



# Weekly Galicia

## Economía & Mercados

1 de agosto de 2018



Research | Planeamiento Estratégico y Control de Gestión

### Hielo y Fuego

- ✓ Cerrado el mes de julio los mercados emergentes (y en particular Argentina) encontraron en las últimas semanas una relativa estabilidad luego de lo que fueran los movimientos observados en mayo y junio.
- ✓ Tanto el Banco Central como el Ministerio de Hacienda aprovecharon el contexto favorable para los mercados emergentes en los últimos días. Ayer, el primero recompró unos USD 800 M de futuros de ROFEX, y durante el día de hoy Hacienda anunció que recortaría los montos de las licitaciones en dos tramos. Con todo, el peso se depreció 0,5% durante la última semana.
- ✓ La inflación de julio se hallaría en un rango de entre 2,5% y 3,2% mensual, con la mayor cantidad de proyecciones en torno al 2,8%. Esto implicaría una desaceleración respecto de junio (+3,7%), aunque en los próximos meses se espera que los precios vuelvan a ganar dinamismo como resultado de los incrementos tarifarios (nafta, prepagas, transporte público, luz y gas).
- ✓ La recaudación de julio creció 23,8% interanual, una baja en términos reales. El resultado respondió a una desaceleración generalizada: tanto Impuestos como Derechos sobre el Comercio Exterior y Aportes y Contribuciones a la Seguridad Social se moderaron en el margen y no lograron ganarle a la inflación.



### Hielo y Fuego

Cerrado el mes de julio los mercados emergentes (y en particular Argentina) encontraron en las últimas semanas una relativa estabilidad luego de lo que fueran los movimientos observados en mayo y junio. Un rebote en diversas materias primas, sumado a la recomposición parcial de flujos, propició una mayor estabilidad en las monedas, y recuperación de los mercados bursátiles. No obstante, de cara al corto y mediano plazo, aún siguen latentes una serie de riesgos a nivel global que podrían rápidamente alterar el humor de los inversores.

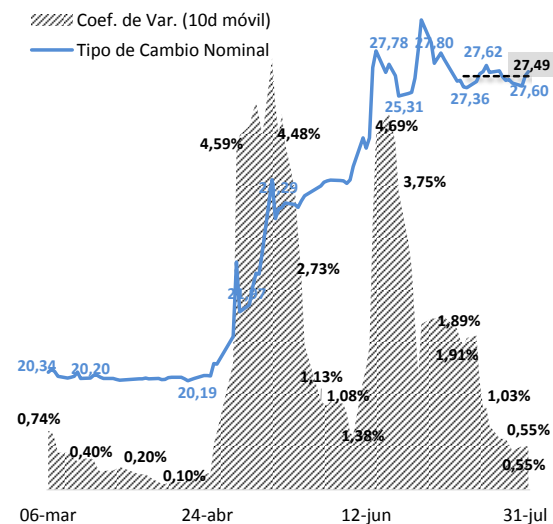
En primer lugar, y como venimos señalando en los últimos reportes, la política monetaria de los principales bancos centrales continua siendo uno de los drivers más importantes de los mercados internacionales y cobran particular relevancia en estos días, con las reuniones de política monetaria que se están llevando a cabo. Ayer fue el turno del Banco Central de Japón (BoJ) que decidió mantener su sesgo contractivo (tasa de referencia inalterada en -0.1%). No obstante, también se introdujeron ciertas flexibilizaciones en el programa de estímulo monetario a los fines de asegurar la sustentabilidad del mismo. En tanto, hoy tuvo lugar la reunión de la Reserva Federal donde se mantuvo inalterada la tasa de referencia (tal como descontaba el mercado), en el actual rango de 1.75-2.0%, al mismo tiempo que volvieron a enfatizar que el incremento gradual de las tasas de interés es el mejor mecanismo para abordar la normalización monetaria. Recordamos que las subas en la tasa que viene sosteniendo la Fed se dan en un marco de robusto crecimiento de la economía en sus diversos indicadores. Restan para las próximas semanas las reuniones de los bancos centrales de Inglaterra, Brasil e India.

