



Weekly Galicia

Economía & Mercados

18 de abril de 2018



Adaptando expectativas

- ✓ **Donald Trump continúa imprimiéndole volatilidad a un mercado que se sostiene en los buenos fundamentos que vienen evidenciando las diversas economías globales. En la semana se dio a conocer el “World Economic Outlook” del FMI señalando perspectivas al alza de crecimiento al mismo tiempo que comienza la temporada de publicación de resultados corporativos correspondientes al primer trimestre de 2018 en los EE.UU.**
- ✓ **Durante el primer trimestre del 2018 se sobrecumplió la meta fiscal, alcanzando un déficit de 0,3% del PBI (vs. 0,6% PBI de la meta), con los ingresos creciendo a 21,7% i.a. (+47,4% i.a. quitando el efecto blanqueo) y los gastos creciendo a 17,6%. De este modo, el gobierno tiene espacio para cumplir la meta del 3,2% hacia fin de 2018, con la ayuda de las actualizaciones tarifarias y mejoras en los ingresos.**
- ✓ **A causa de la aceleración de la inflación en los primeros meses del año, producto de la devaluación del peso, sumada a los ajustes tarifarios ya implementados en abril y anunciados para mayo y junio, y la posibilidad de incrementos adicionales en el segundo semestre (más leves que los exhibidos hasta ahora, pero que sumarían algo de presión inflacionaria en meses puntuales), corregimos nuestra proyección de inflación para este año a 22,5%.**
- ✓ **De acuerdo a lo comunicado en el IPOM, no deberíamos esperar novedades en la evolución de la tasa (al menos) hasta la decisión de tasa del 22 de mayo donde la evolución de la inflación (y de las expectativas) jugarán un rol decisivo. Mantenemos nuestra visión de una relativa dureza de la política monetaria hasta fin de año, lo que implica una tasa de política estimada para entonces en 23%**
- ✓ **El BCRA afirmó intervino en el mercado cambiario para dar señales respecto del sendero de tasas esperado y sostuvo que si fuese necesario, continuará haciéndolo. En este contexto esperamos cierta tranquilidad en el tipo de cambio (hoy en ARS/USD 20,13) en el corto plazo y una moderada recomposición de la competitividad cambiaria en la segunda mitad del año, manteniendo nuestra estimación en ARS/USD 22,50.**



Como venimos observando en las últimas semanas, los mercados internacionales se vienen moviendo al compás de dos grandes *drivers*.

Por un lado, la imprevisibilidad del accionar de Donald Trump provoca una gran volatilidad en el mercado. Solo en las últimas semanas el presidente norteamericano pasó de abrir un conflicto comercial con la mayoría de sus aliados, para luego focalizarse en China, y cuando las tensiones comerciales parecían calmarse, la problemática se trasladó al conflicto en Siria, reavivando la tensión con Rusia. Dichos conflictos ocuparon un rol central en el comportamiento de los mercados a lo largo de todo el mes de marzo pero fueron poco a poco disipándose, logrando revertir así la aversión al riesgo de la mano del segundo *driver*.

Este segundo motor es precisamente la mejora sostenida en los fundamentos de crecimiento de las diversas economías del mundo. Podemos constatar esto en la publicación del "World Economic Outlook" que dio a conocer el FMI en la jornada de ayer, donde destacamos las revisiones al alza en el crecimiento de varios países (con particular impacto positivo sobre los socios comerciales de Argentina). Con respecto a las cifras de enero, desde el FMI revisaron al alza los números de economías como EE.UU. (+2.9% en 2018; +2.7% en 2019), la Eurozona (+2.4% en 2018; +2.0% en 2019) y Brasil (+2.3% en 2018; +2.5% en 2019). Dicho crecimiento también puede verse constatado a través de los resultados corporativos correspondientes al primer trimestre del año que se están dando a conocer en EE.UU. Con un 10% de los balances ya publicados (50 sobre el total de 500 compañías que componen el índice S&P), las ventas subieron en promedio un 10% y las ganancias aumentaron casi un 30%. Más aun estos números positivos se encontraron por

encima de los proyectados por los analistas, marcando una sorpresa del resultado de ventas de un 2.1% y sorpresa sobre ganancias de un 6.9%. Es importante también destacar que este crecimiento sincronizado no estaría de momento induciendo presiones inflacionarias al menos en EE.UU. y Europa, brindando cierta calma sobre el mercado de tasas global.

