



# Weekly Galicia

## Economía & Mercados

25 de julio de 2018



Research | Planeamiento Estratégico y Control de Gestión

### Ola polar: actividad bajo cero

- ✓ En el contexto internacional, una serie acontecimientos de diversa índole determinaron el movimiento de los mercados a lo largo de la última semana. Con Donald Trump siempre como protagonista, novedades alrededor del globo afectaron sobre el humor de los inversores.
- ✓ El resultado del Balance Cambiario del mes de junio arrojó una acumulación de Reservas Internacionales de USD 11,7 MM, producto de un superávit de la Cuenta Financiera de USD 12,1 MM gracias al desembolso del primer tramo del crédito con el FMI. Por su parte, el déficit de Cuenta Corriente se redujo de la mano de una contracción de las importaciones.
- ✓ El Estimador Mensual de la Actividad Económica (EMAE) del mes de mayo se hundió 5,8% en comparación igual mes de 2017 (segunda caída consecutiva), a la vez que se retrajo 1,4% desestacionalizado contra abril pasado. Así, la economía acumula una suba de tan sólo 0,6% i.a en lo que va del año, cuando en el primer trimestre la actividad había cerrado con una expansión interanual de 3,6%.
- ✓ En línea el nuevo escenario económico (uno con un tipo de cambio más competitivo y menores perspectivas de crecimiento), la balanza comercial de junio arrojó una mejora notable respecto de meses anteriores. A pesar de que siguió mostrando un déficit, la balanza comercial moderó su rojo a USD -382 M en junio, y acumula así un déficit de USD -5.101 M en la primera mitad de 2018.
- ✓ La primera mitad del año cerró con un déficit primario de 0,8% del PBI, equivalente a ARS 105.825 M. En el margen, el rojo fue de ARS 56.664 M, 0,7% menor que en junio del año previo. De este modo, en el primer semestre se sobrecumplió el *target* de 1,1% del PBI, lo cual deja un margen de 1,9 puntos porcentuales durante el segundo semestre para alcanzar el objetivo fiscal del año.



### Ola polar: actividad bajo cero

En el contexto internacional, una serie de diversos acontecimientos determinaron los movimientos de los mercados a lo largo de la última semana. En primer lugar, y rompiendo por primera vez con una tradición que data ya de un par de décadas, Donald Trump se entrometió en asuntos de política monetaria al criticar abiertamente a la Reserva Federal por su accionar de incrementos de tasas. Asimismo, el mandatario republicano cargó contra China y la Unión Europea, acusándolos de manipular sus respectivas tasas y monedas para alcanzar ventajas comerciales. Frente a esta situación, el dollar-index (que compara al dólar contra una canasta de monedas desarrolladas) cortó con la tendencia de apreciación que sostenía en el último tiempo para marcar una depreciación de 1,1%. Esto benefició a su vez a la mayoría de las monedas emergentes, que registraron una apreciación semanal de 1,9% en promedio.

En segundo lugar, sobre el cierre de la semana pasada la agencia de noticias Reuters reportó que el Banco Central de Japón (BoJ) estaría analizando introducir ciertos cambios en su accionar de política monetaria, a los fines de modificar los objetivos de tasas de largo plazo. De confirmarse la noticia (la próxima reunión será el 31 de julio), esto implicaría un paso sustantivo para la autoridad monetaria japonesa que al día de hoy sostiene uno de los programas de estímulo monetario más agresivo a nivel global. De momento, la reacción inmediata se reflejó rápidamente sobre los precios, con incipientes subas en los rendimientos de la mayoría de los activos libres de riesgo (deuda a 10 años): EE.UU. (+10 pbs a 2,97%); Alemania (+5 pbs a 0,40%), Inglaterra (+5bs a 1,27%) y Japón (+3pbs a 0,07%).

