



Weekly Galicia

Economía & Mercados

24 de octubre de 2018



Research | Planeamiento Estratégico y Control de Gestión

Efectos de la depreciación

- ✓ El contexto internacional vuelve a presentar un escenario desafiante, a medida que los inversores elevan la aversión al riesgo frente a perspectivas de menor crecimiento a nivel global. El incremento en las tasas llevado a cabo por los principales bancos centrales (en particular la Reserva Federal), la disputa comercial entre EE.UU. y China, los ya recurrentes conflictos políticos dentro de la Unión Europea, la fragilidad observada en algunos países emergentes y cifras de crecimiento por debajo a lo esperado en China, fuerzan a los analistas a recortar sus proyecciones de crecimiento.
- ✓ Los datos fiscales dan cuenta de cierta holgura para alcanzar la meta de 2,7% de déficit primario para este año, dando lugar a un potencial adelantamiento de erogaciones que alivianaría el objetivo de 2019.
- ✓ La depreciación y la recesión empiezan a surtir efecto sobre el frente externo. Luego de 20 meses de déficit, septiembre mostró superávit, empezando a evidenciar un cambio de tendencia que abriría las puertas a la posibilidad de volver a tener superávit comercial en 2019.
- ✓ Mientras tanto la política monetaria mantiene su dureza en pos de terminar de estabilizar la moneda. Transcurrido algo más de medio mes, el BCRA se encamina a cumplir el primer mes de crecimiento cero de la base con alguna baja marginal de tasas. Sin embargo, dado el escenario inflacionario y el desarme de Lebac's, esperamos una reducción de tasas más concreta hacia los primeros meses del año que viene.



Efectos de la depreciación

El contexto internacional vuelve a presentar un escenario desafiante con la caída observada en los mercados bursátiles en EE.UU. que con un S&P500 cayendo 3.6% en la semana y 7.1% acumulado en el mes alcanza valores mínimos del semestre. El ajuste del mercado accionario en los Estados Unidos se da en medio de la temporada de publicación de balances corporativos que en promedio vienen exhibiendo resultados con sorpresas positivas tanto en ventas como en ingresos.

No obstante, la preocupación del mercado estaría centrada no tanto en los resultados pasados de las empresas sino más bien en las estimaciones de ingresos futuros que se verían condicionadas por un escenario de desaceleramiento del crecimiento global. El incremento en las tasas llevado a cabo por los principales bancos centrales (en particular la Reserva Federal), la disputa comercial entre EE.UU. y China, los ya recurrentes conflictos políticos dentro de la Unión Europea, la fragilidad observada en algunos países emergentes y cifras de crecimiento por debajo a lo esperado en China, fuerzan a los analistas a recortar sus proyecciones de crecimiento.

Puntualmente, funcionarios de gobierno chino mostraron un rol activo luego de que el viernes pasado se conociera que el producto bruto de China creció al 6.5% (a/a) en el tercer trimestre (6.6% estimado), al comprometerse con un paquete de medidas de estímulo a la economía entre las cuales se encontraría un agresivo programa fiscal con recortes impositivos. Con estas noticias, el mercado bursátil del gigante asiático mostró una sólida recuperación de 4.7% luego de tocar mínimos en el año el pasado jueves. Sin embargo, la relativa mejora en China no se trasladó al resto de los mercados, presionados por la mencionada preocupación respecto al crecimiento agregado.

Argentina

En el plano local siguen abiertos dos frentes determinantes del clima para demandantes de activos locales. Por un lado, este viernes se conocerá la letra chica del acuerdo versión 2.0 con el Fondo Monetario Internacional, de donde será interesante entender qué se dice respecto del cambio de algunos de los objetivos fijados a mediados de año que hoy lucen inalcanzables (e.g. 32% de inflación). Por el otro lado, la Cámara Baja se encuentra tratando el Presupuesto 2019 al cierre de este informe, en donde el poder propio del oficialismo en Diputados más el apoyo de los representantes que responden a los Gobernadores que acordaron el pacto fiscal unos meses atrás serían suficientes para aprobar la ley de leyes. El tratado del Presupuesto cobra especial relevancia como indicio del margen político con el cual cuenta el Gobierno y en particular para alcanzar el objetivo de equilibrio fiscal del año que viene de manera (más) eficiente.