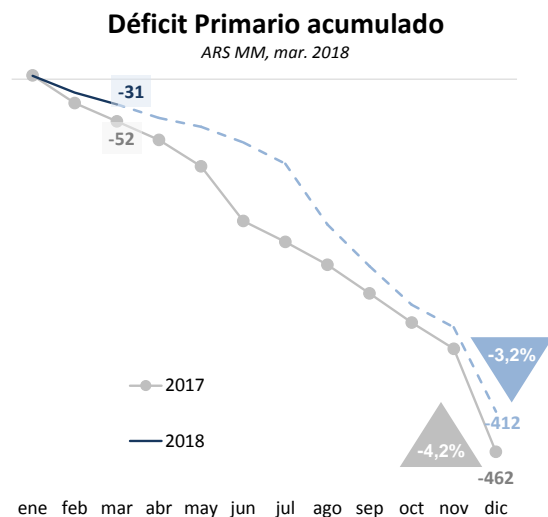
Este último punto es particularmente relevante para Argentina debido a su fuerte exposición al mercado de crédito internacional; necesario para financiar el gradualismo fiscal. Por el lado de los inversores, la estabilidad del contexto global junto con una mejora de los fundamentos locales se presentan como una oportunidad para posicionarse en tramos medios y largos de la curva soberana en dólares (curva que fue muy castigada en los últimos meses).

En lo referente a fundamentos locales, marzo arrojó un déficit fiscal de 0,3% del PBI, sobrecumpliendo la meta del primer trimestre en 0,3 puntos porcentuales (la meta del 1T es de 0,6% del PBI). El déficit primario de ARS 14,7 MM representa una caída de 19,2% i.a. respecto del resultado de marzo de 2017, y con todo se acumula un resultado deficitario de ARS 31,0 MM en lo que va de 2018. Esto se logró debido a que los ingresos crecieron 21,7% i.a. (47,4% descontando el blanqueo) y que los gastos avanzaron a un ritmo de 17,6% i.a. De este modo, se mantiene sólida la tendencia de los ingresos creciendo a un mayor ritmo que los gastos.

Dentro de la evolución de los ingresos, se destacaron el IVA, el Impuesto al Cheque (débitos y créditos) y Bienes Personales, los cuales avanzaron a 52,6% i.a., 48,2% i.a., y 270% i.a., respectivamente. La evolución del IVA pareciera estar ligada a la mejora de la actividad del primer trimestre del año, sumado

Adaptando expectativas

a que la obligatoriedad para las empresas de facturar en forma electrónica impuesta hace algunos meses habría impulsado un “blanqueo forzoso” de la economía, y que los ajustes tarifarios recientes habrían engordado la recaudación de este impuesto. Por su parte, la mejora en la recaudación del impuesto al cheque estaría ligada directamente al crecimiento de la actividad. Sin embargo, el destacado del mes fue Bienes Personales, que arrojó un crecimiento bien por encima de los demás impuestos gracias a una mayor base de comparación por el blanqueo de capitales del año pasado, y por un corrimiento de los vencimientos que en marzo de este año se pagaron, pero no en el anterior.



Observando la evolución del gasto primario, continuamos viendo una dinámica a tres tiempos entre los gastos sociales, los subsidios económicos y el resto de los componentes. Mientras que se ve un crecimiento real de 8% i.a. de los gastos sociales en el primer trimestre del año, se puede observar un ajuste en los subsidios económicos y los otros componentes del gasto, que en igual período cayeron 36% i.a. y 6% i.a. en términos reales, respectivamente.

