



Weekly Galicia

Economía & Mercados

25 de abril de 2018



La pulseada del Central

- ✓ **A lo largo de la última semana, los mercados internacionales operaron expectantes ante los movimientos producidos en los rendimientos de la deuda estadounidense. En particular, el Treasury a 10 años quebró la tendencia que venía exhibiendo en el último tiempo –una lateralización en torno a valores de 2,84% desde febrero– posicionándose por encima del 3% por primera vez en más de cuatro años.**
- ✓ **Los últimos datos locales de actividad han arrojado resultados positivos: por un lado, el EMAE se expandió 5,1% interanual en febrero, mientras que el indicador de OJF dio cuenta de una nueva expansión en marzo (+3,1% interanual y +0,8% desestacionalizado).**
- ✓ **Por otro lado, la balanza comercial de marzo exhibió una notable mejora de la mano de exportaciones creciendo 17% e importaciones subiendo sólo 8,8%. El alza en las ventas externas responde particularmente a la recuperación de la economía brasilera, la cual tracciona nuestras exportaciones industriales (en especial las de autos).**
- ✓ **Tal como lo esperaba el mercado, el BCRA mantuvo la tasa de política monetaria en 27,25% en el día de ayer, repitiendo el tono de los comunicados anteriores y haciendo énfasis en la prioridad de la entidad en cumplir con las metas inflacionarias.**
- ✓ **Sturzenegger aseguró que, de no observar mejores mediciones de inflación en las próximas semanas, subiría la tasa de política, y que el Central continuaría interviniendo en el mercado cambiario como complemento de la política monetaria. En este sentido, esta semana la entidad lleva vendidos algo más de USD 2.000 M.**
- ✓ **La depreciación de las monedas de nuestros socios comerciales (como consecuencia de las subas de tasa de interés a nivel global) le ponen presión adicional a la política de intervención del BCRA para mantener la cotización del peso. De todas maneras, el BCRA todavía tiene espacio para seguir conteniendo la moneda local sin llegar a niveles que comprometan la competitividad y cuenta con los instrumentos para hacerlo.**



A lo largo de la última semana, los mercados internacionales operaron expectantes ante los movimientos producidos en los rendimientos de la deuda estadounidense. En particular, el Treasury a 10 años quebró la tendencia que venía exhibiendo en el último tiempo -una lateralización en torno a valores de 2.84% desde febrero- posicionándose por encima del 3% por primera vez en más de cuatro años.

Dicho movimiento ocurrió de manera abrupta (+19 puntos básicos en 6 ruedas) y sin un catalizador claro que lo explique. Diversos analistas la fundamentan en base al sostenido incremento que han exhibido varios grupos de materias primas, con particular énfasis sobre el petróleo y los metales industriales y el consecuente impacto de estos incrementos sobre los costos de producción en EE.UU. y en última instancia sobre el nivel general de precios. Gran parte de estos aumentos en los commodities parecieran responder a factores puntuales como las disputas comerciales del último tiempo y, en menor medida, a cambios estructurales en dichos mercados. Por otro lado, la potencial presión inflacionaria derivada de estos aumentos pareciera no verse verificada acorde a las últimas cifras reportadas. Por el contrario, tanto EE.UU. como en Europa vienen exhibiendo una consistente estabilidad en los indicadores de precios.

El movimiento de la tasa tuvo un directo correlato con los desempeños del resto de los activos globales, con una marcada apreciación del dollar index (+2.0%) y caída en los principales mercados bursátiles en EE.UU., en un contexto de señales mixtas producto de los distintos balances corporativos que se fueron publicando con el correr de los días. En lo que a mercados emergentes respecta, los bonos soberanos acompañaron el movimiento de los Treasuries morigerando parcialmente el impacto gracias a algunas compresiones en los valores de riesgo país. En el caso de Argentina,

la suba en los rendimientos de la deuda libre de riesgo afectó a los precios de los bonos soberanos (caída promedio del 1.0%) con un Embi+ Arg. que se mantuvo prácticamente sin variaciones.

