor del globo debido a un conjunto de sucesos que se dio en el marco de nuevas alzas en las tasas de interés de los Estados Unidos. En este clima de mayor aversión al riesgo, los activos de Brasil (y en menor medida, los de la región) pudieron escapar a la tendencia gracias al triunfo de Jair Bolsonaro en las elecciones del pasado domingo.
- ✓ La semana pasada entró en vigencia el nuevo programa monetario el BCRA, el cual convalidó mayores tasas de LELIQ para lograr una absorción acumulada de ARS 25.200 M. En los últimos días, la entidad pudo recortar levemente las tasas en el margen y aun así continuar la absorción monetaria.
- ✓ En la próxima semana vencerán unos ARS 256.000 M de LEBAC, en su mayoría en manos del sector no bancario. Frente a este vencimiento, el Central se encuentra con el desafío de absorber la inyección monetaria resultante, con el objetivo de cumplir con la meta de variación promedio mensual nula de la base monetaria.
- ✓ El ajuste al alza de las tasas pasivas de las últimas semanas, sumado a la posibilidad de los bancos de pagar intereses sobre los depósitos a plazo de más de 30 días antes de su vencimiento, ayudó a captar mayores depósitos. Éstos mostraron una aceleración en el margen, y resultaron una alternativa atractiva a la dolarización, quitando presión sobre el mercado cambiario.
- ✓ El FMI publicó la actualización del WEO a octubre, en la que recortó las proyecciones de crecimiento de Argentina tanto para este año como para el próximo. Según el organismo, en 2018 la actividad se contraería 2,6%, mientras que la baja de 2019 sería de 1%.
- ✓ Estas estimaciones son más pesimistas que las que el gobierno incluyó en el Presupuesto 2019 (-2,2% y -0,5%, respectivamente). Como el cumplimiento de la meta de equilibrio fiscal para 2019 depende en parte de la actividad (además de otras variables como la inflación), si se cumplieran las proyecciones del FMI harían falta \$ 63.000 M adicionales.



Programa monetario en acción

En las últimas ruedas se observó una importante corrección de los mercados bursátiles alrededor del globo, con particular impacto en las bolsas estadounidenses. Éstas exhibieron caídas semanales de 7,6% en el caso del Nasdaq y de 5,4% tanto para el caso de S&P500 como para el de Dow Jones, que fueron acompañadas también por mermas en mercados de Asia y Europa.

El ajuste de los mercados pareciera estar justificado por un conjunto de factores que elevaron la aversión al riesgo por parte de los inversores: surgen renovadas tensiones en el conflicto comercial entre EE.UU. y China, con acusaciones de *hackeos* por del gigante asiático hacia empresas norteamericanas. Por otro lado, también preocupa la debilidad observada en el Yuan, al mismo tiempo que China estaría entrando en un ciclo con menores perspectivas de crecimiento. Asimismo, influyeron otros factores como la suba del precio del petróleo, las preocupaciones sobre la deuda de Italia y la volatilidad financiera en diversos mercados emergentes.

Sin embargo, es posible que el factor más relevante, que explica la corrección del mercado y en el cual se desarrolla el resto de los aspectos enumerados, sea el incremento observado en las tasas de interés de los Estados Unidos. El rendimiento del Treasury a 10 años registra un movimiento al alza desde fines de agosto, movimiento que se aceleró en las últimas dos semanas (+18 puntos básicos, llegando a rendimientos máximos de 3,24%). Dicha aceleración estuvo motivada por la combinación de dos elementos. En primer lugar, la economía estadounidense volvió a registrar un sólido desempeño en términos de actividad. En segundo lugar, esta mejora de los fundamentos estuvo acompañada por las declaraciones del Presidente de la Reserva Federal, Jerome Powell, quien se mostró favorable a seguir profundizando la

normalización monetaria mediante el incremento en la tasa de referencia.

Otro de los hechos más relevantes a nivel internacional (y con particular impacto sobre el mercado argentino) fue la elección presidencial que se celebró el pasado domingo en Brasil, y que en algún punto sirvió como amortiguador para los activos en la región. Jair Bolsonaro logró una amplia ventaja al conseguir el 46% de los votos, seguido por Fernando Haddad, quien se ubicó en segundo lugar con el 29%. De esta forma, Bolsonaro se consolida como favorito de cara a lo que será el balotaje que se llevará a cabo dentro de tres semanas (28 de octubre), lapso en el cual ambos candidatos focalizarán su campaña en busca de los electores de Ciro Gómez (tercero, con el 12,5% de los votos) y de los "desencantados" con la política, quienes llevaron el ratio de abstención en los comicios al 20%.

