



# Weekly Galicia

## Economía & Mercados

23 de mayo de 2018



Research | Planeamiento Estratégico y Control de Gestión

### Primeras secuelas de la turbulencia

- ✓ Los movimientos en el tablero geopolítico internacional continúan afectando al humor de los inversores globales. Contratiempos en la negociación entre EE.UU. y Corea del Norte, la incertidumbre política en Italia y la crisis financiera de Turquía elevaron la aversión al riesgo de los inversores. Las minutas de la última reunión de la Reserva Federal, que fueron recibidas positivamente por el mercado, revirtieron en parte la mencionada aversión al riesgo.
- ✓ En el frente local, la semana comenzó con Dujovne siendo nombrado coordinador del equipo económico del gobierno, por lo que será el encargado de llevar adelante las conversaciones con el FMI y de alinear las políticas de nueve ministerios.
- ✓ Por otro lado, el BCRA decidió esta semana mantener la tasa de política monetaria en 40%, al tiempo que la amplitud del corredor de pasés continuará en 1.400 pb, con el objetivo de darle margen de maniobra al sistema financiero frente a *shocks* tanto externos como locales. Hacia adelante, esperamos que la entidad mantenga el sesgo contractivo, en vistas de que los niveles de inflación continuarían manteniendo registros elevados.
- ✓ Por su parte, el MULC del mes de abril mostró un déficit de cuenta corriente de USD 1.502 M, acompañado por un rojo de la cuenta financiera de USD 4.294 M. Este último se alcanzó gracias a la dolarización de cartera tanto del sector privado como de entidades financieras, así como las transferencias de dólares a cuentas en el extranjero. Con todo, y en parte impulsado por la venta de divisas del BCRA en el mercado cambiario, las reservas internacionales finalizaron el mes de abril en USD 56.623 M, tras haber disminuido USD 5.103 M.
- ✓ Con respecto a la economía real, la actividad cerró el primer trimestre del año con un crecimiento desestacionalizado de 1,0%, sumando siete trimestres consecutivos de expansión aunque evidenciando cierta desaceleración. Por su parte, el ICA dio cuenta de un deterioro de la Balanza Comercial, producto de una fuerte expansión de las importaciones que no pudo ser compensada por el crecimiento de las exportaciones.



### Primeras secuelas de la turbulencia

En el plano global, movimientos en el tablero geopolítico internacional volvieron a influir sobre el humor de los inversores. El pasado fin de semana se conoció que Estados Unidos y China habían alcanzado una tregua luego de largas semanas de negociación. Más allá del comunicado conjunto que publicaron ambas potencias y las posteriores declaraciones de funcionarios, lo cierto es que aún no se conocen los detalles de dicho acuerdo. Pareciera que el mercado no cree que esto sea una solución de fondo y que en el mediano plazo podrían reavivarse las rispideces entre ambos países.

Otro de los aspectos relevantes que ganó protagonismo en la rueda de ayer fue el encuentro que mantuvo Donald Trump con su par de Corea del Sur, del cual se desprendieron declaraciones del mandatario norteamericano poniendo en duda la cumbre que estaba prevista con Corea del Norte para el mes próximo. Este retroceso en materia de geopolítica, al cual se le suman la situación política en Italia (con el ascenso del movimiento populista 5 Estrellas al poder) y la problemática financiera de Turquía, elevó la aversión al riesgo de los inversores en las últimas ruedas.

En tanto, es relevante señalar que en la tarde de hoy se dieron a conocer las minutas de la última reunión de la Reserva Federal que se llevó a cabo a comienzos de mes. El mercado reaccionó positivamente frente a la cautela de los diversos miembros del comité que no se mostraron inclinados por acelerar el ritmo de incrementos de tasas tolerando incluso un acotado *overshooting* sobre su tasa objetivo del 2% de inflación. El mercado sigue descontando que en la próxima reunión del mes de junio habrá un incremento de tasas de referencia (la segunda del año) pero comienzan a caer las probabilidades de un escenario con cuatro aumentos para el corriente año (la probabilidad implícita cayó

de 57% a 46% en el día de hoy). En este contexto, y luego de la escala de rendimientos que ubicó al Treasury a 10 años en niveles de 3.11%, dicha tasa cedió fuertemente a valores de 3.0% tras la publicación de dichas minutas.