En este sentido, se conocieron los datos fiscales del mes de septiembre. Nuevamente y por quinceavo mes consecutivo los ingresos crecieron (+37% i.a.) por encima del gasto primario (+21%), dando por resultado una contracción del déficit primario (ARS -23 MM) en comparación con igual mes de 2017 (ARS -31 MM). De esta manera, el resultado primario acumulado alcanza el 1,1% del PBI, al cual sumándole el 0,2% del Programa de Inversiones Prioritarias (aplicando la metodología indicada por el FMI) se llega al 1,3% del PBI, bien por debajo del 1,9% acumulado, objetivo para el tercer trimestre del año. Así, para el último trimestre del año, el Tesoro podría adicionar otro 1,4% de déficit para alcanzar la meta de todo el año de 2,7%, lo cual parecería que le deja margen al Gobierno para cumplir e incluso poder adelantar parte del gasto necesario para el año

Efectos de la depreciación

que viene y así alivianar las cuentas en pleno año electoral.

Por el lado de los ingresos, vale la pena destacar que mientras que los ingresos tributarios continúan creciendo en torno a 10 puntos por debajo de la evolución de la inflación (como consecuencia en buena parte de la contracción de la actividad económica), los ingresos relacionados a las rentas de la propiedad continúan creciendo de manera notable, en septiembre un 292%, y un 176% en el acumulado del año. Entre los principales factores que explican este crecimiento, se encuentra la colocación de gran parte de los USD 9 MM que el entonces Ministerio de Finanzas obtuvo de los mercados internacionales (semanas antes del inicio de la crisis en emergentes) en instrumentos devengando altas tasas locales en pesos. Para dimensionar este impacto, basta con decir que si los ingresos por rentas a la propiedad crecieran al mismo ritmo que el resto de los ingresos, el Tesoro no contaría con algo más de medio punto del producto de ingresos en este concepto. Dada la presión sobre la actividad económica, este factor puede ser clave a la hora de comprender la dinámica fiscal del año próximo. En principio los números de ingresos proyectados por el Tesoro en el Presupuesto parecieran incluir rentas por al menos parte de los dólares que ingresarían por parte del Fondo.

Por el lado de los gastos, lo más destacable vuelve a ser la aceleración de los subsidios económicos, en particular los de energía, que crecieron un 149% como consecuencia del incremento en el precio del crudo y por la depreciación del peso.

Así como la depreciación juega en contra en el plano fiscal, empiezan a verse sus primeras consecuencias positivas en el comercio exterior. En el día de ayer el INDEC publicó los datos del Intercambio Comercial Argentino,

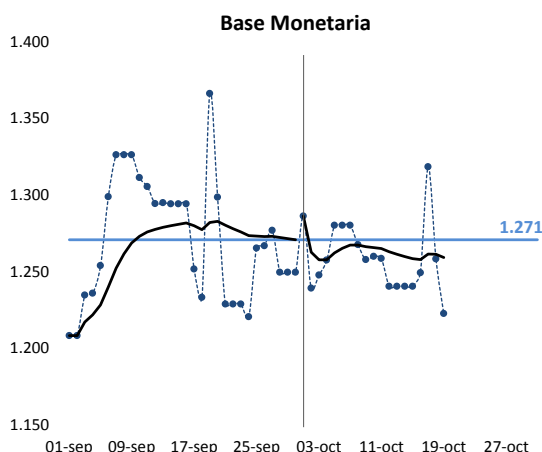
los cuales arrojaron el primer superávit comercial luego de 20 meses consecutivos de déficit. En particular, las exportaciones cayeron 4,8%, fuertemente influenciadas por la caída del 32% de los productos primarios que todavía muestran secuelas de la sequía. Por el lado de las importaciones, la contracción del 21% se explica por caídas en todos sus rubros (con excepción del rubro combustibles, que si bien cayó en cantidades, la recuperación en los precios del 31% más que compensó dicha caída). De esta manera, la depreciación, en combinación con la contracción en la economía se reflejan en la mejora de la balanza comercial. Hacia adelante, esperamos se mantenga esta tendencia, al tiempo que una menor incidencia (estacional) de los productos primarios debería moderar la caída de las exportaciones. Con todo, desde el déficit máximo acumulado en agosto de unos USD 7 MM, esperamos una recuperación parcial en lo que queda del año, con un saldo para todo 2018 en torno a USD 5,5 MM.