En segundo lugar, siguen vigentes las preocupaciones derivadas de los potenciales impactos que pueda tener sobre la economía

global el enfrentamiento comercial entre EE.UU. y China. En este sentido, la imprevisibilidad del accionar de Donald Trump se traduce en una mayor volatilidad de los mercados. En este sentido (y cuando parecía que funcionarios de ambos países se encaminaban a retomar las negociaciones) ayer por la tarde trascendió que Trump estaría evaluando incrementar el arancel a productos chinos desde el 10% propuesto hasta un 25%, provocando la inmediata respuesta del gobierno asiático que pidió evitar "chantajes" en la relación.

#### Volatilidad del Tipo de Cambio Nominal

ARS/USD y Desv. Est.



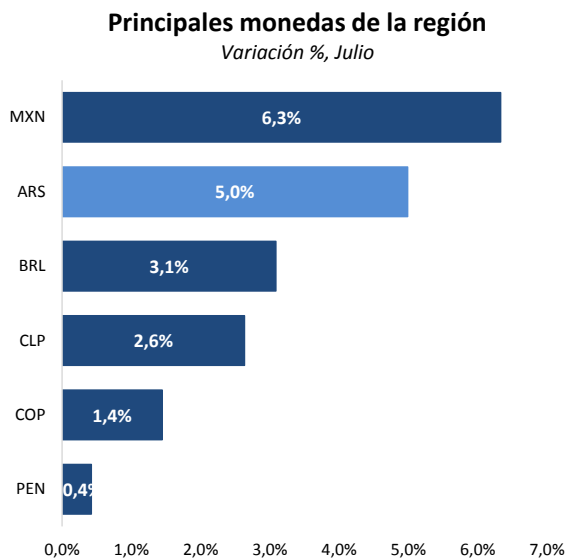
Si bien en el plano internacional han habido varios hechos que han tenido un efecto mixto sobre los mercados globales, en los últimos días se observó una menor aversión al riesgo de los inversores que ayudó a disminuir la volatilidad del mercado cambiario local. En particular, durante el mes de julio, se observó una apreciación de 5,5%, siendo este el primer mes del año en el que la moneda local se fortalece frente al dólar. Cabe mencionar que, seguida del peso mexicano, el peso argentino fue la moneda que mayor apreciación arrojó en la región, en un contexto de reversión de

### Hielo y Fuego

flujos hacia emergentes. En este contexto, el Banco Central aprovechó para recortar las tasas del tramo más corto de LEBAC, que alcanzó rendimientos mayores a 55% durante el mes pasado, y hoy se encuentran en el orden de 46% con intervenciones de la entidad.

En el margen, el mercado tradujo esta mayor estabilidad cambiaria en caídas de las tasas implícitas de futuros de ROFEX. Con una volatilidad similar a los meses previos a la turbulencia cambiaria, las tasas implícitas se encuentran por debajo del 40%, cuando a principios del mes pasado se estaban operando en los tramos cortos tasas implícitas por encima de 55%.

que el organismo internacional pone como punto de partida el 4 de junio de 2018, fecha en la cual el stock de futuros de la entidad monetaria era de USD 2.300 M, y para el primer trimestre (septiembre de 2018) se pretende al menos mantener un nivel igual o menor. Asimismo, para diciembre de este año el objetivo es no superar los USD 1.800 M. En caso de no alcanzar dichas metas, el BCRA se compromete a mantener la dureza monetaria hasta tanto haya discutido un plan de avance con el FMI. El exceso de liquidez generado por la compra de futuros de la entidad tuvo como contrapartida una mayor presión sobre el tipo de cambio que, durante el día de ayer avanzó 15 ctvs (+0,6% respecto al día anterior), mientras que las monedas de la región se mantuvieron estables.