En tercer lugar, y frente al importante castigo observado en los últimos meses, los mercados emergentes encontraron cierta estabilidad en las últimas ruedas de la mano una menor

aversión al riesgo global y algunos factores puntuales domésticos: En China y luego de una depreciación sostenida del Yuan a lo largo de los últimos meses (+8.5%), la divisa registró por primera vez una incipiente apreciación de -0,4%, acompañado por subas en su mercado bursátil (+4,5%). Recordamos que frente al conflicto comercial con los EE.UU. la autoridad china había dejado correr la moneda para compensar por esta vía la pérdida de competitividad generada por la imposición de aranceles.

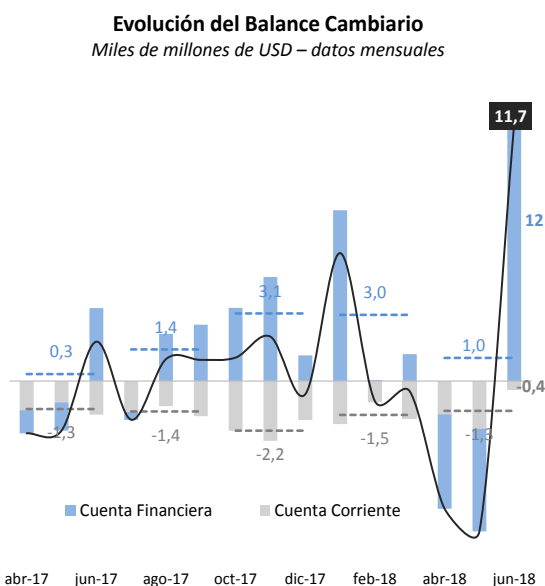
Por su parte, en Brasil, la mejora del humor vino de la mano del ámbito político, a pocos meses de la próxima elección presidencial (a celebrarse en el mes de octubre). En particular, el jueves pasado se conoció que el candidato del partido PSDB—Geraldo Alckmin—logró el respaldo electoral de un grupo de partidos “centristas”. Dicho anuncio tiene impacto sobre diversas aristas de la política brasileña de cara a las mencionadas elecciones: a) Por primera vez, comienza a asentarse un candidato “pro-mercado” en la carrera presidencial; b) al concertar el apoyo de varios partidos, Alckmin logrará una amplia cobertura y difusión televisiva, siendo éste un elemento de importante gravitación sobre el electorado en Brasil; c) ante el anuncio pierde relevancia el candidato Ciro Gomes (no tan afín a la mirada de los inversores; y por último d) el candidato favorito en muchas de las encuestas—Jair Bolsonaro—encontrará renovadas presiones en sus intentos (fallidos hasta el momento) de encontrar compañero de fórmula.

En último lugar, y con particular relevancia sobre nuestro país, la soja marcó una recuperación de 5,8% luego de tocar piso en más de 10 años (USD 299 por tonelada), luego de que Trump propusiera un subsidio a los agricultores norteamericanos en medio de la disputa comercial con China. De esta forma, el

### Ola polar: actividad bajo cero

cultivo se cotiza en valores de USD 315 por tonelada en el mercado de Chicago.

Estas circunstancias algo más favorecedoras para la región se vieron reflejadas en una mayor estabilidad del tipo de cambio. Mientras que el real brasilero se apreció 3,8%, y tanto el peso mexicano como el peso colombiano se apreciaron 0,7% en la última semana, el peso cerró hoy en valores de ARS/USD 27,30, apreciándose 1,1% en el mismo período. Este contexto favorable, con el dólar debilitándose frente a las principales monedas del mundo, permitió al Banco Central recortar 200pbs los rendimientos del tramo más corto de LEBAC en el mercado secundario, sin consecuencias directas sobre el tipo de cambio.



