



Weekly Galicia

Economía & Mercados

29 de agosto de 2018



Research | Planeamiento Estratégico y Control de Gestión

Posición adelantada

- ✓ **Contexto más favorable de monedas para mercados emergentes se desdibuja con la caída del precio de commodities agrícolas. Activos argentinos siguen su propia dinámica.**
- ✓ **El anuncio de los adelantos del FMI del día de hoy no habría terminado de despejar las dudas respecto del programa financiero de los próximos 16 meses. El impacto no sólo se reflejó en la deuda local sino en el tipo de cambio, que marcó una depreciación del 8% en el día con un BCRA que se corrió de escena.**
- ✓ **El balance cambiario del mes de julio arrojó un déficit de USD 4.114 M, debido a un resultado negativo de USD 1.156 M en la cuenta corriente, sumado a un déficit de la cuenta financiera de USD 2.958 M. Esto resultó en una caída de USD 3.522 en las reservas internacionales de la entidad.**
- ✓ **Según el INDEC, las exportaciones de julio totalizaron USD 5.385 M, un rebote de 1,7% respecto del año pasado. Por su parte, las importaciones de julio sumaron USD 6.174 M, subiendo 2,2% interanual. Si bien el saldo comercial de julio sufrió cierto deterioro en el margen, lo cierto es que es que el promedio del último bimestre muestra una mejora notable respecto de los primeros cinco meses del año.**
- ✓ **La economía se contrajo 6,7% interanual en junio, erosionando el crecimiento de los primeros meses del año y cerrando el primer semestre con una baja de 0,6%. En términos desestacionalizados, el Estimador Mensual de la Economía cayó 1,3% en junio, promediando una contracción de 3,9% en el segundo trimestre.**



Posición adelantada

El viernes pasado el Presidente de la Reserva Federal, Jerome Powell, brindó un discurso en Jackson Hole en el que volvió a reforzar su visión sobre la necesidad de proceder con subas graduales de la tasa de política. Además, Powell enfatizó que no está viendo señales de recalentamiento de la economía norteamericana, lo que fue leído por el mercado como una señal de que la autoridad monetaria de Estados Unidos no se vería obligada a acelerar el ritmo previsto de subas de tasas. Este mensaje catalizó una caída del Dollar Index de 1.0% hasta el cierre de ayer, llevándolo a valores menores a 94.8. El 15 de agosto pasado este índice había tocado los 97.0 puntos.

En paralelo, las autoridades económicas de China salieron a respaldar el Yuan, dando nuevas señales de que el partido de gobierno ya no estaría dispuesto a convalidar una moneda aún más débil. De esta forma, la divisa del gigante asiático se apreció 1.1%.

Por su parte, Donald Trump logró un principio de entendimiento con México para renegociar acuerdos de libre comercio, invitando a Canadá a unirse a la brevedad. Estos avances en el frente comercial también trajeron tranquilidad a los mercados.

Estos tres eventos configuraron un escenario benigno para los activos de mercados emergentes. Sin embargo, los precios de los commodities agrícolas se vieron presionados ayer ante un informe del Departamento de Agricultura de Estados Unidos que expuso mayores inventarios y proyecciones de cosecha de soja, trigo y maíz a las esperadas por analistas. Luego de la publicación, el precio de la oleaginosa sufrió su mayor caída intradiaria desde junio para cerrar en USD 306/tonelada en Chicago.

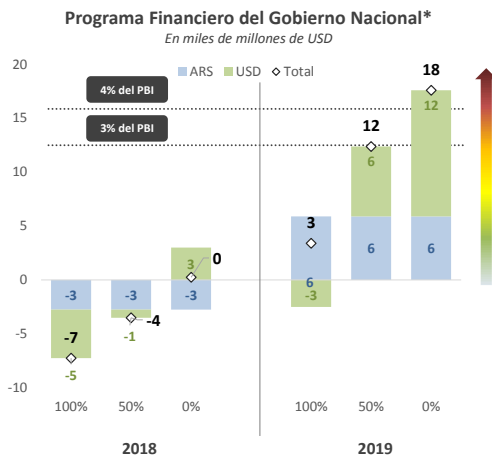
En este contexto, las dudas sobre el programa financiero de Argentina para el año que viene siguieron condicionando a los activos locales.

