



Weekly Galicia

Economía & Mercados

28 de febrero de 2018



Con la inflación en la mira

- ✓ El nuevo presidente de la FED –Jerome Powell- brindó su primer testimonio público ante el Congreso de los Estados Unidos. Con una impronta *hawkish* del nuevo mandatario se espera que en la próxima reunión de la Reserva Federal del mes de marzo se revisen las proyecciones de los miembros del comité, dando pie a un escenario con incrementos adicionales en la tasa de referencia.
- ✓ En términos de generación de divisas, la pérdida en el volumen de la cosecha podría verse contrarrestada por el incremento en los precios de los commodities. No obstante, es posible que la estimación de la producción agrícola vuelva a ajustarse a la baja, y no hay certeza de que vaya a producirse una nueva suba en los precios que neutralice el efecto volumen.
- ✓ La actividad se vería impactada por el menor volumen de cosecha, tanto en términos directos como indirectos. La economía cerró 2017 con una suba relativamente moderada (+2,8% anual) y este año crecería levemente por debajo debido al efecto de la sequía (+2,5%).
- ✓ El BCRA mantuvo su tasa de política en 27,25% en un contexto de aceleración de la inflación mayorista y de expectativas de inflación en febrero superiores al 2,5% mensual. El comunicado de política monetaria (algo más *hawkish*) en combinación con un escenario desafiante en materia inflacionaria alejan la probabilidad de futuros recortes de tasa en el corto plazo.
- ✓ Este contexto afectó al tipo de cambio, marcando una tendencia alcista en la última semana, que acumuló una depreciación de 2,2% cuando la cotización se encontraba en ARS/USD 20,28 (nuevo máximo histórico). Sin embargo, el tono contractivo del discurso de Sturzenegger pareciera aliviar las presiones alcistas, y en el día de hoy el peso cerró en ARS/USD 20,11. Con esto, el TCRM se encuentra actualmente en niveles máximos desde abril de 2016.



En la jornada de ayer, el flamante presidente de la Reserva Federal –Jerome Powell– tuvo su primera aparición pública, dando su testimonio ante un comité del Congreso estadounidense. En una de sus intervenciones frente a las preguntas de los congresistas, Powell remarcó que la economía estadounidense había mostrado mejoras en diversos indicadores desde la última vez que la Reserva Federal publicó sus proyecciones en el mes de diciembre. De esta manera, y marcando un tono más *hawkish*, Powell dio a entender que en la próxima reunión del mes de marzo podría haber revisiones tanto en el Dot-Plot como en las proyecciones macroeconómicas de los miembros del comité.

De esta forma, el mercado comienza a incorporar un escenario de tasas con una probabilidad implícita de tres subas (o más) de un 75% y de cuatro subas (o más) en un 37%. Así, y ante las presiones de un escenario con mayores tasas de referencia, vimos como en las últimas ruedas volvió a aplanarse la curva de Treasuries, retomando la tendencia observada a lo largo de todo el año pasado y que se había visto interrumpida en los primeros meses de 2018. Este aplanamiento es producto de las subas en los rendimientos de la deuda de corto plazo (Treasury a 2 años en 2,27%) que está fuertemente correlacionada con los movimientos que pueda inducir la FED mientras que los bonos más largos muestran una tendencia relativamente estable (Treasury a 10 años en 2,89%), ya que están más expuestos a otros factores tales como los programas de normalización monetaria ("Quantitative Easing") que ejercen los principales bancos centrales del mundo.

A este contexto internacional algo más *hawkish*, en el plano local se suma la sequía del agro que continúa comprometiendo las proyecciones de cosecha para este año y, por ende, la generación de divisas genuinas del

país. En detalle, la caída en la producción agrícola (actualmente estimada en 47 millones de toneladas para soja y 37 millones para maíz) podría verse parcialmente compensada por la suba de precios que han exhibido en los últimos dos meses los *commodities* agrícolas: el precio poroto de soja se incrementó 10,1% entre el último día de diciembre y el último día de febrero, mientras que los *pellets* subieron 26,2%; por el contrario, el aceite se retrajo levemente (-2,7%). Por su parte, el precio internacional del maíz trepó 6,1% en el mismo período.