Por su parte, el dólar continúa transitando un sendero de apreciación, fortaleciéndose un 1,6% en las últimas ocho ruedas contra las principales monedas del mundo, explicado fundamentalmente por la debilidad del Euro. La incertidumbre política en el Viejo Continente con foco en el ascenso del movimiento populista 5 Estrellas al gobierno de Italia y los magros resultados de los PMI (indicadores adelantados de actividad) que se conocieron hoy explican en gran parte la debilidad contra el dólar.

Esta apreciación del dólar contra sus principales socios comerciales se trasladó a las monedas de nuestra región. De hecho el indicador LACI que nuclea las principales monedas de América Latina reflejó una apreciación de 1,1%. Liderando los movimientos se encontró el Real (+1,9%), obedeciendo en parte a una postura restrictiva de la autoridad monetaria de dicho país que cortó con su esquema de reducción de la tasa de referencia (6,5%) y salió activamente a participar en el mercado de cambios.

Con respecto al contexto local, esta semana que pasó fue la primera post período de "turbulencia" (el cual se dilató entre fines de abril a mediados de mayo) en donde la volatilidad cambiaria y los niveles de incertidumbre se mantuvieron acotados. Por caso, el Banco Central continuó implementando su estrategia de ofrecer USD 5.000 M diarios en el mercado a una cotización de AR\$/USD 25,0 con el propósito de darle un techo a la divisa norteamericana. A diferencia de los primeros días en los que el Central utilizara esta táctica, en la última semana nadie tomó la orden de venta. En otras palabras, el

### Primeras secuelas de la turbulencia

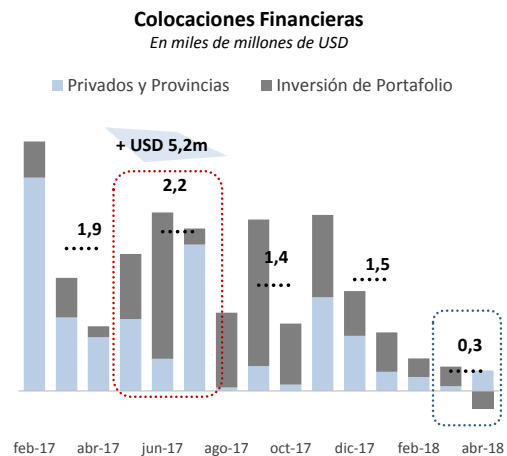
tipo de cambio operó siempre por debajo del límite fijado por la entidad monetaria, y al día de hoy cerró en USD/AR\$ 24,48.

Si bien en comparación con la volatilidad del último mes pareciera que en días recientes “no ha pasado nada”, la realidad está lejos de ser así. En primer lugar, la semana comenzó con el anuncio de un nuevo rol para el Ministro de Economía Dujovne, quien fue nombrado flamante coordinador económico por el Presidente Macri, desplazando así de esa función a Quintana y Lopetegui. El nuevo puesto no solamente implica la responsabilidad de coordinar las acciones de nueve ministerios (Finanzas, Transporte, Trabajo, Interior, Producción, Agroindustria, Energía, Turismo y Modernización), sino también ser el interlocutor ante el FMI a la hora de negociar el acuerdo *stand-by*.

Por otro lado, esta semana se conoció el informe de Balance Cambiario del Banco Central del mes de abril. El resultado del mismo fue un déficit de cuenta corriente de USD 1.502 M, ampliamente superado por el déficit de la cuenta financiera que alcanzó los USD 4.294 M. En medio de la salida de capitales de emergentes hacia economías desarrolladas –conocido también como *flight to quality*– que comenzó en el mes de abril, el resultado de la cuenta financiera resultó el peor de toda la gestión de Cambiemos, y alcanzó niveles de déficit similares a los observados en octubre de 2015 (USD -4.209 M). La Formación de Activos Externos, tanto del Sector Privado No Financiero (USD -2.055 M) como de Entidades Financieras (USD -1.474 M) fue el principal motivo de esta salida, sumada a las Operaciones de Canje por Transferencias con el Exterior (USD -1.678 M), las cuales representan los dólares que se transfieren de cuentas bancarias locales hacia cuentas en el exterior. Adicionalmente, en el mes de abril se observó una salida de divisas por Inversiones de Portafolio de USD 242 M, la

cual se espera sea aún mayor durante el mes de mayo.

