



# Weekly Galicia

## Economía & Mercados

4 de abril de 2018



### Contra Viento y Marea...

- ✓ La batalla comercial entre EE.UU. y China continua acaparando la atención de los mercados internacionales que se muestran cautelosos ante los potenciales impactos que pueda tener esta disputa sobre los flujos de comercio internacional y consecuentemente sobre el crecimiento agregado.
- ✓ El tipo de cambio muestra cierta estabilidad producto de la intervención del BCRA en el mercado de cambios. Dado el escenario poco favorable de la inflación (marzo augura un avance de precios del 2,2%) esperamos se mantenga la contención de la divisa por parte del BCRA y niveles elevados de tasa de interés. Esto moderaría la formación de activos externos y habilita la reactivación del *carry trade*.
- ✓ En el tercer mes del año, la recaudación arrojó una mejora de 30% i.a. tras alcanzar los ARS 238.836 M, impulsado principalmente por los incrementos en los impuestos ligados a la actividad y al empleo. Esto indicaría que la actividad continúa en terreno de crecimiento finalizado el primer trimestre del año, y da respiro al Tesoro respecto de las metas fiscales para 2018.
- ✓ El EMAE de enero arrojó una expansión de 4,1% en términos interanuales, con una suba de 0,6% respecto de diciembre una vez ajustada la serie por estacionalidad. El resultado de enero era previsible, teniendo en cuenta que numerosos indicadores sectoriales (construcción e industria, por ejemplo) ya venían dando señales de desempeño favorable.
- ✓ No obstante, es importante destacar que a causa de la fuerte sequía que está atravesando el campo argentino hemos ajustado a la baja nuestras perspectivas de crecimiento de la economía argentina a 2,2% en 2018. Lo bueno es que ello deja una base de comparación más baja para el año que viene, por lo que hemos modificado al alza las proyecciones de 2019 a 3,5%.



En el ámbito internacional, la escalada en el conflicto comercial entre los Estados Unidos y China continúa acaparando el centro de la escena. En el correr de los últimos días se fueron suscitando nuevos episodios que abren un nuevo capítulo en este conflicto. El lunes el gobierno chino confirmó la propuesta para imponer aranceles que afectarían exportaciones norteamericanas por un valor aproximado de USD 3.000 millones. En respuesta, Donald Trump anuncio nuevos aranceles con afectación al sector tecnológico implicando montos estimados de USD 50.000 millones. Por último, hoy por la madrugada China volvió a contestar proponiendo medidas arancelarias que perjudicarían a los Estados Unidos por un monto similar impactando a productos agropecuarios y del sector automovilístico.

Observamos como desde las amenazas retóricas iniciales ya se han dado pasos concretos, aumentado la preocupación respecto a las consecuencias que esto podría tener sobre el comercio y consecuentemente sobre el crecimiento. No obstante, cabe señalar que estas propuestas de nuevos aranceles no son de aplicación efectiva sino que existe un lapso de 60 días para realizar consultas y evaluar los potenciales impactos, lapso que oficiará como marco para que ambas potencias entablen negociaciones.

Es importante destacar que un mayor proteccionismo que derive en una guerra comercial no es beneficioso para ninguna de las partes ya que la dependencia del crecimiento chino está fuertemente expuesta a su comercio exterior mientras que en los EE.UU. menos flujos de comercio tendrían afectación particular sobre Estados con fuerte presencia del electorado republicano de cara a las elecciones de medio término que tendrán lugar en el mes de noviembre. Es por esta razón, y como hemos visto en el pasado

reciente, que la administración Trump no esté buscando una guerra comercial sino que intenta lograr mejores condiciones de intercambio mediante una estrategia agresiva de negociación. Reforzando este punto, por la tarde de hoy uno de los principales asesores económicos de D. Trump (Larry Kudlow) informó que no están analizando medidas adicionales y que ya se encuentran negociando con sus pares chinos.

