



# Weekly Galicia

## Economía & Mercados

7 de noviembre de 2018



Research | Planeamiento Estratégico y Control de Gestión

### Paso a paso...

- ✓ **Estados Unidos volvió a cobrar protagonismo en los mercados internacionales en medio de la (ya larga) batalla comercial con China y frente a las elecciones de medio término que tuvieron lugar en el día de ayer con un resultado que se encontró en línea con los pronósticos de los analistas.**
- ✓ **La mayor estabilidad del tipo de cambio se presenta como el paso 1 de 3 en el camino hacia un escenario (todavía lejano) de reactivación. La baja en la inflación y la consecuente caída en las tasas son los siguientes. En un escenario de tasas a la baja, cobra relevancia el momento en el cual será una restricción efectiva la tasa mínima del 60%.**
- ✓ **Las expectativas de inflación del último REM arrojaron una leve corrección a la baja en la proyección de inflación de los próximos 12 meses, pero en el margen el ajuste fue al alza con un 2018 que cerraría en 47,6% i.a. Asimismo, se realizaron ajustes a la baja en las proyecciones de tipo de cambio y se observó una leve mejora de las expectativas de actividad económica en el margen gracias a resultados favorables de los datos de actividad del tercer trimestre de 2018.**
- ✓ **La recaudación del mes de octubre presentó un crecimiento de 42,2% i.a., algo por debajo de la inflación para el mismo período. Se destacaron algunos impuestos relacionados a la actividad económica como el IVA (+59,5% i.a.) y el Impuesto al Cheque (+51,3% i.a.). Adicionalmente, los derechos al comercio exterior arrojaron variaciones bien por encima de la inflación, con los derechos de exportación creciendo 151,0% i.a. en términos reales.**



### Paso a paso...

La disputa comercial entre EE.UU. y China volvió a cobrar protagonismo con particular énfasis en las últimas ruedas de la semana pasada luego de que Donald Trump publicara un tweet en donde detallaba que había tenido una productiva conversación con Xi Jinping respecto a Corea del Norte pero y a la cuestión comercial, remarcando que las negociaciones se encontraban encaminadas de cara a lo que será la reunión que mantendrán ambos líderes en Buenos Aires en el marco del encuentro del G20. Asimismo, el día viernes diversos medios publicaron que D. Trump habría instruido a su gabinete para que prepare un borrador de acuerdo, creando un clima optimista en el mercado que se tradujo en el desempeño positivo de los mercados bursátiles en EE.UU. No obstante, Larry Kudlow (uno de los principales asesores económicos de la Casa Blanca) salió rápidamente a bajar el tono de las declaraciones de Trump diciendo que no hay perspectivas de acuerdo en el corto plazo.

Esto nos lleva a pensar que el accionar de Trump pudo haber estado dirigido más a propósitos domésticos y no tanto a cuestiones externas, con particular foco en lo que han sido las elecciones de medio término que se celebraron ayer en los EE.UU.

En términos generales se puede decir que no hubo sorpresas significativas en el resultado, con los republicanos reteniendo la mayoría en el Senado al mismo tiempo que perdieron dicha mayoría en la Cámara de Representantes que vuelve a manos de los demócratas luego de 10 años. Esta situación de "congreso dividido" no es extraña para la política de EE.UU. Por el contrario, en las últimas presidencias ésta ha sido una situación recurrente y probablemente se dé un escenario de "gridlock" o atasco en el Congreso con negociaciones que se tornarán mucho más dificultosas para lograr aprobar leyes.

De esta forma comienza una larga carrera a la presidencia en el año 2020, con una reacción inmediata del mercado que no reflejó demasiadas sorpresas con el alivio de los analistas por haber acertado los pronósticos en un contexto en donde en los últimos años las elecciones y los referendos han descolocado a muchos.

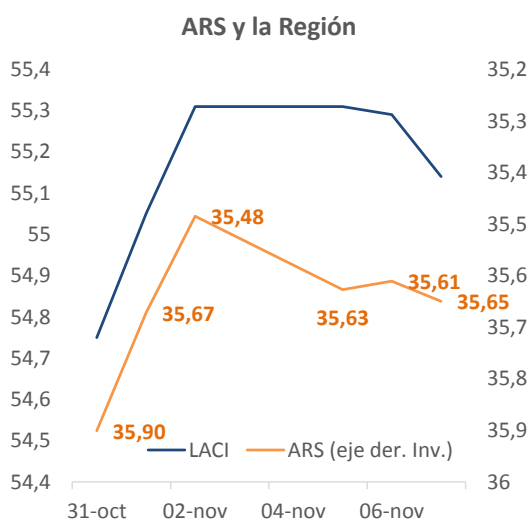
En el ámbito local, y en este contexto de relativa calma en los mercados externos, cabe destacar el sólido desempeño de la deuda soberana en dólares con precios que subieron en promedio un 2.5% (4% en el tramo largo) y un riesgo país que logró quebrar los 600 puntos básicos por primera vez desde septiembre. Será importante observar si este movimiento logra sostenerse en las próximas ruedas en búsqueda de una mayor normalización para la deuda argentina. Hasta el momento, y con particular énfasis en las últimas semanas, hubo un comportamiento particular en los activos en dólares, con lo que parecieran ser dos curvas diferenciadas. Una primera curva compuesta por las Letes y el AA19 que concentraron gran parte del posicionamiento de los inversores respaldados por los dólares del FMI y el mandato de Mauricio Macri. La segunda curva compuesta por el resto de los activos post 2019 y rendimientos entre 8 y 11% (entre A020 y AC17) producto de la incertidumbre política que generan las elecciones del año entrante.