En este marco, el lunes de esta semana el Banco Central dio a conocer el resultado Balance Cambiario del mes de junio, que arrojó una variación de las Reservas Internacionales de USD 11.7 MM, como resultado de un déficit de la Cuenta Corriente de USD 0,4 MM, compensado ampliamente por el superávit de la Cuenta Financiera de USD 12.1 MM. Si bien la Cuenta Corriente continúa arrojando

números negativos, el déficit se contrajo significativamente, gracias a una reducción de 31,5% i.a de los pagos de importaciones, dando como resultado un superávit de la Cuenta de Bienes USD 1,2 MM, un 243,0% mayor al de igual mes de 2017. Esto, en línea con la caída de las importaciones derivada de un menor nivel de actividad. Adicionalmente, la Cuenta de Intereses arrojó una caída de 17,6% i.a., con un déficit de USD 0,8 M en el último mes.

De la Cuenta Financiera surge un superávit que se explica en su mayoría por los USD 15 MM correspondientes al desembolso del primer tramo del crédito otorgado por el FMI por un total de USD 55 MM. Este superávit se compensa, en parte, por una salida de divisas de Inversión de Portafolio de No Residentes (el comúnmente conocido "carry trade") por USD 0,9 MM. Si bien este concepto continúa arrojando números negativos, se observa que el déficit se redujo significativamente respecto al mes de mayo, en el que la salida de divisas alcanzó unos USD 1,4 MM. Asimismo, ayudó que la Formación de Activos Externos se redujo respecto al mes pasado, y mientras que en mayo se alcanzó un máximo histórico de USD 4,6 MM, en junio se observó una salida de USD 3,1 MM (-33,4% m/m). Por otro lado, las ventas de dólares de bancos públicos (principalmente el Banco Nación) continúan representando una "entrada de divisas" significativa en el Balance Cambiario a través de la Formación de Activos del Sector Público. Durante el mes de junio alcanzó unos USD 1,6 MM.

### Actividad y Comercio Exterior

#### Primeros signos de contracción

El INDEC publicó en el día de ayer el Estimador Mensual de la Actividad Económica (EMAE) del mes de mayo. Como habíamos anticipado en entregas anteriores, el resultado fue poco favorable: el indicador se hundió 5,8% en

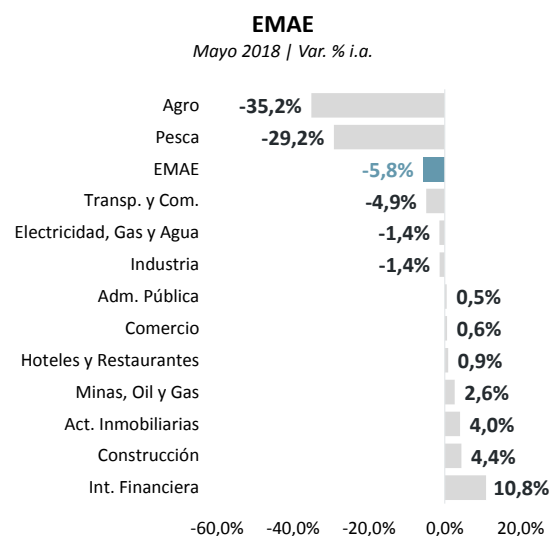
### Ola polar: actividad bajo cero

comparación con mayo 2017 (segunda caída consecutiva), a la vez que se retrajo 1,4% desestacionalizado contra abril pasado. De esta manera, la economía acumula una suba de tan sólo 0,6% i.a en lo que va del año, cuando en el primer trimestre la actividad había cerrado con una expansión interanual de 3,6%.

