



Weekly Galicia

Economía & Mercados

19 de diciembre de 2018



Research | Planeamiento Estratégico y Control de Gestión

Confirmación técnica

- ✓ Los mercados internacionales siguen exhibiendo niveles máximos de volatilidad desde octubre con el foco puesto en el futuro de la política monetaria de Estados Unidos, la disputa comercial entre ese país y China, que, a su vez, podría delinear nuevas estrategias de estímulo en el corto plazo, y las discusiones en Europa en torno al presupuesto italiano y el Brexit.
- ✓ Si bien se observó una presión alcista sobre el tipo de cambio en las últimas jornadas, esta tendencia corresponde a incertidumbre en el contexto internacional. La tendencia vendedora por parte del sector privado arrojó una aceleración, que podría indicar que durante el mes de diciembre la formación de activos externos podría encontrarse en mínimos del gobierno de Macri.
- ✓ En el plano monetario, a pesar de la expansión consecuencia del vencimiento de las últimas Lebacs, la absorción de pesos mediante LELIQ del día de hoy le da aire al BCRA de cara al objetivo de diciembre.
- ✓ De acuerdo con el INDEC, el PBI se contrajo 0,7% sin estacionalidad en el tercer trimestre del año, y 3,5% en términos interanuales. Por el lado de la oferta, la caída estuvo liderada por industria, comercio y transporte. Por el lado de la demanda, consumo (privado y público) e inversión fueron los más afectados. Nuestra proyección es que la economía se contraiga 2,5% en 2018 y 1,7% en 2019, resultado de la inercia negativa que dejará este año de cara al que viene.



Confirmación técnica

Los mercados internacionales siguen exhibiendo niveles máximos de volatilidad desde octubre con el foco puesto en el futuro de la política monetaria de Estados Unidos, la disputa comercial entre ese país y China, que, a su vez, podría delinear nuevas estrategias de estímulo en el corto plazo, y las discusiones en Europa en torno al presupuesto italiano y el Brexit.

El gobierno italiano acordó con la Comisión Europea una reducción de su deuda para alcanzar un proyecto presupuestario más equilibrado y en sintonía con los estándares establecidos por la Unión Europea. De esta forma, la resolución exitosa del conflicto entre el gobierno italiano euroescéptico y las autoridades en Bruselas han traído alivio a un mercado europeo aquejado por los reiterados contratiempos en los últimos meses. Hacia adelante, los inversores se focalizaran en lo que pueda suceder con el Brexit, luego de que Theresa May sorteara con éxito una moción de censura presentada en su contra, y frente a los rumores crecientes respecto a la posibilidad de un segundo referéndum para destrabar las negociaciones.

En tanto, China ha sido nuevamente protagonista en la semana pero no precisamente por el conflicto comercial que lo involucra con los Estados Unidos (donde pareciera haber avances con reuniones pautadas para el mes de enero), sino por las crecientes preocupaciones generadas entre los analistas respecto a una desaceleración en el crecimiento de su economía y el consecuente impacto sobre la actividad a nivel global. En las últimas semanas, la publicaciones de diversos indicadores apuntan a un enfriamiento de la potencia asiática, encendiendo las alarmas entre los analistas y generando efectos concretos sobre diversos activos como, por ejemplo, el petróleo que registra una caída del 38% en los últimos meses, ante expectativas de menor demanda de dicho *commodity*.

Petróleo
(WTI 365d)



En este contexto, durante los próximos días se estará llevando a cabo el encuentro anual del "Central Economic Work Conference" en donde las principales autoridades y líderes de China definirán los lineamientos económicos financieros para 2019 donde se espera que den indicios en materia fiscal y monetaria para inyectar estímulos.

