

A hand is holding a tablet computer. The screen shows a line graph with two data series and a 3D bar chart with five bars of different colors (blue, purple, green, blue, brown). The background is a blurred laptop keyboard.

Weekly Macro

Informe semanal de coyuntura

14 de febrero de 2018



¿Gradualismo monetario en pausa?

- ✓ En el día de hoy se publicaron los datos de inflación de Estados Unidos para el mes de enero. Sorprendiendo al mercado, la variación de precios fue de 0,5% m/m (contra el 0,3% m/m estimado), con una suba anual de 2,1%.
- ✓ Estos niveles de inflación darían pie a la Reserva Federal para adoptar una postura más agresiva en su programa de normalización monetaria. De hecho, el mercado da descuenta que habrá un incremento en la próxima reunión de la FED a fines de marzo y se baraja la posibilidad de que haya hasta cuatro incrementos a lo largo del año.
- ✓ El aumento en los niveles de tasas internacionales representa un contratiempo para los mercados emergentes como Argentina, por dos motivos: aumenta el costo de financiamiento en el mercado internacional y reduce el *inflow* de divisas al país, al volverse más atractivos los bonos libres de riesgo, presionando al alza sobre el tipo de cambio local.
- ✓ En consecuencia, el tipo de cambio local se depreció 14,0% desde mediados de diciembre pasado, por lo que el Tipo de Cambio Real Multilateral (TCRM) se ubicó al viernes pasado 7,0% por encima de los valores de fin de 2017, mejorando la competitividad cambiaria de nuestro país respecto de nuestros socios comerciales, y ubicando el TCRM en niveles máximos desde abril de 2016.
- ✓ Más allá de las presiones sobre el peso provenientes del contexto internacional, en las próximas semanas será importante seguir las novedades relacionadas con las estimaciones de la cosecha de este año. De acuerdo con la Bolsa de Cereales debido a la falta de lluvias se han recortado las proyecciones de producción de granos para la campaña 2017/2018.
- ✓ Con la moneda local depreciándose y la inflación por encima de los valores esperados, el Banco Central decidió mantener la tasa de política monetaria sin alteraciones (en 27,25%) dando a entender que la mantendría en este nivel mientras la velocidad de la desinflación no sea compatible con su meta de 15% en 2018. Tras dos recortes de tasa en enero, la entidad monetaria parece haber puesto en pausa su gradualismo monetario.

¿Gradualismo monetario en pausa?

Luego del importante "sell-off" en el *equity* global que comenzó el pasado 26 de enero (producto del incremento en los rendimientos de la deuda norteamericana y de la preocupación en torno a una Reserva Federal más agresiva), vimos cómo a fines la semana pasada y comienzos de ésta se produjo una estabilización y parcial recuperación de los indicadores bursátiles, con el foco de las miradas de los inversores puesto en la publicación de las cifras de inflación que se dieron a conocer hoy por la mañana en los EE.UU. Sorprendiendo al mercado, la variación del índice de precios del mes de enero se ubicó en 0,5% m/m (por encima del 0,3% m/m estimado), resultando en un incremento del 2,1% i.a. (contra el 1,9% i.a. estimado). Asimismo, el valor núcleo se ubicó en 0,3% m/m y 1,8% i.a. con una sorpresa de 0,1% contra las estimaciones previas. Ante dichas cifras, la inflación *breakeven* (es decir, la inflación contenida entre las tasas nominales de los bonos, menos los spreads de los bonos indexados) de corto plazo (1 año) se disparó unos 100 puntos básicos a niveles de 3,9%, pero no así en el tramo largo donde se mantuvo inalterada con una inflación *breakeven* a 10 años del 2,1%.

Estos niveles de inflación le darían pie a la Reserva Federal para adoptar una postura más agresiva de cara a su programa de normalización monetaria. Recordamos que en el último tiempo (con un mercado de trabajo casi estabilizado en pleno empleo y un crecimiento aparentemente robusto) la debilidad en las cifras de inflación era el principal obstáculo para la FED a la hora de encarar la suba de tasas y el desarme de su hoja de balance. Ahora con valores que se acercan a su objetivo del 2%, todo pareciera indicar que la autoridad monetaria se encuentra preparada para dar un paso firme en este sentido.

De hecho, las probabilidades implícitas de suba en el mercado dan por sentado que habrá un incremento en la próxima reunión de la FED en el mes de marzo (21/3). Dicha reunión cobra particular relevancia no solo por la decisión que los miembros del comité puedan llegar a adoptar sino que también luego de la misma se publicarán sus proyecciones económicas, el Dot-Plot, y tendrá lugar la primera conferencia de prensa de Jerome Powell como presidente de la FED. Acorde a las probabilidades de suba, el segundo incremento en la tasa de referencia será en el mes de junio y un tercero para el mes de diciembre. La

¿Gradualismo monetario en pausa?

discusión gira en torno a si la Reserva Federal tendrá una postura más agresiva, convalidando un salto adicional en el año. De momento el escenario con 4 subas en la tasa de referencia para fin de año incorpora una probabilidad de tan solo un 20%.

