

Weekly Galicia

Economía & Mercados

31 de octubre de 2018



Research | Planeamiento Estratégico y Control de Gestión

Novedades positivas

- ✓ Con la confirmación de la victoria de Jair Bolsonaro, la bolsa brasilera cerró a la baja el lunes de esta semana al tiempo que el Real se depreció 2,1%, en un contexto de toma de ganancias. Por otro lado, los mercados bursátiles de EE.UU. continuaron reflejando una sustantiva volatilidad a la espera de las elecciones de medio término y de los datos de empleo.
- ✓ El FMI aprobó de manera formal el acuerdo 2.0 con el Gobierno. En líneas generales el documento ratifica los lineamientos anunciados semanas atrás.
- ✓ La aprobación del presupuesto en Diputados en combinación con la confirmación del acuerdo con el Fondo apuntalaron la estabilidad cambiaria de los últimos días. A su vez, ésta fue acompañado por tasas a la baja. Sin embargo, esta baja podría estar explicada al menos en parte por la estacionalidad de la demanda de dinero, que suele acelerarse hacia la última semana del mes.
- ✓ Durante la semana pasada el BCRA dio a conocer el resultado del Balance Cambiario, en el que se observó una caída de las Reservas Internacionales algo menor a la tendencia de los últimos meses, gracias a que la cuenta corriente arrojó un superávit (USD 106 M) y el déficit de la cuenta financiera (USD 4.136 M) resultó algo menor al promedio de los últimos meses.
- ✓ El EMAE de agosto mostró un resultado desestacionalizado favorable, aunque septiembre mostraría nuevamente un mal desempeño y el trimestre cerraría en rojo. De acuerdo con el gobierno, el cuarto trimestre exhibiría una fuerte contracción que dejaría una inercia negativa para el año que viene y que implica una caída del PBI de 2,6% el año. El 2019 cerraría con signo negativo, aunque mostrando crecimiento hacia finales de año producto de la base de comparación y del rebote de la economía en el margen.



Novedades positivas

Finalmente Jair Bolsonaro se impuso en el balotaje del pasado domingo con un 55% de los votos frente a Fernando Haddad y se convertirá en el próximo presidente de Brasil a partir del 1ero de enero de 2019. El resultado se ubicó en línea con las proyecciones de los encuestadores, y luego de lo que fue la primera vuelta la victoria de Bolsonaro ya se encontraba prácticamente descontada por el mercado. Prueba de ello fue la reacción de los activos en el día lunes que luego de un comienzo alcista rápidamente entraron en terreno negativo para cerrar con caídas en la bolsa (Bovespa -2.2%) y una depreciación de 2.1% para el Real. No obstante, dichos activos reaccionaron positivamente ante declaraciones posteriores de Bolsonaro y su referente económico (Paulo Guedes) respecto a un accionar concreto frente al déficit fiscal, uno de los grandes desequilibrios de Brasil en los últimos años. El presidente electo prometió incluir en el corto plazo la discusión en torno al sistema previsional que en el país vecino se constituye como uno de los principales componentes del gasto y que a futuro puede derramar en un problema de sostenibilidad de la deuda en caso de no lograr una reforma del régimen actual.

Por otro lado, los mercados bursátiles de EE.UU. continuaron reflejando una sustantiva volatilidad, con caídas de las últimas semanas que fueron compensadas parcialmente por la recuperación observada en las últimas ruedas que amortiguan lo que ha sido un octubre negro para las acciones de EE.UU. (-7%). En un contexto incierto debido al conflicto comercial entre EE.UU. y China, la publicación de resultados corporativos positivos pero con menores perspectivas de ingresos futuros volvieron a encender las alarmas entre los inversores respecto a un menor crecimiento agregado, sesgo que al mismo tiempo parecía confirmarse ante una desaceleración de la economía china. Hacia adelante en la semana habrá dos eventos relevantes para seguir de cerca. En primer lugar, el viernes se publicarán

las cifras de empleo de octubre en EE.UU., números que son seguidos de cerca tanto por el mercado como por el comité de la Reserva Federal, ya que los mismos podrían o no confirmar el rumbo de alzas de tasas optado por la autoridad monetaria. Al día de la fecha para la reunión de la Fed que se llevara a cabo a mediados de diciembre hay una probabilidad implícita de suba del 69%. En segundo lugar, el martes que viene tendrán lugar las elecciones de medio término en EE.UU. con sondeos que indican que los republicanos perderían la mayoría en la Cámara de Representantes. Sorpresas en cualquier sentido respecto al resultado probablemente tengan impacto sobre un mercado ya golpeado en las últimas semanas.