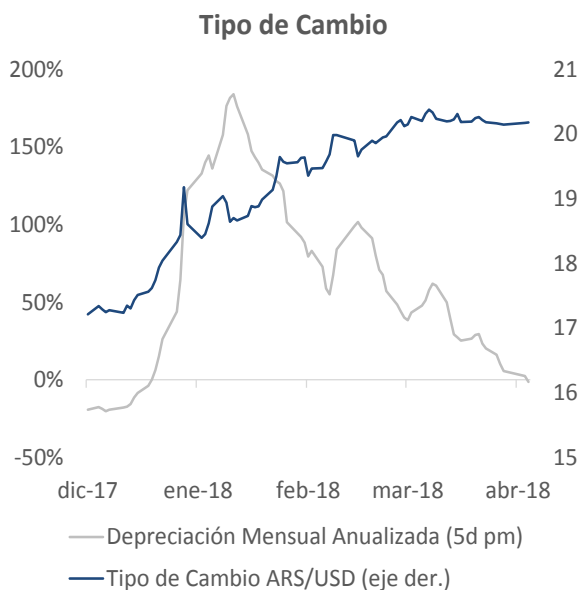
En medio de estas tensiones y con un aumento en la volatilidad y la incertidumbre, el mercado sostiene una postura adversa al riesgo que se traduce en magros desempeños del equity con una migración hacia activos considerados como refugio de valor tales como el oro, el Yen y los Treasuries. No obstante, debemos señalar que –por lo menos en la última semana- el efecto no se extendió a los mercados de deuda emergente, mostrando comportamientos estables e incluso algunas compresiones de spreads. A su vez, destacamos el comportamiento de la deuda de Argentina que tras semanas de arrastre logró cierta estabilidad con algunas subas concentradas en el tramo largo de la curva (PARY +0.6%, AA2046 +0.3%).

En línea con la curva local, el tipo de cambio se depreció en la semana un 0,3%, pero se mantuvo en valores similares a los de principios de marzo (hoy cerró en ARS/USD 20,19), registrando una notable desaceleración en la depreciación mensual. Esta desaceleración es reflejo de la intervención del BCRA en el mercado cambiario, que iniciara a principios de marzo para contener el avance de la cotización (desde entonces el BCRA vendió unos USD 2 MM).

### Contra Viento y Marea...

Dicha intervención fue justificada por la entidad monetaria aludiendo a los efectos de la depreciación del peso sobre la evolución de los precios. De esta manera el propio BCRA afirmó en el último comunicado de política monetaria que una depreciación mayor no estaría justificada por impactos económicos reales ni por el curso planeado de la política monetaria, y de no evitarse, podría ralentizar el proceso de desinflación. Además, afirmó que el tipo de cambio real se encontraría en niveles relativamente elevados y que no prevé para los próximos meses depreciaciones significativas.

Así, con un tipo de cambio nominal relativamente estable y con la aceleración de la inflación de los primeros meses del año, el tipo de cambio real multilateral se apreció un 4% en el último mes y un 0,6% en la última semana, volviendo a niveles de fines de enero.



Los futuros de dólar negociados en Rofex, por su parte, mostraron reducciones en la depreciación esperada pasando de valores en torno a 25% semanas atrás, a 20% en los últimos días dando cuenta así de un escenario

esperado de desaceleración de la depreciación en el corto plazo.

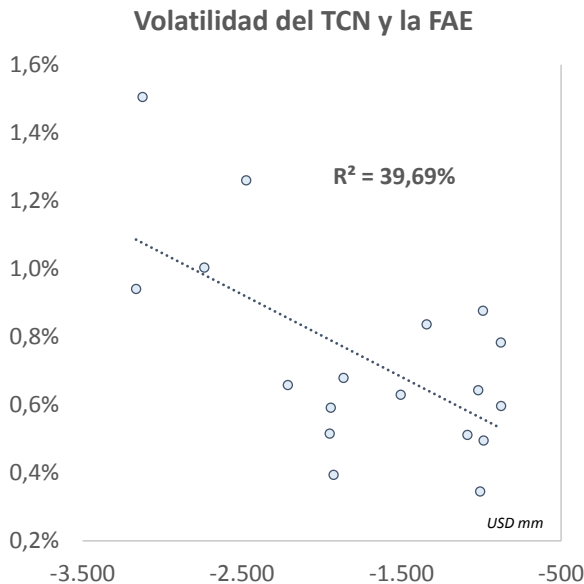
En el día de hoy se conocerá el Relevamiento de Expectativas de Mercado del BCRA, el cual mostraría un avance de la inflación esperada para este año por encima del 19,9% del mes pasado. Esto en parte podría explicarse por el dato de inflación de febrero de 2,4% que compara con el 2,1% que preveía el REM para ese mes y un marzo que en principio también se ubicaría por encima de los valores esperados por el relevamiento. Mientras que el mes pasado el mercado esperaba un 1,7% para la inflación del tercer mes del año, en estos días se conocieron las primeras estimaciones privadas que en promedio estiman un avance del 2,2% de los precios en dicho período.