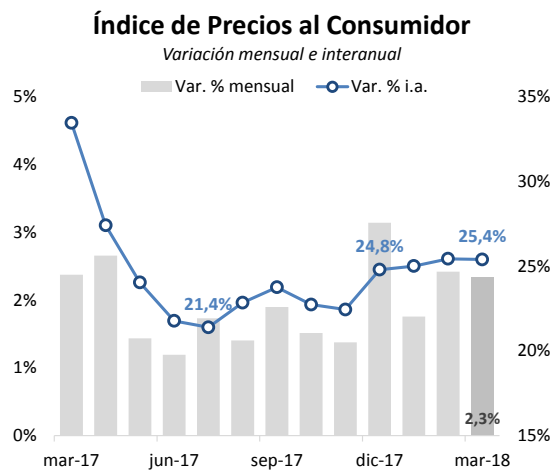
En este sentido, el primer trimestre del año habría estado favorecido por un mix entre los ajustes tarifarios (que ayudaron a una fuerte caída de los egresos en subsidios), sumado a una mejora de los ingresos que tendría un componente transitorio (corrimiento en los vencimientos de algunos impuestos) sumado a un primer trimestre de datos positivos en la actividad. Con todo, esperamos que el resto del año se cumplan las metas trimestrales, pero con poco margen para seguir agrandando la brecha entre la meta y el resultado. De este modo, estimamos un déficit de 2,8% del PBI, por encima de la meta de 3,2%. Ahora, mirando hacia 2019, las posibilidades de cumplir la meta de 2,2% del PBI se encuentran limitadas a la capacidad del tesoro de reducir los gastos de administración y de una posible actualización tarifaria de transporte, junto con una mejora sustancial de la actividad que impulsaría el crecimiento real de los ingresos.

En el caso de otras tarifas de servicios públicos, dado que el gobierno prevé que su evolución acompañe a la de la inflación el año que viene no veríamos ajustes de magnitud. Esto es una buena noticia para la inflación, que actualmente viene siendo azuzada por las correcciones tarifarias llevadas a cabo en los últimos meses. Si bien los ajustes tarifarios son necesarios no solamente para alcanzar el cumplimiento de la meta del déficit fiscal sino también para cubrir el costo del suministro de los servicios públicos (propiciando así la inversión en los mismos y una mejora en su provisión), el resultado inmediato ha sido una aceleración de la inflación. A ello además se le sumó el efecto de la depreciación del peso, que impactó primero en los precios mayoristas y luego repercutió instigando la suba de los minoristas.

En este sentido, en marzo los precios del consumidor aumentaron 2,3%, acumulando

Adaptando expectativas

una variación de 6,7% respecto de finales del año pasado (más de 40% de la meta para todo 2018). En términos interanuales, la inflación se ubicó en 25,4% en el tercer mes del año, 0,6 puntos porcentuales por encima del cierre de 2017 (24,8%) y 4 puntos porcentuales más que en julio pasado, mes en el que la inflación había alcanzado su mínimo en varios años (21,4%).



En los próximos tres meses (abril, mayo, junio) se verán nuevos incrementos tarifarios, lo cual lleva a pensar que la inflación no cedería hasta por lo menos inicios del segundo semestre. De hecho, en abril ya se implementó una suba promedio de 32% en gas, un incremento en los pasajes de colectivos y trenes urbanos (el de subtes se postergó para mayo) del orden del 12,5%, un ajuste de 4,5% en los precios de los combustibles de Shell y Axion, y de 3% en los de YPF, y un alza promedio de 13,4% en los peajes de las autopistas porteñas administradas por AUSA.

Con estos ajustes tarifarios, y una inflación núcleo que cede respecto de meses previos pero todavía muestra algún efecto rezagado del salto cambiario de principios de año (aunque cada vez más diluido), la variación de precios de abril se perfila al menos similar a la

de marzo e incluso levemente por encima. Si a ello le sumamos los incrementos mencionados en los meses de mayo y junio, y ajustes adicionales en el segundo semestre (más leves que los exhibidos hasta ahora, pero que sumarían algo de presión inflacionaria en meses puntuales), la variación de precios a fin de año se ubicaría en un nivel más elevado que el previamente estimado. Por lo tanto, hemos ajustado al alza nuestras proyecciones de inflación de 2018, que calculamos cerrará el año en 22,5%. La buena noticia es que, como mencionamos hace unos párrafos, el 2019 se muestra despejado en términos de incrementos tarifarios, por lo que la inflación del año que viene debería ceder considerablemente (cuya estimación permanece en 15,0%).