En este contexto, en Argentina se dieron a conocer a lo largo de la semana una serie de noticias positivas que dieron pie a una estabilización del tipo de cambio y una incipiente recuperación de los activos.

En primer lugar, el miércoles pasado el gobierno logró colocar USD V.N. 815 millones en una letra en dólares a 182 días a una TNA del 5.5%, logrando una baja del rendimiento respecto a la última licitación y un roll-over del 91%, superior a las estimaciones del propio gobierno plasmadas en el programa financiero. Asimismo, el gobierno también llevó a cabo una licitación de letras en pesos capitalizables (LeCaps) adjudicando ARS 67.400 millones en letras a 7 y 18 meses con TNA de 53.91% y 51.89%, respectivamente. Poco a poco comienza a tomar volumen la curva de LeCaps en la medida en que los inversores vuelven a volcarse hacia instrumentos en pesos dadas las altas tasas de interés y la mencionada estabilidad en el tipo de cambio.

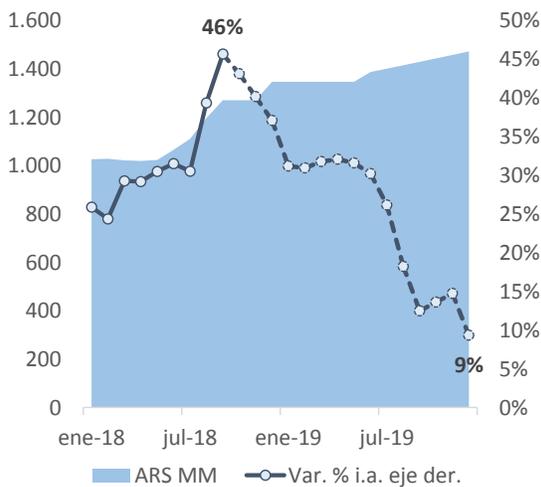
En parte estos resultados en las colocaciones se vieron apuntalados por la aprobación del Presupuesto 2019 en la Cámara de Diputados.

Novedades positivas

Asimismo se espera que la Cámara Alta ratifique la postura de la Cámara Baja, lo cual representa una buena noticia de cara al nuevo acuerdo con el FMI.

En particular el viernes pasado el FMI aprobó formalmente el nuevo acuerdo con el Gobierno, el cual confirma los anuncios realizados semanas atrás en lo referente al adelantamiento de los desembolsos del organismo hacia este año y el que viene, y al nuevo esquema de política monetaria-cambiaria.

Base Monetaria



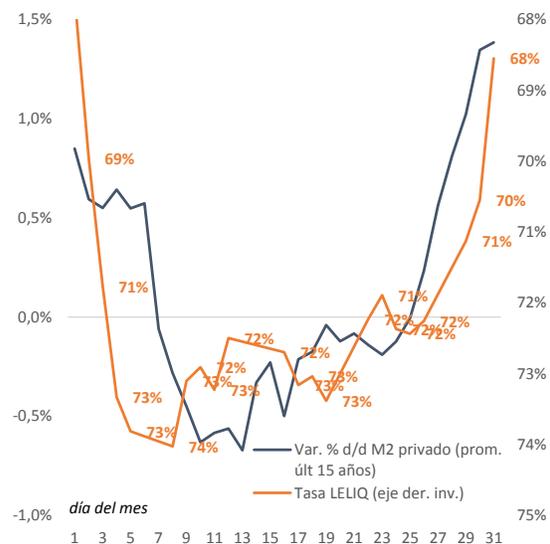
Entre las novedades, cabe destacar que una vez alcanzados los objetivos de crecimiento 0 de la base monetaria hasta junio del año que viene, en lo que queda de 2019 la base crecería un 1% mensual. Esto dejaría la base monetaria con un crecimiento por debajo del 10% interanual hacia finales del año que viene.