El seguro contra default de Argentina a 5 años subió 32 pbs en la semana hasta 614 pbs al cierre de ayer, mientras que los bonos soberanos en USD volvieron a mostrar rendimientos superiores al 10%. Asimismo, el ARS se depreció 4.7%, convirtiéndose en la peor moneda de la región, seguida por el BRL que cayó 2.2%, todavía presionada por la incertidumbre en torno al proceso electoral en curso.

En este marco y justamente con el fin de despejar dudas respecto del cumplimiento del cronograma de vencimientos de deuda, durante el día de hoy el Presidente Macri anunció que el FMI le permitiría al gobierno obtener por adelantado los fondos remanentes del Stand-By Agreement, a desembolsarse originalmente en 2020 y 2021. Recordemos que este año se esperan giros por parte del FMI por USD 6 MM adicionales a los USD 15 MM recibidos en junio (de los cuales la mitad estaban destinados a fortalecer las reservas del BCRA). Para el año que viene el cronograma inicial contemplaba otros USD 12 MM con lo cual quedaba un remanente de en torno a USD 17 MM para los años siguientes. Esta suma es la que precisamente estaría disponible durante el año que viene en la medida que sea necesaria, para afrontar vencimientos de deuda. Dada la falta de claridad por parte del Gobierno en cuanto a los números del programa financiero de 2019, germinaron varias estimaciones privadas respecto de las necesidades de dicho año, las cuales daban cuenta de volúmenes que en los casos más pesimistas se ubicaban entre USD 15 MM y USD 20 MM.

De esta manera, el anuncio de hoy a la mañana reduce notoriamente la probabilidad de incumplimiento de vencimientos de deuda, lo que en principio debería devolver la confianza a los mercados.

Posición adelantada

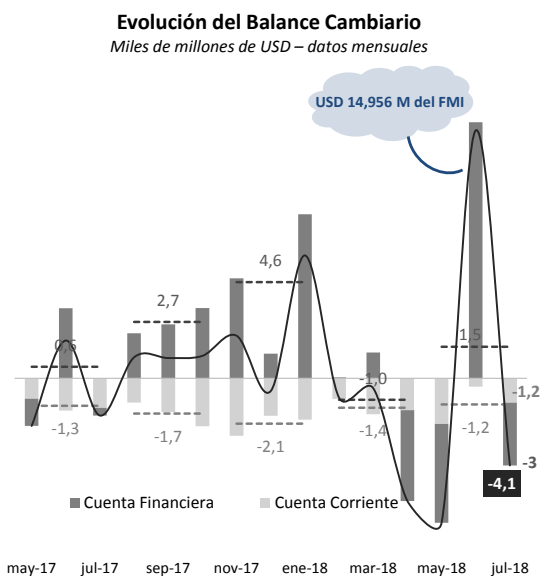


De hecho si efectivamente se produjera el shock de confianza que el gobierno está buscando, eventualmente el *rolleo* de deuda de corto plazo (Letes) podría volver a valores más cercanos al 100%, lo que en definitiva implicaría que no usarían el excedente de financiación conseguido en el día de hoy.

Sin embargo, en el día de hoy la primera señal brindada por los mercados locales no fue la esperada. A un arranque no favorable de la evolución de la deuda, se sumó un mercado cambiario que se mantuvo comprador. Para contener las presiones alcistas, el BCRA licitó USD 300 M hacia el mediodía, adjudicando el total de lo licitado a un valor promedio de ARS/USD 31,64. Ante la persistencia de la demanda de la divisa, el BCRA decidió no responder, no sólo no realizando otra licitación sino también saliendo del mercado de futuros. Rápidamente, la cotización avanzó hasta cerrar en ARS/USD 34, marcando una depreciación de 8% en el día. De esta manera, no queda claro si el corrimiento del Central del mercado cambiario es una decisión de política, complementaria a la renegociación con el Fondo Monetario Internacional o responde más a una decisión táctica ante una coyuntura puntual. En cualquier caso, habrá que esperar a los próximos días para intentar comprender el rumbo de la política cambiaria.

