



# Weekly Galicia

## Economía & Mercados

7 de marzo de 2018



### El BCRA sale a la cancha

- ✓ **Donald Trump volvió a irrumpir de lleno en la escena internacional el jueves pasado con una propuesta para subir los aranceles al acero y aluminio. En la jornada de ayer redobló la apuesta proponiendo una suba de aranceles generalizada a productos chinos, elevando aún más las tensiones latentes entre las dos mayores potencias globales. Las respuestas tanto del frente interno como del externo no tardaron en llegar y el mercado teme por una escalada del conflicto que derive en una guerra comercial a gran escala.**
- ✓ **En lo que va de marzo, la moneda local se depreció 1,1%. El salto del tipo de cambio se dio incluso cuando a nivel doméstico hubo numerosos anuncios positivos respecto de la actividad. En primer lugar, tanto la producción como la venta de autos se expandieron en febrero, seguidos por sendas subas de los indicadores parciales de la construcción, despachos de cemento e índice Construya. En segundo lugar, los recursos tributarios crecieron alrededor de 12 puntos por encima de la inflación, apuntalados por la recaudación de IVA, derechos de exportación y aportes y contribuciones a la seguridad social. Finalmente, el año pasado cerró con dinamismo en la generación del empleo privado, lo cual deja inercia positiva para el 2018.**
- ✓ **En un contexto de presiones alcistas sobre el tipo de cambio, el pasado lunes el BCRA intervino vendiendo divisas en ARS/USD 20,40 modificando la tendencia. Dado que las intervenciones anteriores ocurrieron en contextos donde las presiones alcistas se manifestaban como transitorias, cabe preguntarse si ocurrirá algún evento en el corto plazo que pudiese aliviar la dinámica cambiaria.**
- ✓ **El mercado pareciera haber adaptado sus expectativas a un nuevo escenario en el que la inflación del año alcanzaría los 19,9% i.a. (respecto del 19,4% del REM anterior). Esta variación parece explicarse por el efecto que tuvieron el salto del tipo de cambio y el avance de precios regulados en el IPC de febrero, que se ubicaría alrededor de 2,5% m/m según consultoras como FIEL y Bein.**



### El BCRA sale a la cancha

Luego de varias semanas en donde se mantuvo con un perfil bajo, Donald Trump volvió a irrumpir de lleno en la escena internacional el jueves pasado con una propuesta para subir los aranceles al acero y aluminio. En la jornada de ayer redobló la apuesta proponiendo una suba de aranceles generalizada a productos chinos, elevando aún más las tensiones latentes entre las dos mayores potencias globales. Las respuestas tanto del frente interno como del externo no tardaron en llegar y el mercado teme por una escalada del conflicto que derive en una guerra comercial a gran escala. En el ámbito interno, la propuesta de Trump provocó la salida del gabinete de Gary Cohn (principal asesor económico) y enfrentamientos con representantes de su propio partido, muchos de ellos pertenecientes a distritos que se verían afectados por las medidas, y que eventualmente condicionarían el apoyo de los electores.

En el ámbito internacional, no solo China elevó los reclamos a los correspondientes órganos supranacionales sino que también se pronunciaron en contra representantes de la Unión Europea y Canadá (país que se encuentra en medio de las renegociaciones del NAFTA). El mercado deberá dilucidar ahora si dichas amenazas de Trump forman parte de una estrategia (recurrente en el pasado) en donde primero se fija una postura agresiva para luego negociar términos más flexibles o si desde la Casa Blanca existe una postura firme para avanzar con la propuesta. Por cierto, un camino que será largo y de difícil aplicación ya que como hemos mencionado anteriormente en el Congreso no se lograrían los concesos necesarios para semejante reforma en el régimen de comercio internacional.

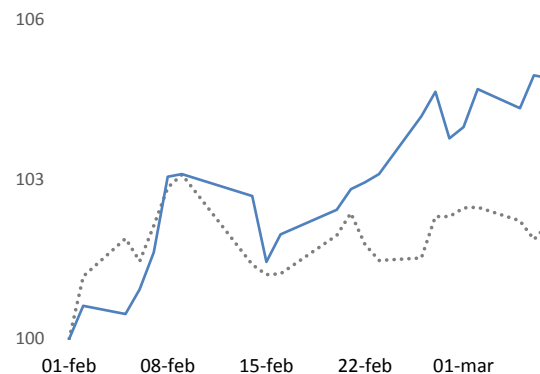
De momento, el mercado reaccionó desfavorablemente ante esta serie de sucesos,

anticipando los potenciales peligros derivados de un enfrentamiento comercial. Mayor aversión al riesgo provocó un *flight-to-quality* con una migración de portafolios desde acciones y activos emergentes hacia activos de refugio de valor. Sobre el cierre del mercado de hoy los principales mercados bursátiles de Estados Unidos lograron recortar las pérdidas provocadas por el temor inicial de la mañana.