Este resultado se vio levemente compensado por el incremento de la oferta de dólares billete por parte de entidades del sector público (USD 1.170). Con todo, las Reservas internacionales disminuyeron USD 5.103 M, en parte gracias a las ventas del BCRA en el mercado cambiario por un total de USD 4.731 M con el objetivo de contener la escalada del tipo de cambio.



En tercer lugar, el día de ayer el BCRA mantuvo la tasa de política monetaria (centro del corredor de países) en 40%, manteniendo también la amplitud del corredor en 1.400 pb. En el comunicado anterior, el Central había justificado esta medida aludiendo que esto permitía que el rendimiento de los activos domésticos se ajuste con mayor libertad a los *shocks* externos. Es por eso que, si bien la volatilidad local pareciera estar disminuyendo, la incertidumbre en el plano internacional continúa presionando al mercado local y la entidad consideró necesario mantener el mismo esquema.

El comunicado comenzó haciendo referencia a los elevados niveles de inflación del mes de abril (+2,7% m/m) y la evolución del sistema

### Primeras secuelas de la turbulencia

de precios mayorista (entre 1,8% m/m y 2,0% m/m), que presionaría al alza al índice de precios al consumidor en los próximos meses. Al respecto, se menciona que los indicadores de alta frecuencia continúan mostrando niveles elevados de inflación y que, si bien los precios regulados no impulsarían al alza durante mes de mayo, la depreciación sufrida durante las últimas semanas sí tendría un efecto directo sobre los precios. Por eso, la entidad considera necesario mantener la tasa en niveles elevados, con el objetivo de morigerar los efectos de un escenario de mayor inestabilidad para los mercados emergentes.

Es interesante mencionar que, habiendo acumulado en el mes de abril una inflación de 9,6%, el Central continúa conduciendo su política monetaria para alcanzar la meta intermedia de 15% en 2018. Por este motivo, hacia adelante vemos un Banco Central con una política monetaria más bien *hawkish*, manteniendo en los próximos meses una tasa real en el orden del 12%. Esto podría significar que el recorte de la tasa de política monetaria se demore más de lo previsto, y esperamos que se ubique en niveles de 27% para finales de 2018. En este sentido, las propias palabras de Sturzenegger durante el 35° Congreso Anual del Instituto Argentino de Ejecutivos en Finanzas (IAEF) dan a entender que las tasas continuarán elevadas al menos por un tiempo.

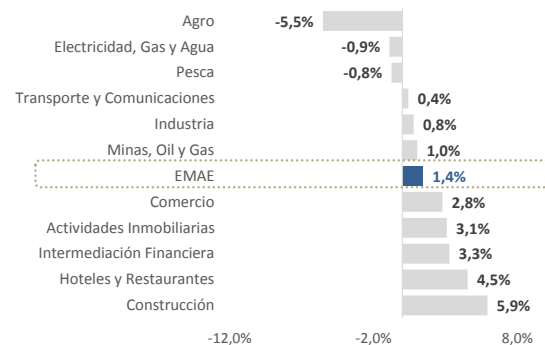
Por último, el INDEC publicó dos datos vinculados a la actividad económica: el Estimador Mensual de la Actividad Económica (EMAE) de marzo y el Intercambio Comercial Argentino (ICA) de abril. De acuerdo con el EMAE, la economía argentina mostró cierta desaceleración de su ritmo de crecimiento en marzo, al caer -0,1% desestacionalizado respecto de febrero. Se trata de la segunda baja consecutiva, dado que el mes pasado había arrojado una retracción de 0,2% en comparación con enero. En términos

interanuales, la economía mostró una suba de 1,4% en el mes de marzo.

Este resultado estuvo impulsado (en términos de incidencia sobre la actividad) por **Comercio** (+2,8%), **Actividades Inmobiliarias** (+3,1%) y **Construcción** (+5,9%), aunque la fuerte caída por parte del **Agro** (-5,5%), que ya da cuenta del efecto negativo de la sequía sobre la cosecha gruesa, contrarrestó parcialmente este efecto.

