



# Weekly Galicia

## Economía & Mercados

3 de octubre de 2018



Research | Planeamiento Estratégico y Control de Gestión

### Cuestión de pesos

- ✓ En un contexto de relativa calma en los mercados internacionales, la primera vuelta de las elecciones presidenciales en Brasil a celebrarse el próximo domingo representa un evento de sustantiva relevancia para la Argentina y la región.
- ✓ Aunque el nuevo Acuerdo con el FMI despeja las dudas respecto del programa financiero hasta 2019, una preocupación del mercado es que la política monetaria astringente tenga un efecto negativo adicional sobre la actividad económica, que ya viene mostrando claras señales de recesión.
- ✓ El Estimador Mensual de la Actividad Económica cayó 2,7% interanual en julio, después de un segundo trimestre en el que la economía había exhibido una contracción de 4,2%. A diferencia de los meses previos, el aporte del agro a la caída de la economía de julio fue casi nulo (-0,6 puntos de incidencia), mientras que el del sector no agro fue significativo (-2,1 puntos).
- ✓ Con respecto al nuevo esquema monetario, la apuesta del gobierno parece ser que éste genere la suficiente credibilidad como para que eventualmente el BCRA pueda reducir las tasas de interés, dando aire a la economía real. No obstante, en el corto plazo la entidad monetaria debe sortear vencimientos de LEBAC con efectos expansivos sobre la base monetaria.
- ✓ El BCRA anunció el viernes un incremento de 3 puntos porcentuales de los encajes obligatorios, más la posibilidad de integrar mediante LELIQ y NOBAC los encajes sobre los nuevos depósitos a plazo fijo. Estas medidas constituyen un incentivo al alza de las tasas de interés pasivas y estimulan la captación de nuevos depósitos a plazo fijo por parte de las entidades financieras.



### Cuestión de pesos

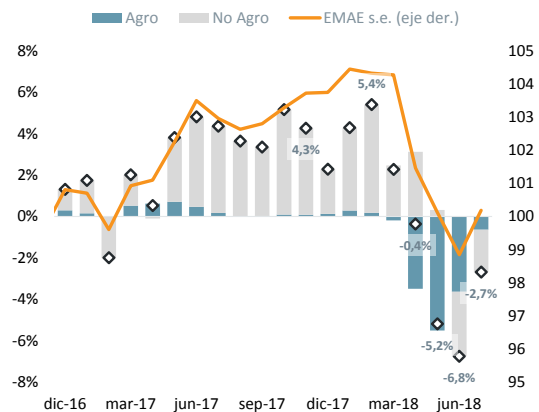
Las últimas semanas presentaron un contexto benévolo para los mercados emergentes, dados los avances en materia comercial entre Estados Unidos, Canadá y México, que se combinó con una menor conflictividad entre Estados Unidos y China. No obstante, algunos sucesos puntuales en las últimas ruedas -como el incremento en la tasa del bono del Tesoro norteamericano a 10 años (+11pbs a 3,16%, en niveles máximos desde mediados de 2011) o la incertidumbre en Europa a causa de la propuesta presupuestaria del gobierno italiano (euro-escéptico)- han encendido las primeras alertas en el mercado. Esto podría derivar en posturas más conservadoras entre los inversores internacionales.

A nivel regional, el próximo domingo tendrán lugar las elecciones presidenciales en Brasil, en lo que será un evento de sustantiva relevancia para la Argentina y la región. Los activos del país vecino han evidenciado una importante recuperación en la última semana de la mano de la mejora de la intención de voto del candidato Jair Bolsonaro (32%) mientras que Fernando Haddad (representante del PT ante la impugnación a la candidatura de Lula Da Silva) pareciera haberse estancado en un porcentaje en torno al 21%. El resultado del ballottage todavía es incierto ante un empate técnico en las encuestas, aunque Bolsonaro tendría una leve ventaja acorde a los últimos sondeos. Es en este contexto en donde el Real se apreció un 4,4% (BRL/USD 3,90) mientras que las acciones avanzaron un 10,4% (medido en USD) y el riesgo país descendió más de 10 pbs (actualmente en 285 puntos básicos) en la última semana.