Todo esto se da en un contexto local en el cual las últimas novedades relacionadas a la actividad económica son positivas, a pesar de que algunas cuestiones puntuales en el plano inflacionario y financiero podrían llegar a complicar el panorama más hacia adelante, como es el caso del debate por los incrementos en las tarifas de servicios públicos.

Ante la escalada de la inflación, la cual no parecería que vaya a ceder en los próximos meses, en semanas recientes numerosos legisladores han empezado a priorizar el tema tarifas en su agenda. Particularmente en los últimos días ha tenido gran protagonismo un debate respecto de la posibilidad de implementar cuotas para el pago de las facturas de gas correspondientes en los meses de frío (en los que más se usa este servicio).

En consecuencia, las últimas sesiones en el Congreso han estado abocadas a tratar este tema, relegando el debate de la Ley de Financiamiento Productivo (nombre que se le ha dado a la ley de mercado de capitales). Esta demora no es menor, teniendo en cuenta que la aprobación de la nueva norma es crucial para que el MSCI reclasifique, hacia finales de junio, a Argentina como mercado emergente en lugar de como mercado de frontera. Esto traería aparejado un contexto cambiario/financiero algo más holgado para nuestro país en los próximos meses.

Otra buena noticia es que Estados Unidos apoyó esta semana la candidatura de Argentina a ser parte de la OCDE. En detalle, el

La pulseada del Central

Congreso norteamericano respaldó la aceptación de nuestro país dentro del organismo multilateral, basándose en las "importantes reformas" implementadas por el gobierno argentino en los últimos dos años y por nuestro creciente "rol de liderazgo en la economía global".

Yendo a datos concretos, en relación a la actividad local el INDEC publicó los datos del EMAE correspondientes al segundo mes del año. De acuerdo con el instituto oficial de estadísticas, la economía creció 5,1% i.a. en febrero, aunque mostró una caída de 0,2% con respecto a enero de este año en términos desestacionalizados. A pesar de la contracción en el margen, la economía sigue evolucionando a tasas favorables, y cerraría el primer trimestre del año al alza. De hecho, según la consultora OJF en el tercer mes del año la actividad económica creció 3,1% interanual, y 0,3% desestacionalizado respecto de febrero. Esto cerraría un primer trimestre con un crecimiento desestacionalizado de 1,3% respecto del trimestre anterior.

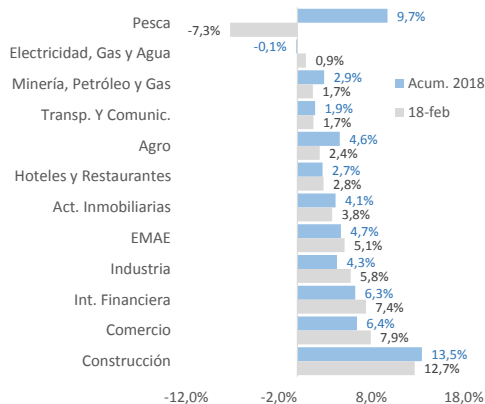
interanual de 7,9%, e **Industria**, con una suba de 5,8%. En ambos casos se trata de sectores con peso importante en el producto local y que en febrero del año pasado habían exhibido sendas contracciones. Por su parte, **Construcción** y **Actividades Inmobiliarias** continuaron contribuyendo a la expansión de la actividad argentina (+12,7% y +3,8%), sectores que vienen motorizando el crecimiento desde hace varios meses y que continuarían haciéndolo en los próximos.

Cabe destacar que, de acuerdo a nuestras estimaciones el segundo trimestre mostraría una contracción desestacionalizada del orden de 1,5% (vs. 1T18). Esta baja responde al impacto que la sequía de principios de año tuvo sobre la cosecha gruesa, cuyo desempeño queda plasmado en las estadísticas de actividad del período abril-junio de cada año. La buena noticia es que gracias a las lluvias recientes no se han efectuado nuevos recortes en la proyección de producción de soja y maíz (aunque tampoco se han modificado los pronósticos al alza, dado que la mayor parte de la cosecha ya estaba comprometida). La mejora climática además ha permitido cierto alivio respecto de las perspectivas de la cosecha fina de la próxima campaña, que comienza a sembrarse a mediados del año. Es por ello que mantenemos nuestras perspectivas de crecimiento en 2,2% para 2018.