Por otro lado, la tasa de interés mínima del 60% que inicialmente se afirmó que se mantendría hasta diciembre, ahora se afirma que se sostendrá hasta tanto la mediana de las expectativas de inflación para los próximos 12 meses medidas por el REM no muestren dos meses de caídas significativas.

También el Gobierno se compromete a no vender divisas en el mercado cambiario a través de bancos públicos y afirma que en lo que queda del año no utilizará los desembolsos del fondo para intervenir en el mercado. También, se especifican nuevos objetivos de reducción de stocks de contratos futuros de dólar.

En el documento presentado por el FMI se vuelve a enfatizar que el Gobierno tiene la posibilidad (y no la obligación) de intervenir en el mercado cambiario cuando la cotización se encuentre por fuera de la zona de no intervención. Se confirma que así como con las ventas, la intervención tendría un tope de compras por USD 150 M diarios si el tipo de cambio se ubica por debajo de la banda inferior. También se ratifica que esas intervenciones no serán esterilizadas.

Estacionalidad demanda de dinero

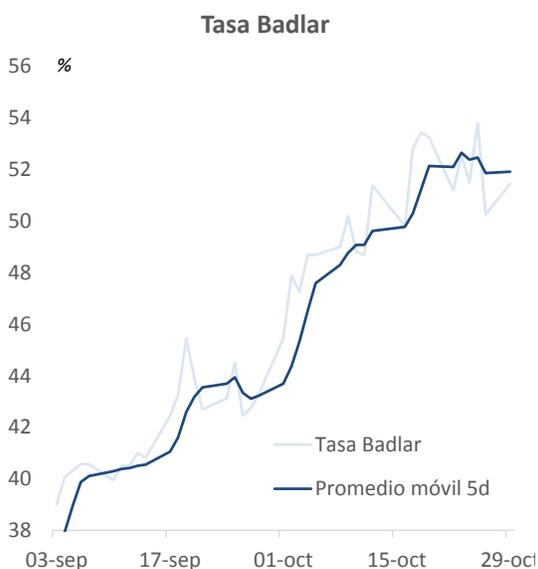


Un punto que vale la pena destacar tiene que ver con la apreciación del *staff* del Fondo respecto del mercado local de bonos, al cual califican de ilíquido. Para dar solución a dicha característica, proponen una relajación de los límites de exposición a sector público con los cuales cuenta el sistema financiero en la actualidad. Esto se contrapone a los límites

Novedades positivas

que fueron implementados por el BCRA con el fin de resguardar al sistema financiero del riesgo de crédito soberano luego de la crisis 2001.

Con todo, la confirmación formal del acuerdo fue tomado de manera positiva por el mercado y también aportó cierta estabilidad en el tipo de cambio. En particular en la última semana la cotización del dólar cayó un 3%, acumulando una baja del 13% en el mes y cerrando en el día de hoy en ARS/USD 35,95, valor mínimo desde el 29/8. Esta baja en el tipo de cambio se vio acompañada por una baja en las tasas de las licitaciones diarias de LELIQs, las cuales pasaron de 73,5%, máximo del 8/10, a 68% en el día de hoy. Sin embargo, al menos parte de esta tendencia bajista en las tasas tendría que ver con la estacionalidad intra-mes existente en la demanda de dinero. Hacia los primeros días de mes y en torno a la última semana del mes, la demanda de dinero crece marcadamente, lo que le quitaría presión a las tasas. Deberemos esperar hacia la segunda semana del mes que viene para comprender si la tendencia bajista de tasas se mantiene o al menos se modera.



Mientras tanto, las tasas pasivas se comportan en línea con la evolución de la tasa de las letras de liquidez. En particular la badlar mostró cierta estabilización en los últimos días en torno a 52%.