Este nuevo escenario esperado de inflación en combinación con la información obtenida de la presentación del Informe de Política Monetaria (IPOM) del pasado lunes nos lleva a repensar el sendero de tasas de política. En principio, de dicha conferencia parecería quedar claro que no habría novedades en materia de tasa de política ni la semana que viene ni (al menos) la primera decisión de tasa de mayo. Es que el propio presidente del BCRA afirmó estar cómodo con estos niveles de tasa y adicionó que sólo actuaría (i.e. subiría tasa) en la medida que la inflación de mayo no baje "mucho". Para esto es necesario contar con información real de mayo, y por lo tanto no habría novedades (al menos) hasta el comunicado de política monetaria del 22 de mayo. La pregunta obvia es cuánto es "mucho" para Sturzenegger. Al respecto podemos pensar en posibles escenarios de inflación y expectativas de corto plazo para entender que implican los niveles de tasa en términos reales. Que mantenga la tasa en los niveles actuales (27,25%) en la decisión de la semana que viene sería lo esperable, lo cual arrojaría una tasa real del 11% considerando las expectativas de

inflación del último Relevamiento de Expectativas de Mercado (principios de este mes). Sin embargo, a la luz del dato de inflación núcleo de marzo (2,6%), es esperable que las expectativas de inflación de los próximos meses se corrijan al alza y por lo tanto que la tasa real de abril finalice bien por debajo del nivel inicial. La pregunta entonces es que nivel de tasa de interés (en términos reales) "gatillar" la decisión de subir tasa en mayo, y que inflación esperada implicaría estos niveles de tasa. Si mantenemos el ritmo de desaceleración de la inflación núcleo estimado del último REM, sensibilizando el punto de partida podemos ver lo siguiente:

- Una inflación núcleo esperada para mayo en torno a 1,7% dejaría la tasa real del mes en torno 9,5%, en línea con la tasa de marzo. Esto implicaría un sendero de desinflación similar a nuestro escenario base.
- Una inflación núcleo esperada para mayo por encima de estos valores implicaría una tasa real en mayo inferior a los valores de marzo. Esto eventualmente habilitaría al BCRA a subir tasas con el fin de recuperar la dureza de la política monetaria.

Más allá de mayo, el propio Sturzenegger afirmó que "hay un sendero de tasas de interés que los analistas piensan que es consistente con una inflación del 20,3%. Entonces por ahí este sendero no es". Haciendo referencia a las proyecciones del último REM de tasas de política y prácticamente descartando el sendero decreciente que el mercado veía comenzando desde el mes que viene. En este sentido vemos un escenario en el que el Central mantendría la dureza de su política monetaria durante todo el año, lo cual implicaría que sólo bajaría la tasa en la medida que la inflación también baje de manera contundente, hacia la segunda mitad del año y

cerrando el año con una tasa de política en torno al 23%.

El escenario de tasas proyectado por los analistas en el último REM, ubicado por debajo de lo que el propio Central sostiene que finalmente implementaría fue lo que motivó, en palabras del presidente de la entidad, a intervenir en el mercado cambiario. Sostuvo que dando la señal de un tipo de cambio más apreciado (por debajo de los que estaba viendo el mercado), indirectamente estaba señalando un sendero de tasas más agresivo del esperado (aludiendo a la relación que existe entre el tipo de cambio proyectado, el tipo de cambio spot y las tasas futuras). Si bien no intervino en los últimos días, no descarta volver a hacerlo si fuese necesario. En particular, durante la última semana el peso se apreció un 0,2%, ubicándose en el día de hoy en torno a ARS/USD 20,13.

En este contexto esperamos cierta tranquilidad del tipo de cambio en los próximos meses, como consecuencia por un lado de las afirmaciones dadas por el propio Banco Central, y por el otro por ser los meses con relativamente mayor oferta de divisas comerciales. Esto implicaría una apreciación en términos reales que nos dejaría de todas maneras por encima de los niveles de los últimos meses del año pasado, previo a la depreciación de diciembre. Hacia la segunda mitad del año, asimismo, esperamos cierta recomposición de la competitividad cambiaria, que creemos sería vista con buenos ojos por el Gobierno, considerando que no sería un buen escenario llegar a 2019 (año electoral) con una apreciación acumulada excesiva que derive en presiones y volatilidad en el mercado cambiario. Con todo, mantenemos nuestra proyección de tipo de cambio en ARS/USD 22,50 para diciembre de 2018.

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 santos@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.