Si bien una importante proporción de la caída de mayo estuvo explicada por el derrumbe de la producción agrícola, también empezamos a ver los efectos del proceso de turbulencia cambiaria y financiera de los últimos meses sobre el resto de la economía. En detalle, el **Agro** aportó 5,76 puntos a la contracción de mayo, exhibiendo un desplome de 35,2% interanual. Es interesante destacar que, debido a la fuerte estacionalidad de la cosecha de soja, la ponderación de la producción agrícola fue incluso más elevada en mayo que en abril—aunque su peso relativo iría cediendo terreno en meses próximos. Sectores indirectamente asociados con la producción de soja también se vieron negativamente afectados: por ejemplo, el rubro **Transporte y Comunicaciones** se hundió 4,9% i.a. (con un aporte negativo de -0,38 puntos porcentuales a la actividad agregada). Más aún, tanto el **Suministro de Electricidad, Gas y Agua** como la **Industria** cayeron 1,4% interanual cada uno, a lo que se sumó una caída de 29,2% por parte de la **Pesca**.

Se puede hacer un punto y aparte para el caso de la **Industria**, donde la contracción respondió no solamente al efecto indirecto de la sequía, sino también a la difusión de la recesión económica a otros sectores. En mayo, **Molienda de Cereales y Oleaginosas** se redujo 11,7% i.a., afectando el rubro **Alimentos y Bebidas** (-1,9% vs. mayo 2017), cuya participación en la industria manufacturera se pondera en 22%, siendo éste el bloque de mayor peso relativo. **Sustancias y Productos Químicos** también acusó recibo

de la menor cosecha, dado que la producción de **Agroquímicos** se desplomó 38,8% i.a. en mayo.



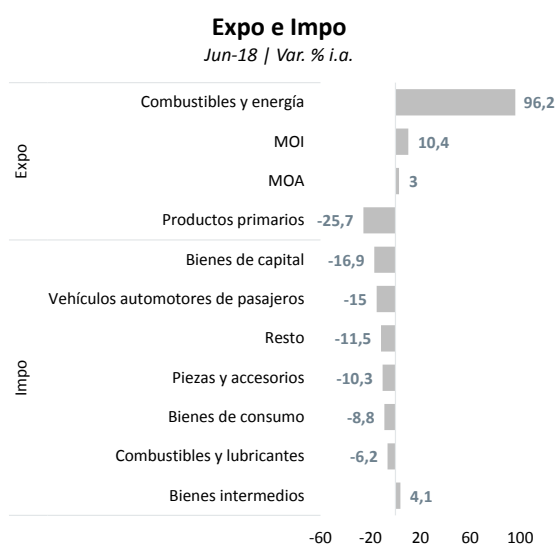
Así, la recesión económica empieza a difundirse poco a poco: a principios de año, 14 de los 15 sectores del EMAE exhibían tasas de crecimiento interanual, con una difusión del crecimiento de más del 90%; para mayo, este ratio se contrajo a sólo 60%. Además, los sectores que todavía exhiben una expansión lo hacen a tasas más moderadas. Tal es el caso del **Comercio Mayorista y Minorista**, que se desaceleró a tan sólo +0,6% i.a. en mayo, y de la **Construcción**, cuya suba de 4,4% i.a. en el quinto mes del año estuvo lejos de las tasas de dos dígitos de los primeros meses del año.

En los próximos meses, prevemos que la recesión continúe difundiéndose, y tanto el segundo como el tercer trimestre del año verificarían caídas. En este sentido, numerosos indicadores adelantados (despachos de cemento, escrituras de compraventa de inmuebles, patentamiento de automóviles, producción de acero, por ejemplo) están mostrando señales de agotamiento. Indicadores privados también evidencian caídas en junio, anticipando una recesión:

### Ola polar: actividad bajo cero

tanto el Índice de Producción Industrial de OJF como el de FIEL exhibieron caídas interanuales en junio (-5,0% y -5,4%, respectivamente). Sólo si la economía logra recuperarse rápidamente, el último trimestre del año podría estabilizarse en el margen y entonces el año cerraría con un leve crecimiento, en línea con el escenario base del FMI (+0,4%) y nuestras proyecciones (+0,2%).