Esta evolución esperada de tipo de cambio combinada con un escenario de tasas que en principio se mantendrían en los niveles actuales hasta tanto no haya señales claras de desaceleración de la inflación (de acuerdo al comunicado del Banco Central) y que incluso podrían subir si esto no ocurriese (luego de varios comunicados la entidad monetaria volvió a afirmar que estaba "listo para actuar" si la inflación no desciende al sendero deseado), parecerían estar dando las condiciones para la reactivación del *carry trade*, que eventualmente podría colaborar en quitar presión al mercado cambiario. Por otra parte la estabilidad en la cotización del dólar también debería desalentar la formación de activos externos (la dolarización de cartera), la cual suele acelerarse ante volatilidad en el precio de la divisa.

En particular, desde la segunda mitad de 2016 (una vez dejado atrás el efecto de la devaluación de diciembre 15), se observa cierta correlación entre el coeficiente de variación de del tipo de cambio (promedio mensual del coeficiente de variación de 10 días móvil) y la formación de activos externos. En

### Contra Viento y Marea...

este sentido, cabe mencionar que la volatilidad del tipo de cambio de marzo se ubicó en torno a 0,4%, entre los valores más bajos de la serie, lo cual sería compatible con una desaceleración de la formación de activos externos (FAE).



### Recaudación & Actividad

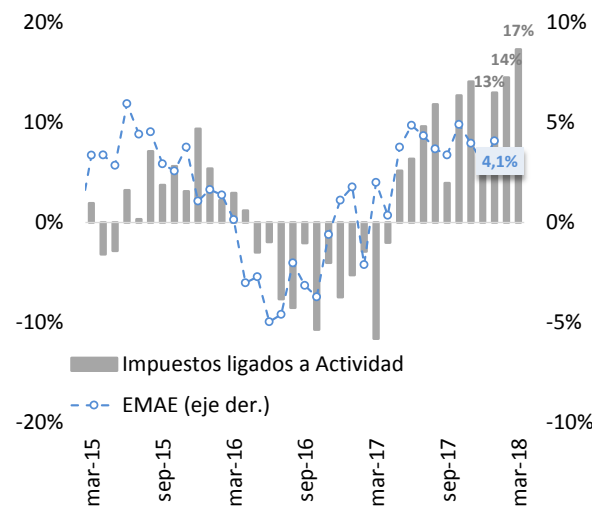
El flamante titular de la AFIP, Cuccioli, dio a conocer en el día de ayer la recaudación de marzo, anunciando en su debut una mejora de los ingresos de +30% i.a. (excluyendo los ingresos del sinceramiento fiscal de 2017) al alcanzar ARS 239 MM en el mes de marzo. Con esto, el primer trimestre del año acumula una mejora de +32% i.a. respecto a lo recaudado en igual período del año pasado. Si bien el avance de marzo se encuentra levemente por debajo de la variación de febrero (+38% i.a.), aún los ingresos superan ampliamente a la inflación.

Cabe destacar que los impuestos ligados a la actividad y al empleo impulsaron este crecimiento. Particularmente el IVA creció

50% i.a. en marzo, con IVA DGI incrementando su recaudación en 57% i.a., mientras que los impuestos a los Débitos y Créditos –o Impuesto al Cheque- crecieron 34% i.a. En este mismo período, las Contribuciones a la Seguridad Social crecieron 29% i.a. y lo recaudado por impuesto a las Ganancias fue un 47% mayor a lo recaudado en igual mes del 2017, a pesar de que a partir de enero rigen nuevas escalas que perjudicarían la recaudación. Adicionalmente, la recaudación por Bienes Personales se incrementó 287% i.a. gracias al efecto del blanqueo y al revalúo impositivo. Estas mejoras se dieron en términos reales. Particularmente, IVA arrojó una mejora real de 20% i.a. (IVA DGI +26% i.a.), el Impuesto al Cheque mejoró 7% i.a. y las Contribuciones a la Seguridad Social crecieron 2% i.a., al tiempo que lo recaudado por Ganancias mejoró un 18% y Bienes Personales creció 209%.