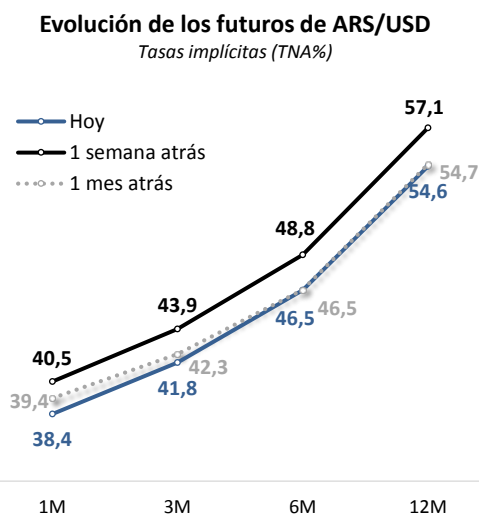
Por lo pronto, el mercado reaccionó favorablemente ante el posicionamiento de Bolsonaro, movimiento que ya había comenzado a ser anticipado en las últimas semanas a medida que el ex militar mejoraba en las encuestas. Ante un escenario que prácticamente descuenta a Bolsonaro al frente de la presidencia, el real brasilero exhibió una apreciación del 7,2% en el corriente mes, mientras que el Bovespa registró un alza de 11,8% (medido en dólares).

A nivel local, el resultado electoral de Brasil (en conjunto con el accionar del Banco Central frente al nuevo esquema monetario) ayudó a contener las presiones cambiarias en los últimos días. El éxito de Bolsonaro en las elecciones brasileras –siendo éste el favorito de los mercados– ayudó a restar presión sobre los activos locales en una semana donde el contexto internacional no fue el más favorable para el resto de los emergentes, debido a la suba del rendimiento del Treasury a 10 años.

Programa monetario en acción

A ello se le suma el hecho de que el BCRA habría continuado sus operaciones en el mercado de futuros para contener las expectativas de depreciación sobre el tipo de cambio, que en la última semana disminuyeron significativamente. De todas formas, no se conoce la magnitud de dichas operaciones, ni se sabe cuál es la postura frente a este tipo de operatoria de cara al nuevo Acuerdo con el FMI, del cual aún no se ha publicado el Memorándum de Entendimiento.

De todos modos, tanto las elecciones brasileras como la intervención en el mercado de futuros del Central ayudaron a que el peso argentino se aprecie: el tipo de cambio bajó 3,4% en lo que va de la semana (11,3% en el acumulado del mes).



Otro factor que incidió en la cotización del dólar es el nuevo programa monetario el BCRA, que desde sus inicios convalidó mayores tasas de LELIQ para lograr una absorción acumulada de ARS 25.200 M. Es interesante destacar que, en los primeros días de esta semana, la entidad pudo recortar levemente las tasas en el margen y aun así continuar la absorción monetaria. Si bien el viernes pasado la licitación resultó en una

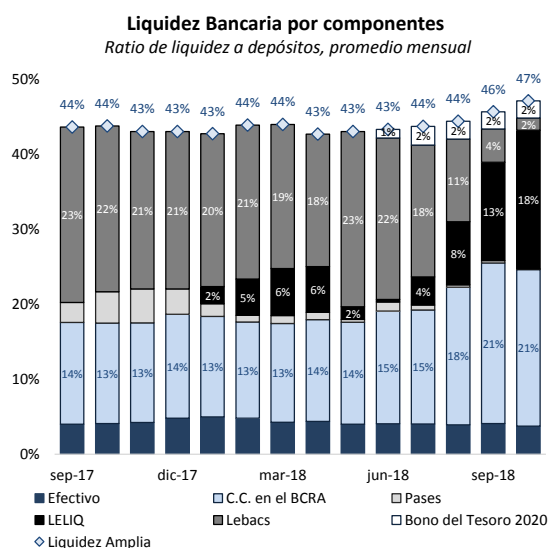
expansión de la base monetaria de ARS 18.000 M con una tasa promedio de corte de 73,31% con una tasa máxima de 74,10%, durante el día de hoy la tasa promedio de corte fue algo menor (de 72,73% con una tasa máxima de 73,99%) y aun así la entidad monetaria logró absorber unos ARS 2.500 M. En la próxima semana vencerán unos ARS 256.000 M de LEBAC, en su mayoría en manos del sector no bancario. Frente a este vencimiento, el Central se encuentra con el desafío de absorber la inyección monetaria resultante, con el objetivo de cumplir con la meta de variación promedio mensual nula de la base monetaria.