En cuanto a las monedas, la depreciación del 0,4% de hoy del promedio de las monedas de la región contrarrestó la apreciación de la semana, reflejando un índice LACI prácticamente estable. Por su parte, el peso argentino estuvo desacoplado respecto del resto de las monedas de la región: en la semana la moneda argentina se depreció 1,5%.

**TCN AR\$/USD vs. LACI**

1-Feb-18 = 100



Esta depreciación se dio, sin embargo, en el marco de noticias favorables a nivel doméstico, particularmente en términos de la actividad. En primer lugar, los patentamientos de automóviles volvieron a exhibir elevadas tasas de crecimiento (+16,1% interanual, con 69.561 nuevas unidades), por lo que el primer bimestre de 2018 arrojó un récord histórico en términos de ventas de autos 0 Km. Más aun, la producción de vehículos también mejoró en

### El BCRA sale a la cancha

febrero, creciendo 62,6% respecto de igual mes del año pasado y revirtiendo la caída de 18,3% de enero.

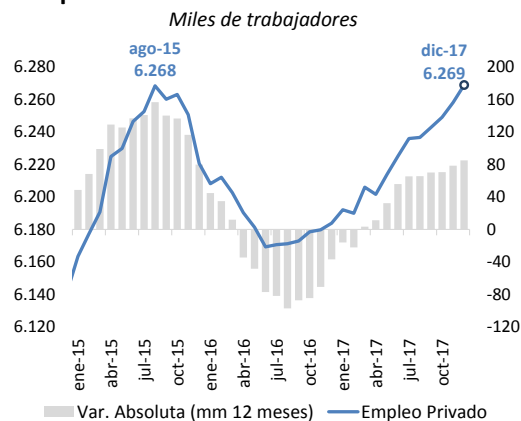
Por otro lado, los despachos de cemento aumentaron 14,2% en el segundo mes del año y acumulan una expansión de 15,9% entre enero y febrero. En la misma línea, el Índice Construya creció 12,4% interanual en febrero, por lo que el primer bimestre arrojó una recuperación de 13,4% respecto del mismo período de 2017. Todo esto brinda señales de que 2018 volverá a ser un buen año para el sector de la construcción, uno de los principales motores del crecimiento de la economía argentina durante el año pasado.

El frente fiscal ofreció otra buena noticia: la recaudación de febrero crecieron 37,7% (con un total de \$ 235.666 millones), una expansión que se ubicó unos 12 puntos por encima de la inflación estimada para el mes pasado. Los recursos tributarios crecieron de la mano del Impuesto al Valor Agregado (íntimamente ligado con la actividad), que se expandió 42,3% interanual. Otros rubros vinculados al dinamismo de la economía, el Impuesto al Cheque y Seguridad Social, también mostraron sendas expansiones (32,5% y 29,2%, respectivamente). De acuerdo con el ex titular de la AFIP, Alberto Abad, dos tercios del aumento real del IVA fueron explicados por la implementación de acciones antievasión por parte del ente recaudador y por el efecto del blanqueo de activos (que incrementó la base imponible).

Por su parte, la recaudación de aduana creció 126,1%, apuntalada por derechos de exportación (+425% i.a.), aunque es parte de esta suba respondió a la baja base de comparación (en febrero 2017 se habían hundido casi 70%).

Los aportes y contribuciones a la Seguridad Social también crecieron por encima de la inflación (+29,2% i.), anticipando que la creación de empleo formal continúa exhibiendo buen dinamismo. En este sentido, los datos del Ministerio de Trabajo del cierre del año pasado (publicados la semana pasada) volvieron a mostrar buenos resultados en términos de la creación de empleo. En diciembre 2017, no solamente el empleo total se expandió 2,2% interanual y +0,1% desestacionalizado respecto de noviembre pasado, sino que el empleo privado registrado aumentó +1,3% y +0,2%, respectivamente. De esta manera, el número de trabajadores del sector formal recuperó finalmente el nivel de agosto 2015 (máximo alcanzado antes de que comenzara la recesión), e incluso lo superó. Además, el resultado de diciembre deja una inercia positiva para este año (+0,7%).