Con respecto a Argentina, recordemos que la semana pasada se dieron a conocer los primeros lineamientos del renovado Acuerdo con el FMI en el que no sólo se incrementaron los fondos disponibles de USD 50.000 M a USD 57.000 M, sino que se adelantó su desembolso a 2018 y 2019 (USD 13.400 M en lo que queda

de 2018 y USD 22.800 M en 2019). Otra novedad de la semana pasada es el cambio en el esquema monetario y cambiario implementado por el BCRA. La decisión de la entidad monetaria fue abandonar las metas de inflación y comenzar a implementar un esquema de agregados monetarios en el que el BCRA se compromete a no hacer crecer la base monetaria de aquí a junio (con la excepción de los meses de diciembre de este año y junio del que viene, en los que la demanda crece estacionalmente). El nuevo esquema se complementa con zonas de intervención y no intervención en el mercado cambiario.

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



Aunque el nuevo Acuerdo despeja las dudas respecto del programa financiero a 2019, una preocupación del mercado es que la política monetaria astringente tenga un efecto negativo adicional sobre la actividad económica, que ya viene mostrando claras señales de recesión. De acuerdo con el INDEC, el Estimador Mensual de la Actividad Económica cayó 2,7% interanual en julio, después de un segundo trimestre en el que la economía había exhibido una contracción de 4,2%. La diferencia entre el dato de julio y la evolución de la actividad económica de los meses previos es que el último resultado no fue producto de la sequía que había afectado

### Cuestión de pesos

a la cosecha gruesa en el verano. De hecho, en julio el aporte del agro a la caída de la economía fue prácticamente nulo (-0,6 puntos de incidencia), mientras que el del sector no agro fue significativo (-2,1 puntos).

Esto demuestra que la recesión económica ya no es exclusivamente producto de un *shock* de oferta (como lo puede ser una sequía), sino que también es resultado del traslado de la volatilidad cambiaria y financiera vivida en los últimos meses a la economía real. Aunque veníamos anticipando este traspaso desde comienzos de los episodios de turbulencia, los números empiezan a dar cuenta de ello. En detalle, los sectores más golpeados en julio fueron Comercio (-6,4% interanual), Industria (-5,1%) y Transporte y Comunicaciones (-2,9%).

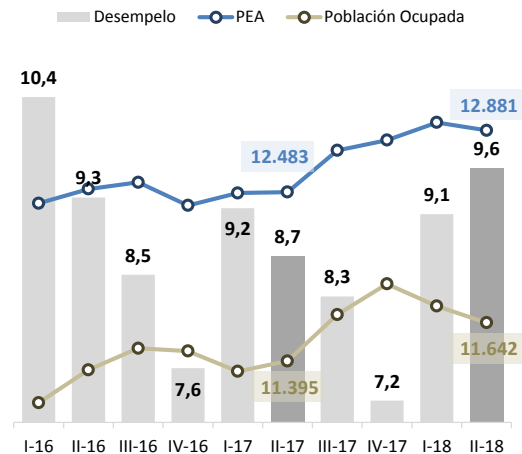
Además, la recesión económica empieza a presionar sobre el mercado laboral. De acuerdo con la Encuesta Permanente de Hogares, en el segundo trimestre de este año el desempleo creció respecto de igual período de 2017. La tasa de desocupación (número de desocupados en relación a la Población Económicamente Activa o PEA) se incrementó en 0,9 puntos porcentuales, ubicándose en 9,6% en el segundo trimestre de 2018 contra un ratio de 8,7% en el segundo trimestre de 2017. Si bien la suba de la tasa de desocupación representa una noticia amarga, lo cierto es que este deterioro no fue resultado de la destrucción de empleo, lo cual suaviza el impacto.