A nivel balanza comercial, esta suba de precios podría contrarrestar completamente el efecto cantidades. No obstante, es importante destacar que cada productor sobrellevará el impacto de la menor cosecha de manera distinta, dependiendo de qué proporción de su cosecha se haya visto comprometida por la sequía. Además, hay que recordar que las estimaciones de producción agrícola podrían continuar cayendo. De acuerdo con un relevamiento reciente de CREA, el 67% de las principales regiones productoras exhibe deficiencia hídrica, y el 33% restante se encuentra en condiciones regulares. Esto implica que la cosecha estimada podría continuar cayendo si las condiciones climáticas siguen empeorando. De hecho, operadores del sector agropecuario ya barajan cifras del orden de 40 a 43 millones de toneladas.

En este caso, si los precios no vuelven a aumentar como lo hicieron en los primeros dos meses del año, la pérdida en la generación de divisas podría ser considerable. En otras palabras, la ya deteriorada balanza comercial enfrenta una nueva presión. A ello hay que sumarle el efecto sobre la recaudación impositiva: si la baja en las cantidades supera el aumento de precios, el ingreso vía retenciones será menor, lo cual presionaría sobre el déficit fiscal.

Con la inflación en la mira

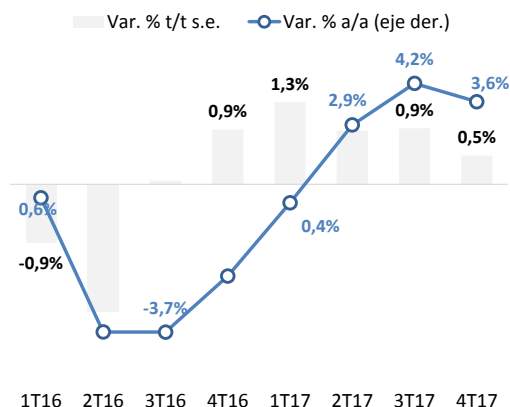
Finalmente, hay que recordar que, aun cuando en el frente externo la caída en el volumen de la cosecha podría verse compensada por la suba de precios internacionales, ésta tendrá sin lugar a dudas un impacto negativo la economía. De acuerdo con nuestros cálculos, la menor cosecha podría implicar una pérdida de valor de alrededor de USD 3.200 millones (o 0,5% en términos del PBI). A ello debería sumársele el impacto directo de producir derivados agrícolas (aceite y *pellets*), además del efecto indirecto sobre la industria alimenticia, el transporte, el comercio, y otros sectores.

Esto nos ha llevado a realizar un recorte en las estimaciones de actividad para 2018 a 2,5% (desde el 3% anterior). A ello se le suma el hecho de que 2017 cerró con un crecimiento relativamente moderado. De acuerdo con el EMAE, la economía cerró el año pasado con una expansión acumulada de 2,8%, tras crecer 2,0% interanual en diciembre. Así, el cuarto trimestre exhibió una suba de 3,6% interanual y, en términos desestacionalizados, dejó un arrastre estadístico de 1% para este año.

plazo. En particular, en el día de ayer, el BCRA decidió mantener la tasa de política monetaria (el centro del corredor de pasas a 7 días) en 27,25%. En su Comunicado de Política Monetaria hizo referencia al impacto de la depreciación del peso y del incremento en los precios internacionales del agro y el petróleo, que impulsaron la inflación mayorista por encima del 4,5% mensual en enero. Asimismo, los indicadores de alta frecuencia sugieren, afirma el Central, que la inflación de febrero (tanto el nivel general como el componente núcleo), se ubica por encima de los valores de enero y del último trimestre de 2017. Esto se encuentra en línea con las estimaciones privadas de inflación para este mes, que van desde el 2,5% hasta valores por encima del 3%.