En línea el nuevo escenario económico (uno con un tipo de cambio más competitivo y menores perspectivas de crecimiento), la balanza comercial de junio arrojó una mejora notable respecto de meses anteriores. A pesar de que ésta siguió mostrando un déficit, la balanza comercial moderó sur rojo a USD -382 M en junio (el más leve desde abril del año pasado), y acumula así un déficit de USD -5.101 M en la primera mitad de 2018.



En detalle, las exportaciones sumaron USD 5.076 M en junio, una baja de 1,4% interanual que respondió exclusivamente a las menores cantidades exportadas de productos primarios y manufacturas de origen agropecuario (consecuencia, una vez más, de la sequía). Esto fue parcialmente contrarrestado por los incrementos en las exportaciones de

manufacturas de origen industrial y de combustibles y energía, que crecieron tanto por la suba de precios como por mayores cantidades despachadas.

Por el contrario, las importaciones se retrajeron 7,5% i.a., totalizando USD 5.458 M en junio. La retracción en las compras del exterior se evidenció en casi todos los usos económicos (bienes y piezas y accesorios de capital, combustibles y lubricantes, bienes de consumo y vehículos automotores), y casi exclusivamente debido a menores cantidades importadas. Sólo bienes intermedios verificaron un crecimiento, pero éste no alcanzó para compensar las demás caídas. El comportamiento de las importaciones estuvo en línea con lo esperado: tras la fuerte depreciación del peso argentino, las compras del exterior no solamente se volvieron sino que el enfriamiento de la economía produjo una contracción en la demanda de bienes importados.

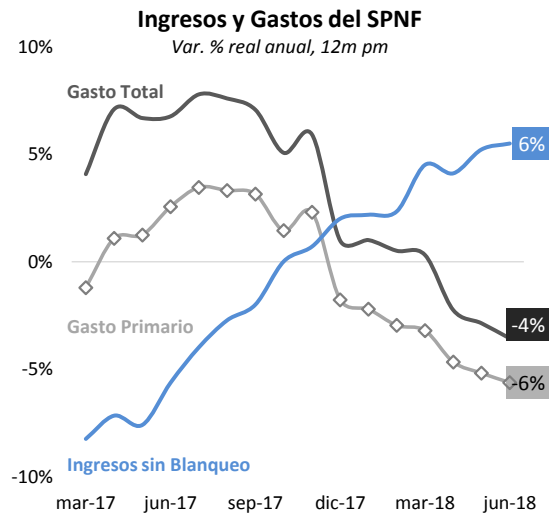
### Fiscal

#### *Sobrecumpliendo la meta*

La semana pasada, el Ministerio de Hacienda dio a conocer el resultado fiscal del mes de junio. De este modo, la primera mitad del año cerró con un déficit primario de 0,8% del PBI, equivalente a ARS 105.825 M. En el margen, el déficit fue de ARS 56.664 M, 0,7% menor que en junio del año previo. En este marco, los ingresos continúan creciendo por encima de los gastos, ya por duodécimo mes consecutivo. Mientras que los ingresos avanzaron 36,5% i.a. (+5,4% i.a. en términos reales), las erogaciones se incrementaron 26,8% i.a. (cayendo 2,1% i.a. en términos reales). Con todo, podríamos decir que se está consolidando esta tendencia, en línea con los objetivos fiscales del Gobierno. Y es así que en el comunicado del informe fiscal, el Ministerio de Hacienda publicó los objetivos trimestrales por primera vez desde el cambio de metas. En

### Ola polar: actividad bajo cero

este sentido, se estaría sobrecumpliendo el *target* del primer semestre por 0,3% del PBI, lo cual deja un margen de 1,9 puntos porcentuales para alcanzar el objetivo del año.