Por otro lado, la reacción del mercado implicaría no estar viendo despejadas las mencionadas dudas sobre el programa financiero. Dado el anuncio de hoy, existen dos posibilidades. Por un lado, que haya dudas respecto del cumplimiento del acuerdo de hoy, lo cual en principio podría disiparse mediante un comunicado del organismo que ratifique lo anunciado por el Presidente. Una segunda alternativa reflejaría dudas, ya no en la capacidad para conseguir el financiamiento dado el objetivo fiscal, sino en la capacidad de alcanzar el objetivo fiscal en sí mismo y por ende el desembolso prometido. Este segundo caso requeriría un esfuerzo mayor por parte del Gobierno en términos de señales contundentes que aseguren el cumplimiento del 1,3% de déficit primario para el año que viene.

En este contexto, la semana pasada el Banco Central publicó el balance cambiario del mes de julio, el cual arrojó un déficit de USD 4.114 M, debido a un resultado negativo de USD 1.156 M en la cuenta corriente, sumado a un déficit de la cuenta financiera de USD 2.958 M. Esto resultó en una caída de USD 3.522 en las reservas internacionales de la entidad.

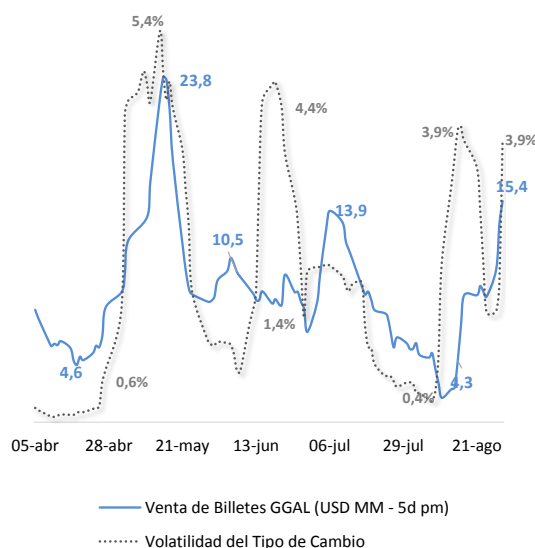


Posición adelantada

Con todo, si bien el balance cambiario continúa en terreno negativo, la cuenta corriente se encuentra moderando su déficit gracias a un superávit de la balanza de bienes, en este caso de USD 670 M. Esto se da en un contexto en que las importaciones revierten su comportamiento y desaceleran fuertemente debido a la depreciación del tipo de cambio y una caída de la actividad. En detalle, las mismas cayeron 22% i.a. en el mes de julio, arrojando una evolución negativa por tercer mes consecutivo. Es decir, desde que comenzó el primer episodio de turbulencia cambiaria - mayo del 2018- se observan caídas interanuales de las importaciones. En el corto plazo, esperamos que esta tendencia se mantenga, en la medida en que la actividad continúe arrojando un desempeño negativo y el Tipo de Cambio Real Multilateral (TCRM) nos sitúe en una posición competitiva, ayudando a una morigeración del déficit de cuenta corriente para 2018.

Por otro lado, la evolución de la cuenta financiera resulta algo más incierta. En particular, durante el mes de julio la formación de activos externos alcanzó unos USD 3.351 M, arrojando una desaceleración respecto del máximo del mes de mayo (USD 4.616 M). Sin embargo, frente a una creciente volatilidad del tipo de cambio, la venta de billetes del Banco Galicia arrojó una aceleración en los últimos días, que indicarían que en el mes de agosto habría una mayor dolarización de cartera que los observados el mes pasado, situación que podría repetirse durante los próximos meses, si el Gobierno no logra contener las expectativas sobre la evolución del tipo de cambio.

Volatilidad del Tipo de Cambio y Venta de Billetes del Banco Galicia



No solamente el Balance Cambiario, que se elabora en base caja, dio cuenta de una mejora de las exportaciones. Una incipiente recuperación en el margen también se evidencia en el Informe de Comercio Argentino (ICA) que elabora el INDEC, cuya base es devengado. Según este informe, las exportaciones de julio totalizaron USD 5.385 M, un rebote de 1,7% respecto de las ventas externas de igual mes del año pasado. Esta suba se logró gracias a las mayores exportaciones industriales (+14,5%) y de combustible (+199,1%). Ambos rubros, a su vez, crecieron tanto vía una suba en los precios como en las cantidades exportadas. Por el contrario, las exportaciones de productos primarios (-23,3%) y manufacturas de origen agropecuario (-2,8%) tuvieron un desempeño negativo, de la mano de contracciones en las cantidades despachadas –consecuencia de la sequía– que la suba en los precios no logró contrarrestar.