### Recaudación y Actividad

Variación % anual, en términos reales



Todo esto indicaría que la actividad y el empleo continúan en un sendero de crecimiento, y da una mirada positiva respecto del sobrecumplimiento de las metas fiscales



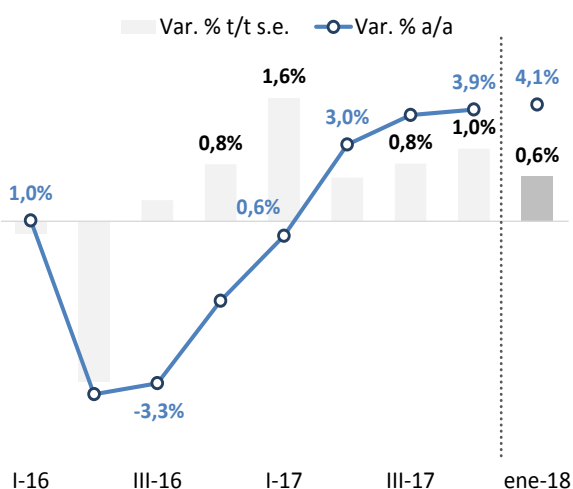
### Contra Viento y Marea...

que mencionó Caputo en su visita a Nueva York el mes pasado (-2,8% del PBI vs el -3,2% de la meta). Especialmente, dado que IVA, Ganancias, y las Contribuciones a la Seguridad social representan 33%, 19% y 30% de la recaudación acumulada durante este año, y teniendo en cuenta que en los primeros dos meses del año el resultado primario acumula un déficit de 0,1% del PBI (respecto del 0,6% planteado por el Ministerio de Hacienda para el primer trimestre).

En particular, el primer dato oficial del año relacionado a la actividad fue prometedor: el EMAE de enero arrojó una expansión de 4,1% en términos interanuales, con una suba de 0,6% respecto de diciembre una vez ajustada la serie por estacionalidad. Esto implica una aceleración respecto del ya de por sí dinámico cierre de año pasado, arrojando un crecimiento anualizado por encima del 6% en el margen.

### Estimador Mensual de Actividad (INDEC)

*Evolución trimestral*



El resultado de enero no fue particularmente una sorpresa, teniendo en cuenta que numerosos indicadores parciales ya venían dando señales de desempeño favorable tanto

en enero como también en febrero y, se espera, en marzo. De hecho, la producción de automóviles se recuperó 20,0% i.a. en el primer bimestre del año, acompañando el *boom* de patentamientos que continuó en los primeros dos meses de 2018 con una suba de 22,6% i.a.

Por su parte, la construcción siguió mostrando su tendencia alcista, traccionando la economía (derramando su efecto positivo en sectores de la industria que producen insumos empleados en la construcción) y estimulando la creación de empleo, por tratarse de una actividad mano de obra intensiva. Eso pudo verse en el comportamiento de los despachos de cemento, que se expandieron 13,2% i.a. en el primer trimestre del año (con un primer bimestre que creció 17,4% i.a.). Por su parte, el Índice Construya mejoró 13,4% entre enero y febrero. Además, la producción de acero crudo (empleado para elaborar perfiles de acero largos, utilizados en estructuras de hormigón armado) creció 27,6% i.a. en los primeros dos meses de 2018.

Como se mencionó previamente, gracias al efecto de los sectores automotor y construcción en el desempeño de algunas ramas de la industria, el sector manufacturero también acompañó. En detalle, el Estimador Mensual Industrial del INDEC exhibió un alza de 3,9% en los primeros dos meses del año, de la mano de las ramas automotriz (+27,4%) metalmecánica (+7,1%), metálicas básicas (+22,2%) y minerales no metálicos (+13,6%), la industria. Se trata de una mejora notable respecto del magro crecimiento (+1,8%) con el que la industria había cerrado el 2017.

No obstante, es importante destacar que no todo son buenas noticias. A pesar de que la economía da indicios de continuar recuperándose en diversos sectores, la fuerte sequía que está atravesando el campo argentino ha tenido un efecto no menor sobre

## Contra Viento y Marea...

nuestras proyecciones para el crecimiento de este año. Debido a los nuevos recortes en la producción esperada para la cosecha 2017/2018 (14,5 millones de toneladas menos que lo previsto al inicio de la actual campaña en el caso de la soja, y 9 millones menos en el caso del maíz), hemos ajustado a la baja nuestras perspectivas de crecimiento de la economía argentina a 2,2% en 2018.

El vaso medio lleno es que esto deja una base de comparación más baja para el año que viene, en el cual no esperamos que la sequía sufrida en 2018 vuelva a repetirse. De este modo, la producción de cereales y oleaginosas crecería en términos relativos en 2019, por lo que hemos modificado al alza las proyecciones del año que viene a 3,5%.

## **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.