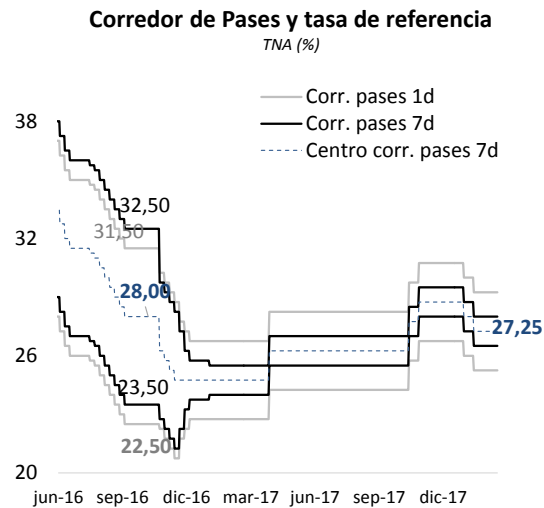
En base a esto, y por último, se afirmó que el BCRA "extremará la cautela, aguardando señales de desinflación compatibles con el sendero buscado antes de relajar su política monetaria". Esta última parte del comunicado acerca la posición del BCRA a la exhibida antes del 28/12/17, mostrando una mayor rigidez en los movimientos de tasa mientras no existan señales contundentes de desaceleración de la inflación. Así, y teniendo en cuenta que el escenario inflacionario no tiene buenas perspectivas por los próximos meses (debido a nuevos ajustes tarifarios y alguna estacionalidad, esperamos que la inflación de los primeros 5 meses promedie algo más del 2% mensual) se alejan las chances de un recorte de tasas en el corto plazo. De esta manera, y en línea con lo ocurrido en la última licitación de Lebacs, si el Central mantiene la pendiente de la curva actual es esperable que se profundice la concentración de la demanda en los tramos más cortos.

Estimador Mensual de Actividad (INDEC)
Evolución trimestral



Este escenario con algo menos de crecimiento, incorpora una visión de tasas domésticas con poco espacio para la baja en el corto-mediano

Con la inflación en la mira

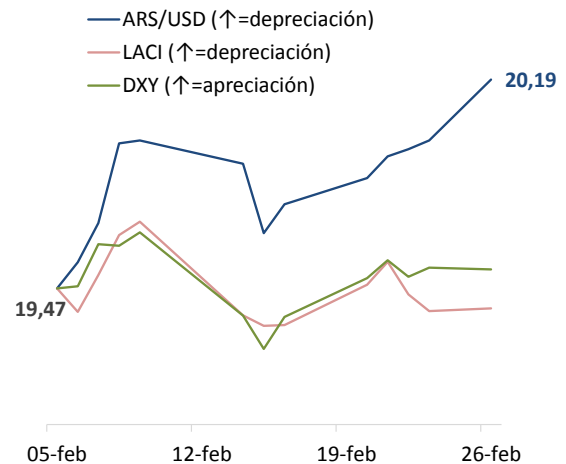


En su conjunto, este panorama tiene implicancias mixtas sobre el tipo de cambio. Para empezar, el discurso más *hawkish* de Powell en el día de ayer generaría presiones al alza sobre el tipo de cambio en vistas de que mejores rendimientos de los bonos del tesoro americano impulsarían un “*flight to quality*” de mercados emergentes hacia bonos americanos. Esta presión alcista encontró sus causas tanto en la volatilidad externa, como en la incertidumbre coyuntural del plano local. Particularmente, las consecuencias de la sequía sobre las perspectivas de los rendimientos de la cosecha de soja, y la incertidumbre respecto a la dirección de la política monetaria estaban impulsando en las últimas semanas una presión devaluatoria que superó a las monedas de la región.

Sin embargo, el tono contractivo de Sturzenegger en el comunicado de política monetaria del día de ayer podría generar un alivio sobre la presión devaluatoria que se observó en las últimas semanas. El peso cerró el día de hoy en ARS/USD 20,11 (17 centavos por debajo de lo cotizado al final del día de ayer), acumulando una depreciación de 3,8% en febrero, luego de haber alcanzado un nuevo máximo durante la jornada previa.

Habiendo cerrado el martes en ARS/USD 20,28 en el mayorista, la moneda local acumuló una depreciación de 2,2% respecto a la semana previa, mientras que el LACI (índice que mide la evolución de las principales monedas latinoamericanas frente al dólar) se apreciaba un 0,3%, reforzando la hipótesis de que la tendencia alcista del tipo de cambio se encontró exacerbada por la volatilidad e incertidumbre local.

Peso, Dólar y Monedas de LATAM (LACI)
05 feb = 19,47



Con esto, el Tipo de Cambio Real Multilateral (TCRM), el cual mide nuestra competitividad cambiaria frente a nuestros principales socios comerciales (E.E.U.U., U.E., China, Brasil, entre otros), encontró en el día de ayer un nivel similar a los valores de abril de 2016. Sin embargo, esta fuerte presión observada sobre el tipo de cambio habría afectado al nivel precios –a través del *pass-through* entre tipo de cambio, precios mayoristas y precios minoristas – lo cual afectaría en los próximos meses a la competitividad local.

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.