Finalmente, la Reserva Federal resolvió aumentar la tasa de política monetaria en 25 pbs ubicándola en el rango de 2.25-2.50%, concretando así el cuarto salto acumulado en el año. Sin embargo, las proyecciones de los miembros del Comité de Política Monetaria mostraron una reducción de 25 pbs para las subas esperadas en los próximos años y en el largo plazo. De esta forma, el "dot plot" augura dos incrementos de un cuarto de punto porcentual para 2019, mientras que en septiembre se esperaban tres. Además, la tasa de largo plazo ahora se ubicaría en 2.75%, casi en línea con el rendimiento del bono del Tesoro a 10 años, que bajó a 2.76% desde 2.82% ayer. Durante la conferencia de prensa de Jerome Powell, posterior a la decisión, el presidente de la Fed remarcó que no planea modificar el ritmo de desarme de la hoja de balance, ignorando una de las demandas realizadas ayer por Donald Trump a través de la red social Twitter. Asimismo, Powell remarcó que de aquí en más la Fed acomodará la política monetaria en base a la información que se vaya publicando. La conferencia de prensa no logró calmar a los mercados

Confirmación técnica

accionarios que, a juzgar *ex post* por sus reacciones, esperaban señales de mayor laxitud monetaria hacia adelante. Desde el instante de la publicación de la suba de la tasa de política hasta el cierre, el S&P 500 cayó más de un 2.5%.

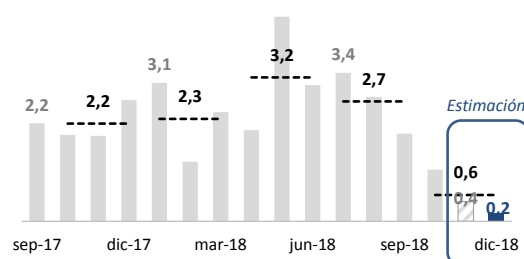
En este contexto, la moderada presión alcista sobre el tipo de cambio (desde comienzos de mes la divisa se depreció 1,7% alcanzando al día de la fecha los ARS/USD 38,37) estaría relacionada con el impacto de la volatilidad global sobre las monedas emergentes en general. Adicionalmente, en el plano local, las expansiones ocurridas en la primera mitad del mes vía LELIQ habrían generado cierta preocupación entre los inversores, lo cual se reflejó en una mayor demanda de futuros de dólar para los meses venideros. En este sentido, el BCRA pareciera tener margen para operar en el mercado de futuros de dólar con el objetivo de contener las expectativas de devaluación, en un contexto en el que no habría aumentado significativamente su stock de futuros desde fines de octubre. Siendo éste el último dato publicado por la entidad, el stock ascendía a USD 1,6 MM, dándole un margen de USD 2,0 MM para operar entre los meses de noviembre y diciembre. Recordemos que según lo acordado con el FMI, el stock de futuros a fines de diciembre no podría superar el stock de septiembre, el cual se encontraba en USD 3,6 MM. Asimismo, la entidad se comprometió a reducir su stock USD 1 MM adicional para marzo del año próximo.

Por otra parte, durante las primeras semanas de diciembre se observó una aceleración en la tendencia vendedora de billetes por parte de privados, y hasta el 18 de este mes en Banco Galicia se ha intensificado la compra de billetes a clientes en comparación con el mes anterior. Dadas las compras de BG, estimamos una compra neta de billetes cercana a USD 550 MM en el MULC. Así, la formación de activos externos no solo se desaceleraría desde máximos de USD 4.600 M durante el mes de

mayo, sino que la reversión en la tendencia de la venta neta de billetes llevaría a este factor a mínimos de la era Macri (si excluimos los efectos del blanqueo de capitales, por el cual ingresaron unos USD 3.974 M en diciembre de 2016). Mañana conoceremos los datos del Balance cambiario del mes de noviembre, en donde habrá que ver si se confirma esta tendencia.