#### Empleo Privado - Serie Desestacionalizada



Fuente: Ministerio de Trabajo (SIPA)

Volviendo al plano cambiario, vale la pena destacar que la depreciación de la semana se vio parcialmente contenida por la intervención del Banco Central. En particular, durante el día lunes la cotización avanzó hasta que, pasado el mediodía, y luego de 7 meses, el BCRA volvió a intervenir en el mercado cambiario, ofreciendo USD 30 M a 20,40. La medida fue

leída por el mercado como una señal por parte de la entidad de que en esos niveles se encontraría un máximo de corto plazo. Apareció la oferta y la cotización cerró en ARS/USD 20,20, mostrando cierta apreciación, en línea con lo que estaba ocurriendo con las monedas de la región. En el día de ayer, la cotización cerró en ARS/USD 20,34, sin intervención del Central y por debajo del "techo" marcado el día lunes.

Las últimas dos intervenciones de la entidad monetaria en el mercado de cambios del lado de la oferta fueron a) tras el anuncio del Brexit en junio de 2016 y b) entre julio y agosto del año pasado, como consecuencia de la volatilidad cambiaria que se vio en los días previos de las elecciones primarias. Cuando uno observa ambos eventos, se pueden observar dos características comunes:

- El tipo de cambio en donde intervino el central fue el máximo de los siguientes dos meses en el caso del Brexit y de los siguientes tres meses en el caso "pre-PASO".
- En ambos casos, la existencia de un evento puntual daba indicios de que la presión alcista del tipo de cambio podía ser percibida como transitoria.

Este último punto cobra especial relevancia dado que en principio, en la actualidad no parecería haber un hecho que haga pensar que la depreciación de estas últimas semanas sea percibida como transitoria. Por el contrario, las presiones provenientes de las tasas de interés a nivel global sumadas al deterioro de las proyecciones de la cosecha gruesa definirían un escenario en el que un tipo de cambio algo mayor contendría los mencionados *shocks*.

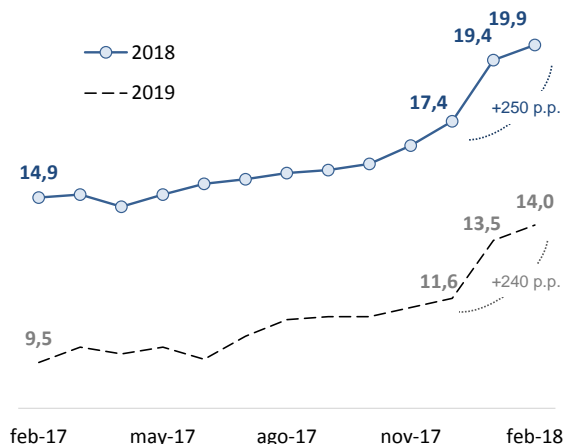
Debemos tener en cuenta que hasta el momento la intervención fue puntual y no

tenemos todavía suficiente información para delinear un comportamiento, pero si el Central se empeñara en "defender" este techo en la cotización, podríamos suponer que desde la entidad ven la presión alcista como transitoria. Bajo esta hipótesis, cabría preguntarse qué evento podría ocurrir de manera que aliviara la presión cambiaria en un plazo relativamente corto. La primera opción a analizar es una eventual suba de tasas. En su último comunicado de política monetaria, el BCRA endureció su discurso alejando la posibilidad de una nueva baja de tasa en el corto plazo. Si bien pareciera haber poco espacio político para retomar el camino ascendente de tasas en la reunión del martes que viene (habida cuenta de las bajas de enero, cambio de metas mediante), habrá que seguir de cerca el comunicado para ver si se registra algún indicio que incline la balanza hacia un escenario con más tasa en las siguientes reuniones de decisión de política monetaria.

Desde el punto de vista estrictamente económico, en este contexto la posibilidad de un aumento de tasas no sería irrisorio ante el ajuste al alza de las expectativas inflacionarias que se observó en el último Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM). Mientras que en el relevamiento previo el mercado esperaba una inflación de 19,4% i.a. para 2018, el viernes pasado se dio a conocer una variación esperada de 19,9% i.a. (50pbs mayor a la anterior) para el nivel general en el mismo período. Aun así, el incremento de precios esperado para los próximos 12 meses cayó de 18,6% i.a. a 17,6% i.a., lo cual podría ser un indicio de que se mantiene el sendero descendente de inflación.

## Expectativas de inflación anual

REM (mediana), variación % anual



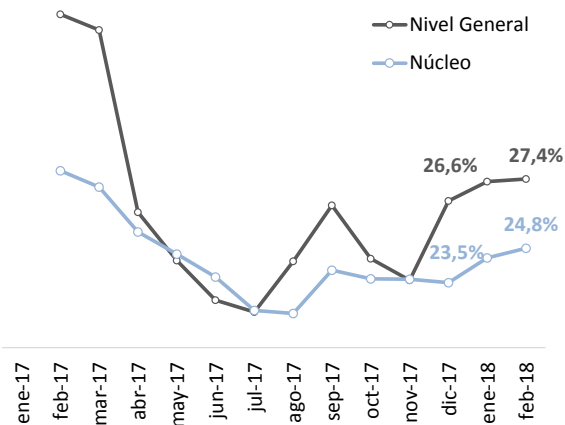
feb-17 may-17 ago-17 nov-17 feb-18

En este sentido, si observamos las variaciones mensuales esperadas de los próximos 6 meses, no hubo ajustes significativos, lo cual –ante el aumento de las expectativas hacia fin de año– encontraría su explicación en que el mercado asimiló un incremento de la inflación de febrero respecto al relevamiento anterior.