A modo de ejemplo, en junio del año pasado (previo a la presentación de las candidaturas a la elección legislativa), el AA21 (bono en dólares con vencimiento en 2021) y el AA19 (bono en dólares con vencimiento en abril de 2019) tenían un spread AA21-AA19 (diferencial de rendimiento entre ambos instrumentos) de 120 puntos básicos. Frente a la postulación de Cristina Fernández de Kirchner y la incertidumbre del resultado dicho spread se amplió a 175 puntos básicos, rápidamente corregido luego de conocerse la victoria del oficialismo. Hoy en día, dicho

### Paso a paso...

spread se encuentra por encima de los 400 puntos básicos producto de la gran incertidumbre electoral del año que viene.

En línea con la renta fija, el peso mostró un desempeño positivo durante la última semana. En particular, se mantuvo prácticamente estable cerrando en el día de hoy en ARS/USD 35,67. Así, luego de la apreciación del 2,3% del pasado 31/10, el peso estuvo en línea con la región, aunque con una apreciación menor (el índice LACI que agrupa la evolución de las monedas de LATAM se apreció un 0,7%).



De esta manera, este primer mes de la nueva política monetaria/cambiaria cierra con un tipo de cambio más estable y tasas con cierta tendencia a la baja (aunque parte de esta baja estaría explicada por estacionalidad intramés). De esta manera, parecería que se está encontrando cierta estabilidad en el mercado cambiario (paso 1), condición necesaria para iniciar un proceso de recuperación. Sin embargo, la estabilidad cambiaria no es condición suficiente, sino que por el contrario, esto debería dar lugar a una desaceleración de la inflación (paso 2), lo que habilitaría al BCRA a convalidar tasas más bajas (paso 3), respetando la política monetaria de crecimiento cero de la base. Más aún, si el tipo de cambio perfora la banda inferior, una

eventual compra de divisas de la entidad monetaria implicaría mayor liquidez lo que tendería a acelerar la caída en las tasas.

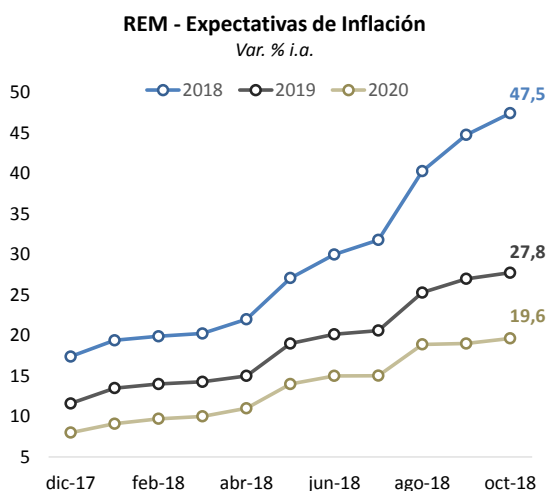
En este sentido, cobra especial relevancia la discusión respecto de cuándo eventualmente se convertirá en una restricción efectiva la tasa mínima del 60% que planteó el BCRA, y qué implica. Si se mantuvieran los encajes en los niveles actuales, una tasa de LELIQ del 60% es compatible con una tasa BADLAR en torno a 42% (i.e. los bancos estarían dispuestos a pagar hasta un 42% para colocar al 60%), y esa tasa pasiva es equivalente a una tasa efectiva del 3,5% mensual. Este rendimiento compara con niveles de inflación que para el mes de noviembre se proyectan en valores que van desde 2,3% hasta más del 3% con cierta concentración entre 2,5% y 2,8%. Es decir que esa tasa BADLAR "mínima" podría estar reportando ganancias en términos reales del 12% anual este mismo mes.

En cuanto a las restricciones para bajar la tasa de política, en el acuerdo con el FMI se menciona que serán necesarios dos meses seguidos de caída *significativa* de las expectativas de inflación de los próximos 12 meses para poder hacerlo. Cabe aclarar que en un escenario con inflación descendente como el que tiene el mercado, todos los meses veremos caer indefectiblemente la inflación 12 meses vista. Con lo cual queda en las manos del BCRA definir qué es *significativo* para evaluar si aplica bajar la tasa mínima. Queda la discusión para un futuro próximo cuando los niveles de tasa se acerquen a los mínimos, por el momento será interesante seguir de cerca las expectativas de mercado para analizar qué pasa efectivamente con las expectativas de inflación.