Formación de Activos Externos

En miles de millones de USD



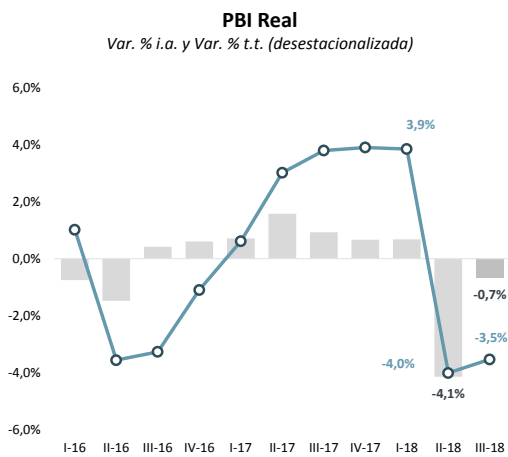
En el plano monetario, la mencionada expansión monetaria vía LELIQ en combinación con el vencimiento de Lebac de ARS 69 MM del día de hoy, había reducido el margen de maniobra del BCRA de cara al objetivo de diciembre. Recordemos que la entidad se comprometió a terminar el año con un diciembre que en promedio debe mostrar una base monetaria de ARS 1.334 MM (en torno a un 6,2% más vs noviembre y ARS 16 MM menos respecto del objetivo original de ARS 1.350 MM). Estas dudas quedaron al menos en parte disipadas en el día de hoy tras conocerse que con un incremento diario de 1 pb (tasa promedio del 59,45%) se absorbieron unos ARS 50 MM. De esta manera, si el BCRA renovara el total de vencimientos de LELIQ que le quedan en el año, sin la necesidad de absorber más, cumpliría su meta.

Actividad y Empleo

El INDEC publicó durante el día de ayer la evolución del PBI durante el tercer trimestre del año. El resultado finalmente fue peor al que podía inferirse a partir del EMAE. Aunque el

Confirmación técnica

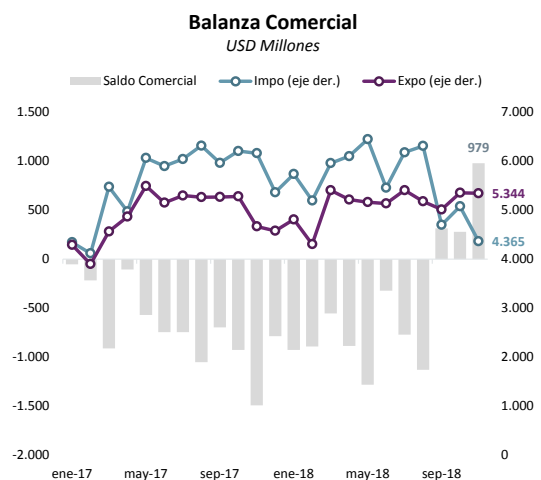
indicador mensual de la actividad daba cuenta de una contracción desestacionalizada de 0,4% de la economía local durante el tercer trimestre del año, las Cuentas Nacionales exhibieron una caída de 0,7%. En términos interanuales, la actividad se hundió 3,5% entre julio y septiembre, con oferta y demanda agregadas desplomándose 6,8% (la diferencia se explicó vía discrepancia estadística).



Por el lado de la demanda, el resultado del tercer trimestre fue resultado de una fuerte retracción del consumo privado y público (-4,5% y -5,0%, respectivamente) y de una caída de la inversión bruta (-11,2%). Esta última también estuvo acompañada por un ajuste en la variación de existencias, lo que llevó a un desplome de 20,2% de la inversión total. En el caso del consumo privado, la erosión del poder de compra de las familias, producto de la devaluación y la inflación, se vio claramente reflejado en una retracción de las compras. Mientras tanto, el consumo público cayó como resultado del ajuste fiscal que está llevando a cabo el gobierno. Con respecto a la inversión, la fuerte volatilidad de los últimos meses paralizó rápidamente cualquier decisión de hundir capital en el país, lo que se combinó con un desarme de *stocks* por parte de las empresas, que con las elevadas tasas de interés se vieron en dificultades (y aún lo hacen) a la hora de financiar capital de trabajo.