Por su parte, las importaciones de julio sumaron USD 6.174 M, subiendo 2,2% en comparación con el mismo mes del año pasado. Sin embargo, es importante destacar que casi todos los destinos de importación

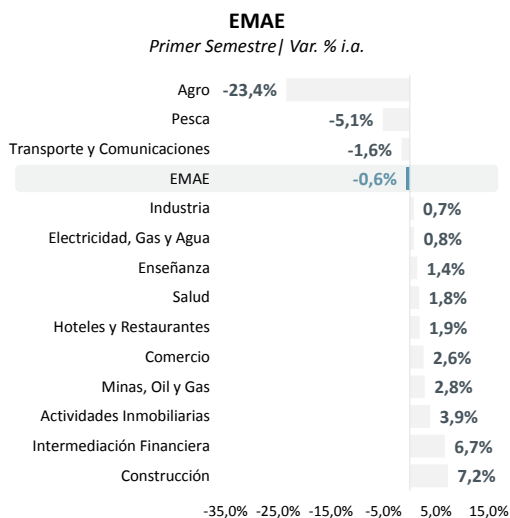
Posición adelantada

verificaron caídas en términos de volumen, con la excepción de bienes de consumo y bienes intermedios. La expansión agregada se dio como producto, casi exclusivamente, de la suba en los precios; en particular por el incremento de combustibles y lubricantes. Sin computar energía, las importaciones cayeron 2,2% interanual.

De este modo, si bien el saldo comercial de julio sufrió cierto deterioro (verificó un rojo de USD 789 M, contra el déficit de USD 748 M en 2017), lo cierto es que es que el promedio del último bimestre muestra una mejora notable respecto de los primeros cinco meses del año, de la mano de un tipo de cambio más elevado. Entre enero y mayo, el déficit comercial promedio fue de alrededor de USD 950 M, mientras que entre junio y julio fue de USD 575 M.

desestacionalizados, el EMAE de junio cayó 1,3%, promediando una contracción de 3,9% en el segundo trimestre.

A diferencia de mayo (el EMAE se había contraído 5,2% a causa mayormente de la sequía), el desempeño del sexto mes del año respondió a una recesión más bien generalizada. Ya son cada vez más los sectores que verifican retracciones, y los que crecen lo hacen a tasas notablemente más moderadas: en total, nueve de los quince sectores de la economía arrojaron resultados negativos en junio. Por caso, el agro se contrajo 31% interanual, seguido por industria (-7,5%), comercio (-8,4%), transporte y comunicaciones (-6,1%), hoteles y restaurantes (-2,5%) y construcción (-0,2%). Sólo estos seis sectores representan casi el 60% de la economía argentina.



Si bien en los próximos meses el impacto del agro se irá licuando, lo cierto es que la caída de la actividad continuará afectando a los demás sectores. Las secuelas del episodio de turbulencia cambiaria de mayo-junio, sumadas a la nueva ola devaluatoria de agosto, ya impactan negativamente en el resto de la economía. Para el tercer trimestre prevemos una nueva contracción desestacionalizada y, si la macro logra estabilizarse para fines de año, el 2018 cerraría con una caída de la actividad de 1,5%. En el caso de que la volatilidad cambiaria y financiera continúe extendiéndose más de lo previsto inicialmente (los sucesos de esta semana apuntarían en esa dirección, aunque todavía habrá que ver cómo reaccionan los mercados a los anuncios del día de hoy), nos enfrentaríamos a un escenario aún más estresado, con mayor deterioro de la economía real.

El enfriamiento de las importaciones no solamente se da en un contexto en el que el dólar es más caro que en meses previos, sino que también acompaña el enfriamiento de la actividad económica. De acuerdo con el EMAE, la economía se hundió 6,7% interanual en junio, erosionando el crecimiento de los primeros meses del año y cerrando el primer semestre con una baja de 0,6%. En términos

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@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.