Esta circunstancia permitió al Banco Central desarmar en el día de ayer posiciones de futuros por unos USD 800 M, reduciendo así el stock a USD 2.000 M, desde USD 2.800 M del día anterior. Esto, en línea con el requerimiento del crédito con el FMI, que exige un techo en el stock de futuros de USD 1.000 M para junio de 2019, el cual se pretende alcanzar con metas trimestrales. Recordemos

Adicionalmente, durante el día de hoy, el Ministerio de Hacienda buscó aprovechar la estabilidad cambiaria que ha mostrado Argentina en el último mes para anunciar que recortaría los montos de las licitaciones de moneda extranjera en dos tramos. Desde los USD 100 M diarios que se venían licitando, entre hoy y el día viernes se licitarán USD 75 M, y a partir de la próxima semana se comenzarán a licitar USD 50 M. Durante el día de hoy, la licitación resultó en un precio promedio de corte de ARS/USD 27,65, un avance de 1,1% respecto de la licitación del día previo en el que el precio de corte fue de ARS/USD 27,35.

En conjunto, las medidas del Central y el Ministerio de Hacienda, generaron presiones alcistas sobre la moneda, la cual cerró en el día de hoy en ARS/USD 27,53, arrojando en la semana una depreciación de 0,5%. Sin embargo, a lo largo de la jornada, el peso alcanzó valores máximos de ARS/USD 27,74, los cuales la entidad salió a contener a través

### Hielo y Fuego

del mercado de futuros. Según trascendidos, habría vendido entre USD 300 M y USD 500 M, Contrarrestando en parte las operaciones del día de ayer. Con todo, pareciera que el Gobierno está tomando la temperatura del mercado cambiario para determinar el margen de maniobra sobre la política monetaria.

Con respecto a otra de las variables clave para el gobierno (tanto en términos del nivel de aprobación de la gestión por parte del público como del cumplimiento de metas intermedias acordadas con el FMI), la inflación de julio se ubicaría en niveles más moderados que los del mes anterior. Según las estimaciones de numerosas consultoras, la variación de precios de julio se hallaría en un rango de entre 2,5% y 3,2% mensual, con la mayor cantidad de proyecciones en torno al 2,8%. Esto daría como resultado una notable desaceleración de la inflación respecto de junio, mes en el que ésta se había ubicado en +3,7%.

El resultado de julio está lejos de ser ideal: la inflación mensual promedio del año pasado, por ejemplo, fue de +1,9%, mientras que la del período enero-mayo de este año fue de +2,3%. No obstante, la inflación de julio no deja de ser una sorpresa favorable, ya que se esperaba que la turbulencia cambiaria acontecida entre fines de abril y junio tuviera un efecto rezagado también sobre los precios de, por lo menos, julio. Es más, el IPIM de junio (+6,5%) permitía anticipar un "efecto aceleración" sobre los precios minoristas de julio. Sin embargo, en este sentido el enfriamiento de la economía jugó a favor: los traslados a precios debieron ser acotados a fin de no perjudicar tanto las ventas, ya afectadas por la recesión.

Pero agosto volvería a mostrar una nueva aceleración de la inflación, no ya como

consecuencia de la devaluación sino producto de los incrementos de tarifas anunciados en los últimos días (luz y transporte público), que se sumaron a los ya conocidos (nafta y prepagas). En particular, el Ministro de Transporte dio una conferencia de prensa el viernes pasado donde comunicó que los pasajes de colectivos se incrementarían a razón de \$1 por mes entre agosto y octubre, inclusive. Por su parte, los boletos de tren también aumentarían en el mismo período (entre \$0,50 y \$1,50 por mes, dependiendo del ferrocarril). Por su parte, el Ministro de Energía informó en el día de hoy que las boletas de luz llegarían este mes con subas de entre 25% y 30% (el acuerdo vigente con Edenor y Edesur venció el 31 a la noche y era necesario revisar la tarifa). A ello le sumó el anuncio de que el gas aumentará en promedio un 25% en el mes de octubre, con la intención de compensar los incrementos en el costo de producción pero sin aumentar los subsidios económicos.