Con respecto al frente externo, las exportaciones de bienes y servicios de Cuentas Nacionales cayeron 5,9%, aunque las importaciones también se desplomaron (-10,2%), compensando parcialmente el efecto sobre las exportaciones netas. Era de esperar que tanto las ventas como las compras al exterior mostraran un desempeño negativo, ya que las estadísticas del ICA (que mide exportaciones e importaciones de bienes) habían exhibido sendos rojos en el tercer trimestre. Como las exportaciones no reaccionan tan rápidamente a una variación del tipo de cambio como las importaciones, el efecto de la devaluación en términos de mejorar el saldo externo se verá en toda su magnitud recién a partir del cuarto trimestre.

En este sentido, la balanza comercial de bienes arrojó sus primeros saldos positivos recién en septiembre y octubre (aunque el tipo de cambio venía deslizándose desde abril), y el resultado de noviembre publicado hoy por el INDEC termina por consolidar la tendencia. A los superávits comerciales de USD 314 M y USD 277 M de septiembre y octubre, respectivamente, se sumó un saldo positivo por USD 979 M de noviembre. Este resultado fue producto de una suba de 14,5% de las exportaciones, a la par que las importaciones se desplomaron 29,2%.



Confirmación técnica

Por el lado de la oferta, los sectores más afectados fueron la industria manufacturera (-6,6%), el comercio (-8,9%), y transporte y comunicaciones (-3,8%). Cabe destacar que durante el tercer trimestre todas las ramas industriales registraron caídas, con la única excepción de la fabricación de vehículos automotores, que logró arrojar una leve suba pero que en los últimos meses parece estar plegándose al resto. Otros sectores que exhibieron un rojo fueron construcción, agro, hoteles y restaurantes, minas y canteras y administración pública, aunque con menor impacto sobre la actividad agregada ya sea porque sus caídas se dieron en menor magnitud o por su escaso peso en el PBI agregado.

Para lo que queda del año, el panorama no parece ser alentador. Si bien la cosecha de trigo promete ser excepcionalmente buena, con embarques del grano récord según datos de la Bolsa de Rosario, lo cierto es que su impacto en la economía agregada es relativamente bajo. Por su parte, ninguno de los sectores de mayor peso en la actividad repuntaría: industria y comercio continuaron mostrando un deterioro en los últimos meses, a lo que se suma que la construcción viene acentuando su caída. De este modo, la caída de la actividad sería de 2,5% en 2018, dejando un arrastre estadístico todavía más negativo para 2019. Ello significa que, sin modificar nuestras proyecciones trimestrales de cara al año que viene, la caída promedio de 2019 sería de 1,7%.

Otro dato conocido durante el día de ayer correspondiente al tercer trimestre fue el de mercado laboral. Dado que el número de ocupados creció 1,1% interanual (con una tasa de ocupación que pasó de 42,4% a 42,5%) a pesar del mal desempeño de la actividad económica, entre julio y septiembre se crearon nuevos puestos de trabajo. Sin embargo, esta suba se vio acompañada por un crecimiento más que proporcional en el número de

desocupados (+10,4%), lo cual llevó a que la tasa de desempleo suba de 8,3% a 9,0% de un año a otro.

¿Por qué crece el desempleo en una economía que genera nuevos puestos de trabajo? Esto se explica porque la población económicamente activa creció 1,9% en este período, lo cual da a entender que el número de personas que busca trabajo creció más que proporcionalmente. En medio de una recesión, son cada vez más las familias que buscan obtener un segundo ingreso que complementa el del jefe de hogar, que con la caída del salario real ya no alcanza. El mayor problema está en que, en la medida en que la recesión se perpetúa en el tiempo, la economía perderá capacidad de generar empleo y la tasa de desocupación verá un deterioro más marcado.

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.