Al dato positivo de actividad de febrero se suma el de la Balanza Comercial de marzo. En particular, las exportaciones sumaron USD 5.347 millones, lo que representa una expansión de 17,2% respecto de marzo 2017. Esta aceleración de las ventas externas se combina con una moderación en la tasa de crecimiento de las compras. Por caso, las importaciones treparon sólo 8,8% en marzo, sumando USD 5.958 millones. De esta manera, la balanza comercial de marzo fue deficitaria

EMAE por Sectores

Var. %

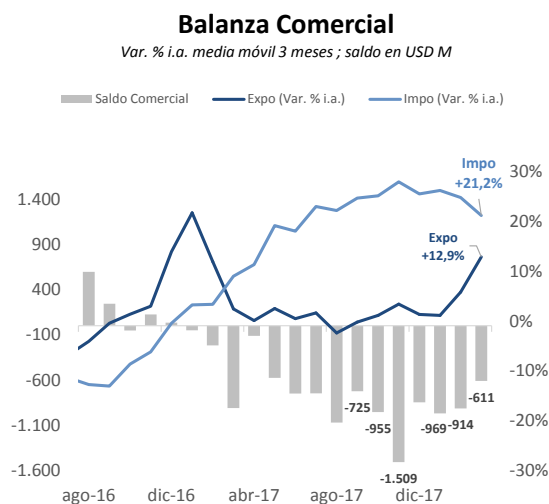


El desempeño de febrero estuvo apuntalado por casi todos los sectores de la economía: la única excepción fue **Pesca**. En particular, se destacaron **Comercio**, con una expansión

La pulseada del Central

en USD 611 millones, cuando hace un año el rojo trepaba a USD 910 millones.

Las exportaciones de marzo crecieron principalmente de la mano de un incremento en las ventas de Manufacturas de Origen Industrial (+22,6%). Éstas estuvieron particularmente impulsadas por mayores exportaciones de automóviles (+35,2%), químicos (+24,8%), plásticos (+17,2%) y metales comunes (+6,8%). Los demás grandes rubros también mostraron mejoras. Mientras Productos Primarios se incrementó 29,8% en marzo, Combustibles trepó 58,1%. En último lugar se ubicaron las MOA, que crecieron sólo 2,2% apuntaladas por un efecto precio (+10,7%) que más que compensó la contracción en el volumen exportado (-7,6%).



Es importante recordar que un tercio de nuestras exportaciones industriales tienen como destino a Brasil (particularmente las de autos, con más de 60% de la participación del total), por lo que la reactivación del país vecino juega un rol importante en la mejora de nuestra balanza comercial. De acuerdo con nuestros cálculos, por cada punto que crece la actividad industrial brasilera, las exportaciones MOI de Argentina se expanden 0,25 puntos

porcentuales. Para este año, el FMI ha revisado al alza sus expectativas de crecimiento de la economía de Brasil 0,4 puntos (+2,3% anual), por lo que en los próximos meses esperamos ver un buen desempeño por parte de nuestras exportaciones industriales. Esto permitiría contrarrestar las menores exportaciones agrícolas, cuyos volúmenes seguirían cayendo a causa de la sequía.