Para el año que viene, una baja base de comparación consecuencia de la sequía permitiría a las exportaciones acelerar su crecimiento hasta alcanzar niveles en torno al 10%, al tiempo que la magra evolución esperada de la economía no auspiciaría una recuperación de las importaciones. Este escenario habilitaría a volver a tener un año con superávit comercial (estimamos en torno a USD 2,5 MM) luego de dos años de déficit.

Este escenario de 2019 en el frente externo asume una evolución del peso que estimamos se mantenga en valores similares a los actuales en términos reales. Eso requiere una estabilización de la moneda luego de la corrida cambiaria sufrida durante los últimos meses, lo cual parecería que empieza a ocurrir de la mano del nuevo esquema monetario. Al respecto el flamante presidente del BCRA (Guido Sandleris) presentó el lunes pasado el Informe de Política Monetaria (IPOM) en el

Efectos de la depreciación

cual se destacó que la entidad está cerca de lograr el objetivo de crecimiento nulo de base durante este primer mes de vida de los nuevos lineamientos.

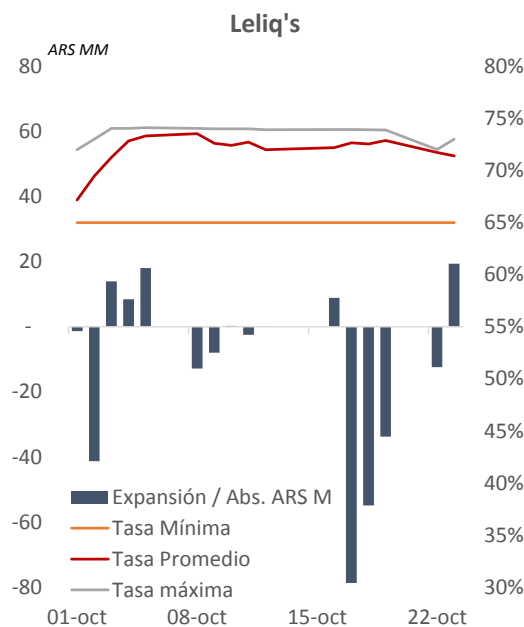


De hecho en lo que va del mes, el stock promedio de la base se ubica un 1,8% por debajo (ARS 23 MM) del promedio alcanzado a igual altura del mes pasado (recordemos que la evolución de la base monetaria presenta estacionalidad intra-mes). Incluso, con respecto al promedio de todo septiembre, hoy la base promedio se encuentra un 0,9% por debajo, es decir, el stock de base promedio tiene lugar para crecer unos ARS 11 MM. En términos prácticos, y dado el stock de la base al 19/10 (último dato disponible), el BCRA podría inyectar hoy ARS 66 MM y no esterilizarlos hasta fin de mes, y asimismo cumplir la meta.

Esto se combinó con una reducción (marginal) de las tasas de LELIQ's de las últimas licitaciones, que pasaron de un promedio de 73,52% el pasado 8/10 a un 71,39%, mínimo desde los primeros días del nuevo esquema.

La posibilidad de observar alguna baja de tasas más agresivas parece acotada en este

contexto, donde la inflación todavía se encuentra en niveles elevados (la inflación esperada para octubre se ubica entre el 5 y el 6%). Sin embargo, en palabras del propio Ministro de Economía, Dujovne, la inflación de los últimos días estaría mostrando una tendencia de desaceleración que podría ser la antesala de la desaceleración de la inflación esperada para los últimos dos meses del año. De todas maneras, mantenemos una proyección de incremento de precios para todo el año de 46%. Adicionalmente la inyección de pesos producto del desarme de LEBACs (que ocurrirían tanto en noviembre como en diciembre) posiblemente requieran todavía altos niveles de tasa de LELIQ para poder retirar los pesos de la calle. Esto en línea con nuestro escenario, dejaría para los primeros meses del año que viene, la posibilidad de alguna baja más concreta en las tasas.



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.