Por su lado, la sobrereacción inicial del mercado se plasmó en un incremento de 8 puntos básicos en el rendimiento del *Treasury* a 10 años (2,88%) y caídas en torno al 1,5% en los futuros de las bolsas americanas que no habían abierto al momento de la publicación de los datos. Con el correr de las horas, los inversores comenzaron a incorporar los resultados de ventas minoristas que también se dieron a conocer hoy que a su vez sorprendieron (negativamente con caída de -0,3% m/m contra un estimado de +0,2%) al mercado, dando indicios que los fundamentos de la economía no serían tan sólidos como se anticipaban y que la FED se moverá cautelosamente para no dañar el rumbo de crecimiento económico. Incorporando estos datos, el *equity* revirtió la tendencia marcando subas de +1,9 (NASDAQ), +1,3% (S&P500) y 1,0% (Dow Jones).

El aumento en los niveles de tasas internacionales representa un contratiempo para los mercados

emergentes por dos motivos: en primer lugar aumenta el costo de fondeo para aquellos que quieren financiarse en el mercado de crédito internacional. En este sentido y con la particular dependencia que tiene la Argentina del mercado de capitales internacional es importante destacar que con las emisiones de enero y del bono "gatillo" nuestro país ya tiene cubierto un 75% del fondeo internacional y casi un 40% de las necesidades totales planteadas en el programa financiero. En segundo lugar, el alza de tasas en los bonos libre de riesgo los posiciona como instrumentos más atractivos para inversores globales produciendo un rebalanceo de carteras y un "flight-to-quality" hacia esos instrumentos. El deterioro de la deuda soberana en dólares fue contundente, sosteniendo la caída observada en las últimas semanas. La caída promedio de los precios de la curva fue de 2,7%, destacándose los deterioros del tramo largo (siempre más expuestos por riesgo de plazo): AA46 -5,4%, PARY -4,9% y AC17 -4,8%. Si bien aún la recomendación sigue siendo la cautela hasta tanto haya más certeza de los niveles en los que podría estabilizarse las tasas en EEUU, la corrección acumulada en la curva soberana local luce un tanto exagerada. A modo de ejemplo, el Bono

¿Gradualismo monetario en pausa?

Centenario (AC17) que rinde actualmente un 7,8%, compara con las tasas observadas en el periodo previo a la victoria del oficialismo en las elecciones PASO. En el intermedio dicho bono había llegado a comprimir casi 100 puntos básicos para marcar un rendimiento mínimo de 6,9%.

En términos de valor relativo, también es llamativo la evolución del diferencial de rendimientos respecto a Brasil. Desde comienzo de año, y ante un incremento de 37 puntos básicos en el *Treasury* a 10 años, el EMBI+ de Brasil aumentó 21 puntos básicos, marcando aumento del costo total de fondeo (*Treasury* 10 años+ Riesgo País) de 58 puntos básicos. Por su parte, el EMBI+ Argentina aumentó 76 puntos básicos, determinando una suba del costo de fondeo en 113 puntos básicos. En tanto, el spread de Argentina sobre Brasil de los últimos tres meses del año pasado se ubicaba en promedio en unos 118 puntos básicos, dicho spread en las últimas cuatro ruedas se ubicó en niveles de 168 puntos básicos (+50pbs).

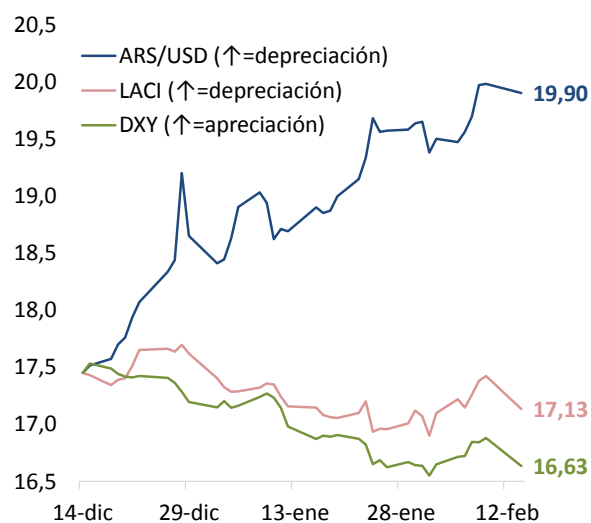
La volatilidad reciente observada en el mercado de Bonos y Acciones a nivel global, naturalmente se ha trasladado al mercado cambiario local, en un contexto en el que tampoco hay visibilidad clara

respecto de la decisión de tasas del BCRA (mantuvo la tasa de referencia inalterada).