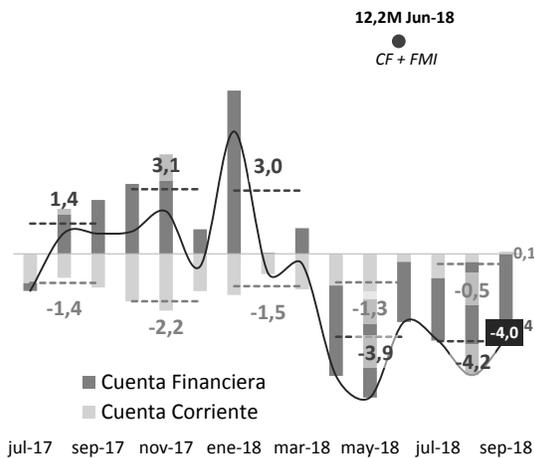
En este marco, el jueves de la semana pasada, el Banco Central publicó el resultado del Balance Cambiario, en donde más allá de la estabilidad cambiaria de los últimos días, se continúan viendo los efectos de un tipo de cambio más alto en términos reales.

En particular, se continuó observando una caída en las reservas internacionales, pero de una magnitud algo menor al ritmo que veníamos observando en los últimos meses. Si removemos el efecto de la entrada de divisas del FMI, las reservas cayeron en promedio unos USD 4.400 M en los últimos 6 meses, mientras que durante el mes de septiembre la caída fue de USD 3.535 M, desde un máximo de USD 6.300 M en mayo de este año.

Por un lado, la cuenta financiera continuó arrojando déficit, esta vez de unos USD 4.136 M debido en gran medida a la continua formación de activos externos (FAE) la cual alcanzó los USD 1.196 M en septiembre y a la salida de inversiones de portafolio de no residentes *-carry trade-* por unos USD 1.285 M. En primer lugar, la FAE continúa arrojando salida de divisas, pero a un ritmo menor al que venía presentando en los últimos meses. Durante este año, el promedio entre enero y agosto fue de una salida de USD 2.800 M con un máximo en el mes de mayo de USD 4.600 M. Hacia adelante, esperamos ver un recorte adicional, dado que en las últimas semanas observamos compra neta de divisas en las sucursales del Banco, lo cual suele replicar buena parte del comportamiento de la formación de activos externos. Esto estaría en línea con un tipo de cambio más competitivo y menos volatilidad, en combinación con menores expectativas de devaluación en el corto plazo.

Novedades positivas

Evolución del Balance Cambiario
Miles de millones de USD – datos mensuales



En segundo lugar, la salida de divisas por *carry trade* arrojó una aceleración durante el último mes respecto al mes previo (USD 646 M), y alcanzó niveles similares a los observados en el pico de la turbulencia cambiaria en el mes de mayo. Hacia adelante, podría volver a observarse una desaceleración en la salida de divisas por desinversión de no residentes. Sin embargo, no vemos un retorno a la situación donde ingresaban más de USD 1 MM mensuales en este concepto, por un lado porque los grandes fondos internacionales todavía se encontrarían sobre expuestos a riesgo Argentina y por lo tanto se mantendría cierta presión a desarmar posiciones. Y por el otro, desde el Gobierno no pareciera haber incentivos a retornar a una situación de presión bajista sobre la moneda, que incentive el atraso y le sume volatilidad a la cotización ante eventos de incertidumbre.

Por otro lado, la buena noticia vino de la mano de un superávit de la cuenta corriente de unos USD 106 M, el primero desde enero de 2016, es decir, en 32 meses. Este superávit se explica por un lado por el resultado de la cuenta de servicios la cual arrojó un menor déficit gracias a una menor salida de divisas por turismo, consecuencia de la depreciación del peso. Concretamente, el resultado fue de un déficit

de USD 359 M desde un promedio en el resto del año de unos USD 983 M.