Este punto es clave, dado que el gobierno muestra estar fuertemente comprometido con el cumplimiento de las metas fiscales, incluso en detrimento del objetivo de inflación (de 27% para 2018). De hecho, a la luz de estos nuevos anuncios de ajustes tarifarios, nuestras proyecciones ubican a la inflación de este año en 34%, dos puntos por encima del límite superior de la banda externa de inflación acordada con el FMI. De acuerdo con el Memorando de Entendimiento publicado en el marco del Stand-By Agreement, de producirse tal situación las autoridades del gobierno argentino deberán realizar una consulta con la Junta Ejecutiva del Fondo sobre la respuesta de política, condicionando la disponibilidad de los siguientes desembolsos del acuerdo. Sin embargo, estimamos que un no cumplimiento de la meta inflacionaria, no condicionaría el

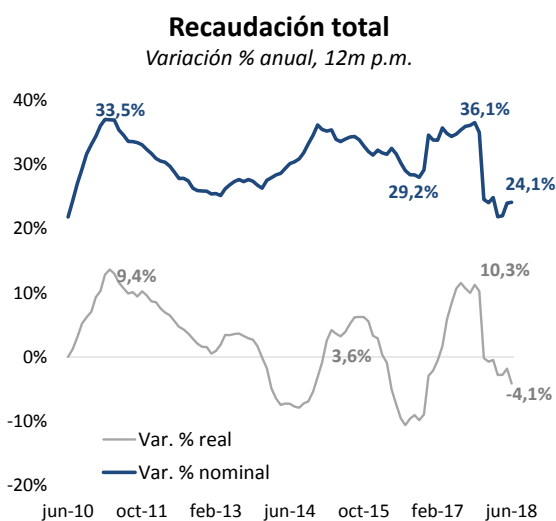
### Hielo y Fuego

programa con el FMI sino que determinaría un *waiver* para con el Tesoro.

Con respecto al cumplimiento de la meta fiscal, hay que recordar que no sólo es importante para el gobierno controlar el gasto vía recortes de subsidios económicos (entre otras medidas), sino también cómo evolucionan los ingresos. En este sentido, la evolución de la actividad es clave ya que la recaudación está profundamente vinculada al dinamismo de la economía. Teniendo en cuenta que el segundo trimestre del año exhibió una retracción de la actividad (-3,4% interanual y -3,2% trimestral desestacionalizado), y que la economía continuaría cayendo en el tercer trimestre (los primeros datos sectoriales del segundo semestre tienen signo negativo), es probable que los ingresos del fisco empiecen exhibir cierta desaceleración en los próximos meses.

reales. Además, cuando se contrasta el desempeño de la recaudación de julio con el de los meses previos se ve una desaceleración: la recaudación había crecido 43,4% i.a. en mayo, y 31,9% i.a. en junio. El resultado de julio respondió a una desaceleración generalizada: tanto **Impuestos** (+25,0%) como **Derechos sobre el Comercio Exterior** (+24,9%) y **Aportes y Contribuciones a la Seguridad Social** (+21,2%) exhibieron cierta moderación respecto de la expansión de meses previos y no lograron ganarle a la inflación.

Haciendo *zoom* sobre las distintas partidas, llama la atención la notoria moderación en la recaudación por Impuesto a las Ganancias, que creció sólo 17,7% en julio después de crecer a tasas superiores al 40% durante cuatro meses seguidos. La recaudación por IVA, por el contrario, se mantuvo en línea con las variaciones de los meses previos (+42,45 en julio). Otros casos que vale la pena mencionar son el de Derechos de Exportación (que se contrajo 6,8% en términos nominales) y el de Aportes Personales creció 21,7%, manifestando cierta debilidad en el las exportaciones argentinas y en mercado laboral formal, respectivamente.



En este sentido, los datos publicados hoy por el Ministerio de Hacienda ya dan cuenta del enfriamiento de la actividad: la recaudación arrojó una expansión nominal de sólo 23,8%. Ello, comparado con una inflación interanual de 29,5%, representa una baja en términos

## 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.