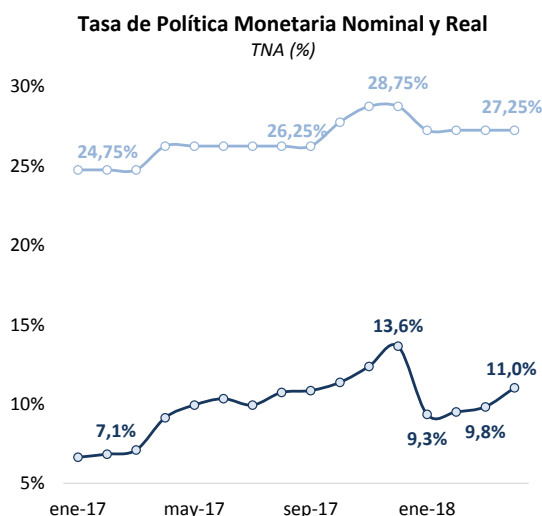
Moneda

Tal como lo anticipaba el mercado, y en línea con los comentarios de Sturzenegger en el último IPOM, durante el día de ayer el BCRA mantuvo el centro de corredor de países a 7 días en 27,25%, manteniendo el discurso de los dos comunicados anteriores. La entidad tomó esta decisión teniendo ya los datos de inflación minorista (+2,3% m/m) y mayorista (+1,9% m/m) del mes de marzo, y con los indicadores de alta frecuencia aun arrojando variaciones elevadas en abril, aunque menores que las del mes previo.

En línea con lo expresado anteriormente por la entidad, la persistencia de los elevados niveles de inflación responde a una combinación entre la actualización tarifaria de los precios regulados y la rápida depreciación del peso entre diciembre y febrero. Al respecto, el Central continúa sosteniendo que son cuatro los principales factores que ayudarán a los precios a estabilizarse en línea con las metas del gobierno: el sesgo contractivo de la política monetaria; negociaciones salariales en línea con las metas; la fuerte desaceleración del proceso de ajuste de precios regulados; y un tipo de cambio real multilateral que la entidad considera en niveles elevados y que actuaría –de ser necesario– para que no haya depreciaciones significativas en los próximos meses.

La pulseada del Central

En este sentido, luego de dos semanas sin vender dólares, el BCRA retomó las intervenciones en el mercado cambiario en la última semana, ya que considera que una depreciación mayor a la ocurrida “no se justifica por impactos económicos reales y que tendría el efecto de ralentizar el proceso desinflacionario”. Particularmente, entre el lunes y martes de esta semana, el Central habría vendido unos USD 600 M, conteniendo el avance de la divisa, y en el día de hoy habría vendido algo más de USD 1.500 M. Sin embargo, repitió en el comunicado que esta herramienta es un complemento de la política monetaria y no un sustituto. Más adelante ahondaremos sobre las particularidades de la evolución de la divisa.



Ahora, mirando hacia adelante, con los datos de inflación del primer trimestre acumulando una inflación de 6,7% (casi la mitad de la meta), y en un contexto en el que el Central continúa insistiendo en que su prioridad es cumplir con las metas, consideramos que –tal como mencionó Sturzenegger en el IPOM- la política monetaria sería algo más contractiva de lo que espera el mercado. Particularmente, de no observarse una desaceleración en línea con los

objetivos inflacionarios, la entidad aseguró que aumentará la tasa de política monetaria. Esto se da en un contexto en el que las expectativas de inflación hacia adelante están mostrando correcciones al alza. La encuesta de expectativas de inflación relevadas por la Universidad Torcuato Di Tella mostró en el mes de abril un ajuste alcista de 20% i.a. a 25% i.a. para los próximos 12 meses, siendo esta la primera corrección luego de 10 meses sin variaciones. Vale destacar que esta encuesta es respondida por el público en general, y no necesariamente por especialistas como ocurre con el REM. Sin embargo, esperamos que en el próximo Relevamiento de Expectativas de Mercado, los analistas vuelvan a presentar correcciones al alza tanto en sus proyecciones de inflación, como en la trayectoria esperada de la tasa de política. Sumando presión al escenario inflacionario.

El mencionado re-pricing en las expectativas de inflación pareciera no haber sido incorporado en su totalidad por el mercado local de bonos. Instrumentos ligados al CER ya sea en la curva tradicional o los recientemente emitidos bonos “gatillo” estarían incorporando en precios un escenario de inflación menor al de la mediana de los analistas. Gran parte del valor en dichos activos queda sujeto a la posición monetaria restrictiva que adopte el BCRA, puesto que un incremento en la tasa de referencia impactaría negativamente sobre estos activos.