Adicionalmente se alcanzó un resultado positivo de la cuenta de bienes (USD 891 M), gracias a que el pago de las importaciones arrojó una caída (-42,7% i.a.) significativamente mayor a la caída en el pago de las exportaciones (23,0% i.a.). Esto también se debe en parte a la depreciación de la moneda y en parte a la caída de la actividad que se observó en los últimos meses.

En este sentido, sin embargo, la evolución del Estimador Mensual de la Actividad Económica del mes de agosto mostró un dato algo alentador. El indicador exhibió una moderación en su caída interanual (-1,6%), aunque acumula una retracción de 0,9% en lo que va del año. El dato puntual de agosto se combinó con una variación desestacionalizada positiva (+1,3%) respecto de julio 2018. Se trata de la segunda suba consecutiva tras un segundo trimestre que, perjudicado por la sequía que afectó la cosecha gruesa, había caído 4,0% en comparación con el primer trimestre. A pesar de este crecimiento marginal, todavía no se recuperan los niveles de actividad previos al *shock* de oferta climático.

Con respecto al dato faltante para cerrar el tercer trimestre, el IGA de septiembre (publicado por la consultora OJF) arrojó una retracción desestacionalizada de 3,0%. En el caso de que el indicador que elabora el INDEC exhibiera una variación similar, el EMAE del tercer trimestre del 2018 cerraría con una leve merma (-0,2%) respecto del segundo.

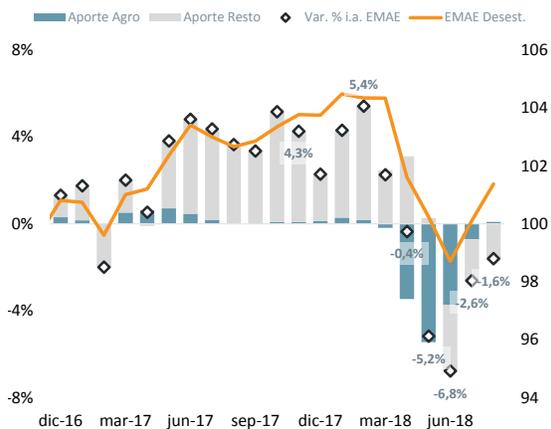
A pesar de esta aparente moderación en la caída de la actividad en el tercer trimestre, lo cierto es que ésta se daría más por cuestiones estadísticas (compara con un muy mal segundo trimestre) que por un rebote genuino de la economía. De hecho, en el día de hoy el Ministro de Economía Nicolás Dujovne afirmó

Novedades positivas

que prevén un arrastre negativo de este año del orden de 3,4% para 2019. Ello tiene implícita una contracción desestacionalizada de 3,4% para el cuarto trimestre de este año asumiendo que el tercer trimestre efectivamente se contrae un 0,2% t/t s.e. Si esto fuera así, la caída del PBI llegaría a 2,6% para todo el año 2018.

recuperación hacia finales del año próximo también sería más suave que la proyectada por el gobierno. A nivel promedio anual, proyectamos que el PBI de 2018 cerraría con una baja estimada en 2,2% y que el año que viene mostraría una caída de 0,5%.

Estimador Mensual de la Actividad Económica
Aporte % | EMAE desest.dic-15 = 100



Más aún, según lo trascendido en la letra chica del Acuerdo con el FMI, el gobierno espera un fuerte rebote de la actividad hacia finales del año que viene. Según trasciende en el documento publicado por el organismo internacional, el cuarto trimestre del 2019 mostraría tasas de crecimiento interanuales de 8,5%. Éstas estarían parcialmente explicadas por la baja base de comparación del último trimestre de 2018, pero también asume que la economía mostraría una recuperación marginal durante la segunda mitad del año próximo. De este modo, según las estimaciones oficiales la economía saldría de la recesión adoptando una clara forma de "v".

A nuestro entender, la recuperación de la actividad se asemejaría algo más a una "u". Prevemos que la caída de la economía durante el cuarto trimestre de este año será más profunda que la del tercero, pero no tan agresiva como la deducida de los dichos del gobierno. En la misma línea, prevemos que la

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.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.



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.