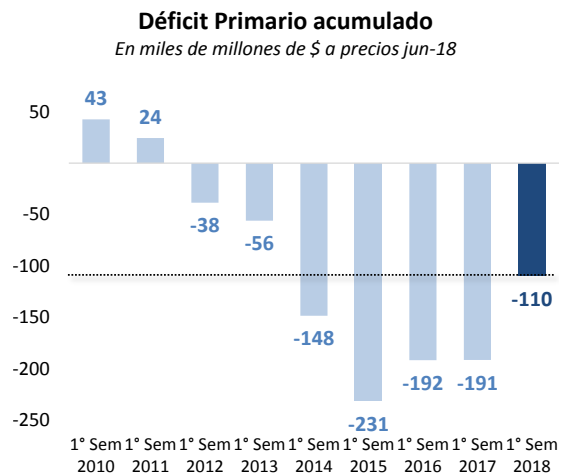


En cuanto a los ingresos, si bien las Rentas de la Propiedad fueron las que mayor incremento mostraron en junio (+153,1% i.a.), sólo representan 4% del total. Los componentes que mayor incidencia tuvieron en la mejora fueron el IVA (+48,4% i.a.) y el Impuesto al Cheque (+62,9% i.a.), ambos ligados directamente a la actividad y los precios. En conjunto, representan casi un 30% del total de los ingresos. Para los próximos meses queda el interrogante respecto de cómo evolucionará la recaudación dado que, como ya se mencionó en este mismo informe, los indicadores de actividad comienzan a mostrar signos de deterioro.

Adicionalmente, producto de un mayor tipo de cambio, se continúan observando incrementos significativos en los derechos de exportación e importación. Particularmente, los primeros crecieron 53,1% i.a., mientras que los segundos se incrementaron 56,2% i.a. respecto a junio del año previo. En conjunto, representan un 8% de la recaudación y son

responsables de un 4% del crecimiento total de los ingresos del último mes.

Por otro lado, el gasto primario continúa avanzando por debajo de la inflación, y en términos reales cae desde diciembre del año pasado. Sin embargo, se observó un comportamiento heterogéneo, ya que algunos componentes se aceleraron en el último mes, mientras que otros lograron consolidar una tendencia decreciente. Por su parte, los Subsidios Económicos crecieron 74,6% i.a. en junio, producto de incrementos en Energía y Transporte. Esto se debe, en parte, a que las estructuras de costos de las empresas de servicios públicos se encuentran fuertemente dolarizadas, y la devaluación de los últimos meses impactó directamente sobre las compensaciones. De todas formas, y gracias a los recortes de los meses anteriores, en lo que va del año los subsidios avanzaron tan sólo 8,2% i.a. respecto al primer semestre de 2017.



Como parte de la estrategia ya declarada del Gobierno, la Inversión Pública y las Transferencias a las Provincias evidenciaron los mayores recortes. Pro caso, los Gastos de Capital cayeron 14,0% i.a. en junio, y 19,9% i.a. en el acumulado del año, mientras que las Transferencias a las Provincias se

### Ola polar: actividad bajo cero

disminuyeron 4,8% i.a. en junio, y 5,5% i.a. en los primeros 6 meses de 2018.

Es interesante recordar que, según lo comunicado por el Gobierno tras del acuerdo con el FMI, la estrategia del Fisco para lograr el objetivo de 2,7% en 2018 consiste, entre otras cosas, en una reducción la Inversión Pública de 0,7% del producto respecto a 2017. Esto significa que para fin de 2018 los Gastos de Capital totalicen un 1,3% del PBI, dejando un margen razonable para lo que queda del año (si tenemos en cuenta que en el primer semestre se alcanzó un 0,6% del PBI). Asimismo, las Transferencias a las Provincias caerían 0,2% del producto en 2018, dejando un margen de 0,4% para lo que queda del año. En cuanto a los subsidios, mencionados previamente, la estrategia consiste en una reducción de 0,3% del producto respecto de 2017. No obstante, la nominalidad de las variables implicaría un crecimiento interanual cercano al 10%, en línea con los incrementos de los costos que ya se empezaron a trasladar a las compensaciones en el último mes.



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