El número de ocupados se incrementó 2,2% respecto del segundo trimestre del año pasado, pasando de 11.395.000 personas a 11.642.000 (unos 247.000 ocupados más). No obstante, el aumento de la PEA fue más que proporcional (+3.2% interanual), debido a que 397.730 personas más pasaron a formar parte de la masa que ya cuenta con un empleo o que busca uno cuando se lo compara con del año

pasado. De este modo, el número de desempleados se incrementó en 151.000 personas (+13,9%) porque el número de quienes salieron al mercado laboral superaron la cantidad de nuevos puestos de trabajo generados.

#### Encuesta Permanente de Hogares

En miles de personas y en % de la PEA



A su vez, la recaudación tributaria empieza a mostrar algunos signos del impacto de la recesión económica, aunque algunos impuestos todavía crecen a tasas elevadas. En detalle, en septiembre los ingresos por impuestos crecieron 30,3%, resultado del crecimiento Impuesto al Valor Agregado (+51,3%) y del Impuesto a los Débitos y Créditos Bancarios (+36,4%), contrarrestado en parte por el magro desempeño de Ganancias (+14,6%). Es importante destacar que el IVA y el llamado "impuesto al cheque" mantuvieron su dinamismo a pesar de la caída de la actividad económica, mientras que en el caso de Ganancias parte del pobre desempeño respondió a un fenómeno estadístico (el año pasado se había modificado el cronograma de anticipos, por lo que la comparación interanual quedó des-sincronizada). A pesar de estos atenuantes, cuando se compara la recaudación con una inflación interanual que ronda el 39,9% (asumiendo una suba de precios suba de 6% en septiembre respecto de agosto), los



### Cuestión de pesos

ingresos tributarios verifican una caída real de casi 7%.

En cuanto a comercio exterior, los derechos de exportación aumentaron 165,5% interanual en septiembre, mientras que los derechos de importación treparon 56%. En el caso de la recaudación por exportaciones, el resultado se vio favorecido por la suba del tipo de cambio y la implementación del Derecho de Exportación Adicional. De acuerdo con el ente recaudador, el incremento de tarifas afirmó que en septiembre ingresaron cerca de \$ 2.900 millones en concepto de las nuevas tarifas a las exportaciones. En cuanto a los derechos de importación, si bien el aumento del tipo de cambio incidió favorablemente sobre la base imponible, también generó un ajuste en las cantidades compradas que compensó parcialmente el efecto precio.

Volviendo al nuevo esquema monetario, la apuesta del gobierno parece ser que éste genere la suficiente credibilidad como para que eventualmente el BCRA pueda reducir las tasas de interés, dando aire a la economía real. En este sentido, una apreciación del tipo de cambio nominal sería el escenario ideal: inyección de pesos que podría generar una baja de tasas, compra de dólares y acumulación de reservas por parte del BCRA, todo manteniendo un tipo de cambio real relativamente alto. De no darse este escenario, el BCRA podría implementar una política de reducción de encajes obligatorios (probablemente sobre los no remunerados), dotando al mercado de más liquidez. De todos modos, consideramos que este último mecanismo no podría implementarse en el corto plazo. Esto se debe a que aún hay pendiente un desarme importante del *stock* de LEBAC en los meses de octubre y noviembre, lo cual tendrá un efecto expansivo sobre la base monetaria que la entidad monetaria tendrá que esterilizar de manera de cumplir con su meta de crecimiento cero de la base

monetaria. Una vez superado este desafío, el BCRA podría empezar a ajustar estos encajes, hoy en niveles elevados.

De hecho, en un intento de anticiparse al efecto expansivo que tendrá el dejar caer vencimientos de LEBAC hacia mediados de este mes, el BCRA anunció el viernes por la tarde un incremento de 3 puntos porcentuales de los encajes sobre los depósitos. A ello se le suma la posibilidad de integrar mediante LELIQ y NOBAC la totalidad de la exigencia de efectivo mínimo sobre los nuevos depósitos a plazo fijo. Estas medidas representan un incentivo al alza de las tasas de interés pasivas y estimulan la captación de nuevos depósitos a plazo fijo por parte de las entidades financieras. La suba de tasas ya se empieza a ver reflejada en un incremento de los rendimientos de los depósitos a plazo, y en los próximos días debería verificarse también en la BADLAR. También es esperable que se exhiba una reducción de la brecha entre la tasa LELIQ y la tasa BADLAR en los próximos meses, aunque no de manera inmediata ya que la integración de encajes en LELIQ aplica sólo sobre la variación de los depósitos en el margen. Casi todo el *stock* de depósitos aún se integra de la manera en que se hacía previamente.