#### EMAE

Var. % i.a. marzo 2018



A pesar de que el dato de marzo fue más moderado, el primer trimestre arrojó cifras positivas: cerró con una expansión desestacionalizada de 1,0% respecto del período octubre-diciembre 2017, y con una suba de 3,5% interanual. Esto se debe en gran medida al excelente desempeño de enero y al arrastre estadístico que dejó el año pasado, sumada a una relativamente baja base de comparación. De hecho, la economía argentina acumula siete trimestres consecutivos de crecimiento desestacionalizado (desde el IIIT-16 en adelante), el intervalo expansivo más prolongado desde el período comprendido entre el IIIT-09 al IVT-11.

No obstante, prevemos que en los próximos meses la actividad económica mostraría el

### Primeras secuelas de la turbulencia

efecto negativo de la sequía del campo (particularmente en el segundo trimestre del año), a lo que se le sumaría el impacto de la fuerte depreciación del peso evidenciada en abril y mayo, la posterior suba de tasas de interés por parte del Central y el elevado nivel de incertidumbre generado por el episodio de volatilidad cambiaria. Asimismo, las medidas que tome el gobierno para cumplir con las nuevas metas fiscales tendrán probablemente un sesgo contractivo sobre la actividad, por la vía de cierta reducción en la obra pública y en el gasto público. Debido a esto, nuestras perspectivas de crecimiento de la economía han sido recortadas a 1,5% para este año, desde el anterior 2,2%.

Con respecto al frente externo, de acuerdo con el ICA de abril, la balanza comercial fue deficitaria en USD 938 M, producto de exportaciones que sumaron USD 5.165 M (+6,2% interanual) y de importaciones por un total de USD 6.102 M (+22,7%). En detalle, las exportaciones de abril se vieron perjudicadas por la menor cosecha gruesa: las cantidades exportadas de productos primarios y manufacturas de origen agropecuario (MOA) exhibieron sendas caídas (-19,6% y -8,4%, respectivamente). No obstante, el efecto precio de los *commodities* agrícolas (al alza desde hace varios meses a causa de la menor oferta) ayudó a suavizar el efecto cantidades (en el caso de los productos primarios) y a más que contrarrestarlo (en el caso de las MOA). De todos modos, el mayor aporte a las ventas al exterior vino de la mano de las exportaciones de manufacturas de origen industrial, que crecieron 5,2%.

Por su parte, las importaciones de abril treparon de la mano de las compras de piezas y accesorios de capital (+27,3%) y de bienes intermedios (+27,9%). Le siguieron en incidencia las importaciones de autos (+34,6%) y de bienes de consumo (+23,8%), mientras que las compras de bienes de capital

y de combustibles cerraron el grupo con expansiones de 8,0% y 19,3%, respectivamente.

Así, en el primer cuatrimestre del año el rojo comercial ascendió a algo más de USD 3.400 M, casi el triple del déficit acumulado entre enero y abril del año pasado (casi USD 1.300 M). No obstante, esperamos que en los próximos meses el nuevo nivel del tipo de cambio estimule las ventas al exterior, a la par que desincentiva parte de las compras. Ello traería algo de alivio para la balanza comercial, y aunque no creemos que cierre el año con un saldo positivo, sí prevemos una notable cierta del rojo respecto del ritmo que tuvo en el primer cuatrimestre. Ello, a su vez, ayudaría a relajar la presión que existe sobre la cuenta corriente.

Para resumir, si bien esta semana fue mucho más sosegada que las anteriores, está claro que aún estamos viendo las secuelas que el cuadro de turbulencia cambiaria dejó en la economía argentina, tanto en los frentes monetario, cambiario y externo como en el real. Es importante destacar que el gobierno está implementando un fuerte control de daños mediante la asignación de Dujovne como coordinador del equipo económico y como mediador ante el FMI, y mediante la ratificación del Sturzenegger al frente de un Banco Central con renovados grados de libertad para actuar. El propósito final podría ser que 2018 rompa con la "maldición de los años pares" y que exhiba tasas de crecimiento, pero sin sacrificar las metas fiscales ni el reordenamiento macroeconómico, de manera de encarar el 2019, un año electoral, con el mayor margen de acción posible. Ahora, sólo queda esperar.

## 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.saguiersantos@bancogalicia.com.ar](mailto:benjamin.saguiersantos@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.