Adicionalmente al mencionado impacto negativo sobre los activos en emergentes, las monedas se vieron afectadas por la escalada de tasas en los Estados Unidos. En particular en la región las monedas se depreciaron en promedio un 3% durante la última semana, con ejemplos relevantes como México (-4,9%), Colombia (-4,0%), Brasil (-4,0%) y Chile (-1,6%). En este marco, el peso se mantuvo relativamente estable como consecuencia de

la intervención en el mercado mencionada anteriormente. Puntualmente el peso se ubica en el día de hoy en ARS/USD 20,26, registrando una depreciación de tan solo 0,7% en la semana.

El sostenimiento de la cotización del peso con el fin de contener la inflación tiene un claro efecto sobre el tipo de cambio real multilateral (el que mide nuestra competitividad cambiaria respecto de nuestros socios comerciales), apreciándolo toda vez que la evolución de precios en nuestro país supera la de los otros países en cuestión. Esto sucedió durante el mes de marzo y principios de abril donde mientras que el peso se mantuvo estable, el euro, el real y el yuan (las monedas de los países con mayor incidencia en el comercio exterior) tuvieron comportamientos mixtos. Sin embargo, el TCRM se apreció un 5% por efecto precios. La depreciación de nuestros socios comerciales le suma el efecto moneda el cual podría acelerar la apreciación (el diferencial en la depreciación de las monedas de la región en comparación con la del peso de la última semana tuvo un impacto "atrasador" en términos reales de más del 2%).

La pregunta entonces es si todavía existe lugar para seguir apreciando la moneda en un contexto donde el resto de la región va en dirección contraria, dado el contexto global. La respuesta es que por ahora sí. Los niveles actuales del TCRM se encuentran todavía un 11% por encima de los niveles de mayo del año pasado cuando el Central intervino en el mercado cambiario comprando por última vez (lo que es percibido como valores cercanos a un piso).

La otra pregunta es si el Central cuenta con el poder de fuego suficiente para seguir interviniendo. De nuevo la respuesta es que por ahora sí. Desde que comenzó el último período de intervención a principios de marzo,

el Central vendió en torno a unos USD 4.500m, lo cual es un número elevado, sobre todo si consideramos que una tercera parte de ese monto se vendió en el día de hoy. Sin embargo, este monto representa la mitad de los dólares que le compró el Central al Tesoro en lo que va del año, la cuarta parte de lo que le compró durante el año pasado y un 12% de lo que le compró al Tesoro desde 2016. Por otra parte, tampoco es esperable que se mantenga este ritmo de ventas, sino que por el contrario en un escenario donde estos eventos son leídos como transitorios y en consecuencia las tasas en Estados Unidos se estabilicen (o hasta eventualmente retrocedan) debería ceder la presión sobre las monedas de la región en general y sobre el peso en particular. Adicionalmente, en la medida que se mantenga un contexto global con mayores tasas y más presión sobre nuestra moneda, se incrementa la probabilidad de ver una suba de tasa de interés de política en el mes de mayo/junio que moderen dichas presiones. Por último, cabe mencionar que parte de la presión en el mercado local sobre el peso en el día de hoy podría ser consecuencia de un desarme de posiciones de instrumentos locales por parte de inversores internacionales, habida cuenta de que en el día de mañana comenzaría a tener vigencia el cobro del impuesto a la renta financiera para dichos inversores. Esto reforzaría la transitoriedad de la volatilidad del día de hoy.

Dicho esto, mantenemos nuestro escenario cambiario para este año (descrito en nuestro último informe semanal) en donde vemos cierta tranquilidad nominal de corto plazo, con la consecuente apreciación en términos reales, para dar lugar a una relativa recuperación de la competitividad cambiaria hacia fin de año, llegando a diciembre en niveles en torno a ARS/USD 22,50.

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.