Como resultado, hacia adelante prevemos una contracción monetaria importante, acompañada de una recesión económica. Ambas generarían una caída en la demanda minorista de dólares, lo cual se combinaría con un incremento en la oferta de dólares, tanto por la liquidación de la cosecha de trigo hacia finales de año, como por la venta de dólares por parte del Tesoro. Como los desembolsos del Fondo previstos para fin de año exceden los vencimientos de deuda denominados en moneda dura, hay margen para que el Tesoro liquide parte de las divisas recibidas en el mercado de cambios. Este cóctel, sumado a la intervención en el mercado de futuros por

### Cuestión de pesos

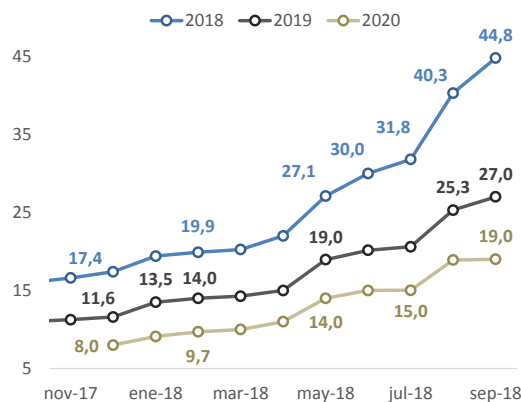
parte del BCRA, permitiría una mayor estabilidad del tipo de cambio. Si a ello se le suma un resultado electoral en Brasil favorable que lleve a la apreciación de la moneda del país vecino, y la continuidad en la “primavera” que están viviendo los emergentes a nivel internacional, las presiones sobre el tipo de cambio local serán las menores de lo que se ha visto en los últimos meses.

La contención del tipo de cambio, junto con las altas tasas ofrecidas, ha llevado a muchos inversores a volver a apostar por instrumentos en pesos. En particular, los activos ajustables por BADLAR reflejaron los mejores desempeños anticipándose a un escenario con mayores tasas. Asimismo, el BOPOMO (bono ajustable por la tasa de política monetaria) también reflejó una notable compresión pasando a rendir negativamente un 16% sobre la tasa de política, mientras que a principio de mes el instrumento rendía negativamente en un 5% sobre la tasa de política monetaria. Además, y pese a que generalmente aumentos de tasas nominales suelen venir acompañados de debilidad en activos CER, éstos han tenido una recuperación en los últimos días (suba promedio de un 1,5% en los precios), fundamentada en mayores expectativas de inflación para septiembre y los meses siguientes.

En este sentido, en los últimos días, numerosas consultoras privadas han dado a conocer sus estimaciones de inflación de septiembre. Los resultados fueron heterogéneos, ubicándose en un rango amplio (entre 5,4% y 7,3%). Por su parte, el último Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) del BCRA dio como resultado una tasa implícita de inflación en septiembre de 5,9%, que se moderaría a 4,0% en octubre, 3,0% en noviembre y 2,7% en diciembre, cerrando el año con una inflación de 44,8%. Este guarismo representa 8,5 puntos porcentuales más de inflación que la publicada en el REM de agosto. El alza en las

proyecciones de inflación era esperable, dado que recién ahora se incorporan plenamente los efectos inflacionarios de la devaluación del peso argentino de los últimos días de agosto, (lo cual no había sucedido en el relevamiento del mes previo).

**REM Sep-18 - Expectativas de Inflación**  
Var. % i.a.



## 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.