Particularmente, la consultora FIEL publicó una variación de su IPC de 2,5% m/m en febrero - de los cuales 1,3 p.p. corresponderían a los ajustes de tarifas reguladas (electricidad, gas, transporte, prepagas)- y una *core inflation* de 1,9% m/m. Con todo, el IPC-FIEL alcanzó una inflación de 27,4% i.a. mientras que el componente núcleo avanzó 24,8% i.a. De este modo, tanto el nivel general como la inflación núcleo presentaron en los dos primeros meses del año una inflación anual promedio mayor al promedio del último semestre del 2017.

## Inflación FIEL

var. % anual



ene-17 feb-17 mar-17 abr-17 may-17 jun-17 jul-17 ago-17 sep-17 oct-17 nov-17 dic-17 ene-18 feb-18

En línea con lo observado por FIEL, el Relevamiento de Precios Minoristas (RPM) de Eco Go arrojó una variación de 2,6% m/m en febrero, con una inflación núcleo de 1,9% m/m. Esta aceleración resultó en una inflación de 24,8% i.a. para el nivel general y 23,5% i.a. para el componente núcleo.

En ambos casos, con una *core inflation* cercana al 2%, se ve una aceleración causada principalmente por el avance del tipo de cambio y de los incrementos en los precios regulados. Al respecto, la inflación núcleo también presentó revisiones al alza en el último REM, con una expectativa de 17,1% i.a. para 2018 comparada con 16,9% i.a. del relevamiento previo.

Retomando el mercado cambiario, si efectivamente no hay espacio para una suba de tasas en el corto plazo (desde el punto de vista estrictamente político), podría haber lugar para alguna medida alternativa que reanime la oferta de divisas. En el plano de las hipótesis, sabemos que el mecanismo de reducción gradual de retenciones (reducción del 0,5% por mes) desincentiva la liquidación de la producción agraria y alienta a los exportadores a retener producción. Un cambio

### El BCRA sale a la cancha

en este mecanismo, dando un salto en la reducción de las retenciones, dados los incrementos en los precios de cereales y oleaginosas de los últimos dos meses, podría eventualmente acelerar las liquidaciones. Una medida de estas características sería compatible con un BCRA que intenta contener el tipo de cambio hasta ocurrido el hecho.

En resumen, deberemos seguir de cerca el comportamiento del BCRA para a) comprender si sostiene el techo establecido el lunes en ARS/USD 20,40 (en el día de hoy la cotización cerró en ARS/USD 20,41 y todavía no está claro si hubo intervención del Central) y b) si lo primero ocurre, detectar el potencial evento que aliviaría la presión sobre el mercado cambiario en el corto plazo. Si por el contrario el Central continuara conteniendo el tipo de cambio mediante ventas pero esto no viene acompañado de un cambio en la dinámica cambiaria en el corto plazo, estaríamos ante una nueva estrategia cambiaria. Ésta no sería compatible con los lineamientos originales de este BCRA, pero sí con la utilización de reservas para fijar el tipo de cambio en un nivel determinado, algo que hoy todavía parece poco probable. En los próximos días conoceremos la respuesta a este interrogante.

## **Macroeconomía**

Martín Quinteiro  
(5411) 6329-3667

[martin.quinteiro@bancogalicia.com.ar](mailto:martin.quinteiro@bancogalicia.com.ar)

Lucrecia Taravilse Diez  
(5411) 6329-3175

[lucrecia.taravilsediez@bancogalicia.com.ar](mailto:lucrecia.taravilsediez@bancogalicia.com.ar)

Florencia Bazet  
(5411) 6329-3965

[florencia.bazet@bancogalicia.com.ar](mailto:florencia.bazet@bancogalicia.com.ar)

## **Mercados**

Leonardo Torres Barsanti  
(5411) 6329-3158

[leonardo.torres.barsanti@bancogalicia.com.ar](mailto:leonardo.torres.barsanti@bancogalicia.com.ar)

Diego Chameides  
(5411) 6329-5437

[diego.chameides@bancogalicia.com.ar](mailto:diego.chameides@bancogalicia.com.ar)

Santos Benjamín Saguier  
(5411) 6329-5877

[benjamin.saguier santos@bancogalicia.com.ar](mailto: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.