Si bien este contexto global tiende a generar presiones alcistas sobre el tipo de cambio en mercados emergentes, en Argentina esta tendencia se vio exacerbada por una coyuntura doméstica incierta. Como consecuencia, el tipo de cambio local se depreció 14,0% desde mediados de diciembre pasado, mientras que el resto de las monedas de la región se apreciaron 1,8% en el mismo período.

Peso, Dólar y Monedas de LATAM (LACI)

16 ene = 18,90



¿Gradualismo monetario en pausa?

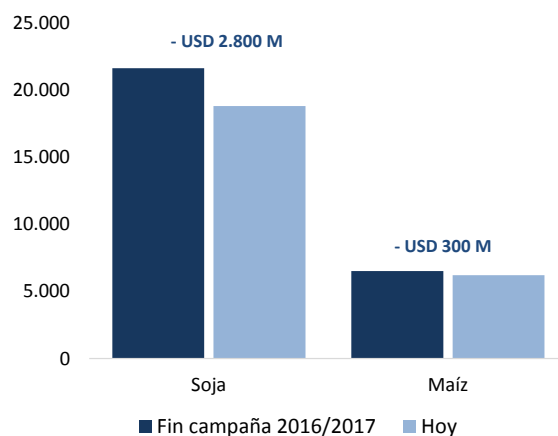
En este marco, el Tipo de Cambio Real Multilateral (TCRM) —mide nuestra competitividad cambiaria frente a la de nuestros socios comerciales— escaló 5% en el último mes, acumulando en el año una depreciación de 7,0% (concentrada principalmente en las dos últimas semanas). De este modo, el TCRM mostró una depreciación de algo más de 13% en los últimos dos meses, favoreciendo la competitividad en la medida que se logre contener el traslado a precios en los próximos meses.

Más allá de las presiones sobre el Peso provenientes del contexto internacional, en las próximas semanas será importante seguir las novedades relacionadas con las estimaciones de la cosecha de este año. De acuerdo con la Bolsa de Cereales, por falta de lluvias en las últimas semanas, sumada a la perspectiva de que las condiciones climáticas no mejorarían en el corto ni en el mediano plazo, se han recortado las proyecciones de producción de granos para la campaña 2017/2018.

En detalle, la cosecha esperada de maíz se retrajo a 39 millones de toneladas, un 5% menor a las 41 millones de toneladas estimadas a fines de la

campaña 2016/2017 para este año. Con respecto a la soja, la proyección de producción se redujo a 50 millones de toneladas, una contracción de 13% respecto de las 57,5 millones de toneladas estimadas inicialmente. La buena noticia es que el trigo, que se terminó de cosechar en diciembre, alcanzó el récord de 17 millones de toneladas (+1,2% respecto de la campaña anterior).

Valuación Cosecha 2017/2018
En millones de dólares



Las perspectivas de menores cosechas de soja y maíz supondrían una pérdida de alrededor de USD 3.100 millones (con el precio del poroto de soja a USD 376 por tonelada y el del maíz a USD 159). Para compensar la mencionada caída de las cantidades producidas de soja el precio

¿Gradualismo monetario en pausa?

internacional debería trepar 15%, mientras que en el caso del maíz el alza debería ser del orden del 5%. Si bien una menor cosecha argentina impactaría al alza en los precios internacionales de los *commodities* debido a la contracción de la oferta, tanto Brasil como Estados Unidos esperan elevados volúmenes de cosecha, lo cual contrarrestaría este efecto, al menos parcialmente.

Como mencionamos anteriormente, el segundo componente idiosincrático importante para analizar la evolución de tipo de cambio local es la trayectoria de tasas que defina el BCRA. En este sentido, y en un contexto en el que esperamos cierta aceleración de la inflación de enero (se conocerán las cifras oficiales mañana, aunque estimaciones privadas ya han dado cuenta de una variación de precios del orden de 1,9%), el Banco Central mantuvo durante el día de hoy la tasa de política monetaria sin alteraciones, convalidando las expectativas del mercado. De este modo, el centro del corredor de países permaneció en 27,25%.

En su comunicado de política monetaria, el Banco Central dio a entender que mantendría las tasas en este nivel en tanto y en cuanto la velocidad de la

desinflación no sea compatible con la trayectoria necesaria para alcanzar su meta intermedia de 15% en 2018. Tras dos recortes de tasa que sumaron 150 puntos básicos durante el mes de enero, la entidad monetaria parece haber puesto en pausa su gradualismo monetario.

Hernán García
(5411) 6329-3968
hernan.garcia@bancogalicia.com.ar

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