Por otro lado, el ajuste al alza de las tasas pasivas en las últimas semanas, sumado a la posibilidad de los bancos de pagar intereses sobre los depósitos a plazo de más de 30 días antes de su vencimiento, ayudó a captar mayores depósitos. Éstos mostraron una aceleración en el margen, y resultaron una alternativa atractiva a la dolarización, quitando presión sobre el mercado cambiario.

En este contexto de aceleración de los depósitos, sumado a los incrementos de encajes dispuestos por el Banco Central en el último mes, la liquidez bancaria amplia arrojó un crecimiento de aproximadamente 1,5 p.p. respecto al mes previo. En detalle, durante el mes de septiembre hubo dos incrementos de 5 p.p. cada uno, sumado a un incremento adicional a partir del primero de octubre de 3 p.p. El primero entró en vigencia a partir del 1° de septiembre y puede ser integrado con LELIQ o NOBAC. En cambio, el segundo incremento de encajes del mes pasado (a partir del 19 de septiembre), puede ser integrado con los mismos instrumentos del Banco Central siempre y cuando se trate de para depósitos a plazo. Respecto al incremento dispuesto para comienzos de octubre, estos encajes también podrán ser integrados con LELIQ o NOBAC.

Programa monetario en acción

En detalle, la liquidez bancaria amplia incluye las tenencias de LEBAC, LELIQ y el BOTE 2020 de las entidades financieras. Mientras que las LEBAC continúan su recorte bajo el programa de desarme establecido previamente por la entidad monetaria, el stock de LELIQ continúa aumentando, ya que se trata del principal mecanismo de absorción que tiene el Central frente al nuevo programa monetario. En este marco, vale destacar que los depósitos en pesos arrojan una variación de 1,9% m/m impulsada en gran parte por un crecimiento de los depósitos a plazo de 5,8% m/m.



Además de la entrada en vigencia de la nueva política monetaria, otra novedad de la semana es que el FMI publicó la última actualización del reporte World Economic Outlook (WEO) correspondiente a octubre. Este informe contiene las proyecciones del organismo de las variables macroeconómicas más importantes de los países miembro. Con relación a Argentina, el FMI recortó las proyecciones de crecimiento tanto para este año como para el próximo. Según el organismo, en 2018 la actividad se contraería 2,6%, mientras que la baja de 2019 sería de 1%.

Ambas estimaciones son más pesimistas que las que el gobierno local incluyó en los supuestos macroeconómicos del Proyecto de Presupuesto 2019 presentado en el Congreso (-2,2% y -0,5%, respectivamente). Este dato es no menor, dado que el cumplimiento del objetivo de equilibrio fiscal para 2019 depende en parte del crecimiento económico (también de otras variables macro como la inflación y del tipo de cambio). En caso de cumplirse la proyección de evolución del PBI que publicó el FMI, el gobierno tendría que hacer un ajuste adicional de las cuentas fiscales para alcanzar la meta de déficit cero. Observando la sensibilidad del resultado fiscal ante inflación y crecimiento incluida en el mismo Presupuesto, una mayor caída del producto (combinada con proyecciones de inflación del FMI de 20,2%, por debajo del 23% que asume el gobierno), harían falta alrededor de \$ 63.000 M adicionales para cumplir con la meta.

Las diferencias entre las proyecciones y la dinámica efectivamente observada de las principales variables económicas (tales como la actividad, la inflación o el tipo de cambio) pueden provocar desvíos en las previsiones fiscales. Esto se da tanto por el lado de los ingresos como por el lado del gasto. En el primer caso, existe vínculo estrecho entre la evolución de las variables macroeconómicas y la base tributaria, lo que a su vez determina la recaudación de impuestos (éstos explican el 90% de los recursos de la Administración Nacional). Por el lado del gasto, el impacto del desempeño de las variables económicas se produce tanto de forma directa (por la existencia de mecanismo de indexación que dependen de variables como el tipo de cambio, la inflación o los salarios), como de forma indirecta (por la presión de la nominalidad de la economía en las distintas líneas de erogaciones).

Si bien las proyecciones del FMI no necesariamente sean la que más se acerquen

Programa monetario en acción

a la realidad, éstas podrían llegar a prevalecer por sobre las que el gobierno presentó ante el Congreso (teniendo en cuenta que nuestro país se encuentra actualmente involucrado en negociaciones con el Fondo). De ser así, harían falta modificaciones presupuestarias para cubrir la diferencia mencionada, lo cual podría ser una explicación a la demora en la publicación del menorándum del Acuerdo con el FMI, que el mercado espera atentamente porque contiene los detalles del mismo y despejaría algunas de las dudas mencionadas anteriormente.

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.