En este sentido, el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) publicado por el Banco Central el pasado viernes arrojó un leve ajuste a la baja de las expectativas de inflación para los próximos 12 meses. Sin

### Paso a paso...

embargo, este ajuste no sería suficiente como para indicar la posibilidad de un recorte de tasas por debajo del 60%. En detalle, el conjunto de los analistas espera una variación de precios para los próximos 12 meses de 30,6% i.a., mientras que en septiembre y agosto las expectativas eran de 31,9% i.a. y 31,5% i.a. respectivamente. De este modo, el recorte de los últimos dos meses fue de 0,9 p.p.



Ahora si miramos las expectativas de inflación en el margen, se observa un ajuste al alza. Para los meses de noviembre y diciembre de este año, las consultoras están esperando variaciones de precios de 3,1% m/m y 2,8% m/m respectivamente, desde 3,0% m/m y 2,7% m/m que se esperaba en el relevamiento de septiembre. Es así que para 2018, el promedio de los participantes espera una inflación de 47,5% i.a. desde un 44,8% i.a. en el relevamiento previo. Esto significaría una variación de precios implícita para el mes de octubre de 4,8% m/m (desde 4,0% en el relevamiento del mes de septiembre), lo cual da como resultado variación de los precios del orden de 45,0% i.a. en octubre respecto a igual mes de 2017. Para 2019, las expectativas inflacionarias también presentaron un ajuste al alza con una variación de 27,8% i.a. desde una expectativa de 27,0% i.a. en el relevamiento previo.

Por otro lado, las expectativas de tipo de cambio presentaron un ajuste significativo a la baja, luego de que durante todo el mes de octubre la moneda se apreciara 12,8%. En este contexto, el promedio las consultoras encuestadas proyecta una cotización de ARS/USD 39,3 para fin de año, desde ARS/USD 43,0 en el relevamiento previo. Asimismo, para los próximos 12 meses la cotización promedio esperada por los participantes del REM es de ARS/USD 47,2 desde ARS/USD 48,2 en el relevamiento anterior. De este modo, los valores esperados para el peso se acercan a los valores proyectados por el relevamiento del mes de agosto.

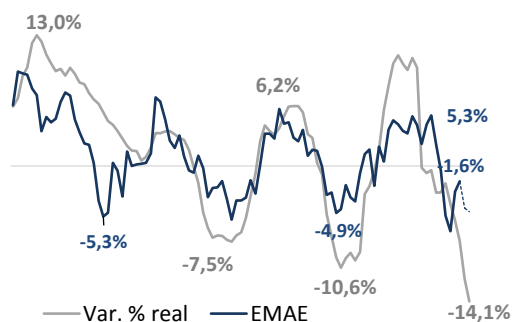
Por último, las expectativas respecto a la evolución de la actividad económica presentaron un leve ajuste al alza en el último relevamiento para 2018. En detalle se espera una caída de 2,4% i.a. en el producto, desde una caída de 2,5% i.a. en el relevamiento del mes pasado. Esta leve mejora, se debería a que para el tercer trimestre del año se conocieron algunos datos que resultaron más alentadores de lo esperado, y una mayor caída en el último trimestre se vería compensada por esta mejora en el margen. En detalle, los participantes esperan que en el último trimestre del año la caída sea de 1,9% t/t desde una caída de 1,0% t/t en el relevamiento anterior. Asimismo, el conjunto de analistas que componen el REM espera una caída de la actividad de 1,0% i.a. en 2019, lo cual implica un ajuste de 0,5 p.p. respecto a lo esperado en el relevamiento anterior, que proyectaba una caída de 0,5% i.a. para igual período.

En este contexto, el viernes de la semana pasada se dio a conocer el dato de la recaudación del mes de octubre publicado por el Ministerio de Hacienda. La misma arrojó un crecimiento de 42,2% i.a. habiendo alcanzado los ARS 312.509 M. Esto significa una variación real levemente negativa respecto del mismo mes del año previo, teniendo en cuenta que las

### Paso a paso...

estimaciones arrojan una variación de precios cercana al 45% i.a. para este período.

**Recaudación total**  
Variación % anual, 12m s.m.



oct-10 feb-12 jun-13 oct-14 feb-16 jun-17 oct-18

Sin embargo, cabe destacar que algunos tributos vinculados a la actividad arrojaron variaciones reales positivas. En primer lugar, el impuesto al cheque creció 51,3% i.a. en el mes de octubre (aproximadamente +4,0% en términos reales), mientras que el IVA creció 59,5% i.a. (aproximadamente 9,0% i.a. en términos reales) de los cuales se destacan sectores como Minas y Canteras por las recientes explotaciones de petróleo en Vaca Muerta, y el sector externo, con el IVA DGA arrojando un crecimiento de 63% i.a.

Continuando con el sector externo, los derechos al comercio exterior arrojaron un crecimiento de 136,2% i.a., algo así como un 62,0% i.a. en términos reales. Este desempeño favorable se debió a los efectos de la devaluación (tanto para las exportaciones como para las importaciones), así como a los aumentos en las alícuotas de las exportaciones establecidos el mes previo. En detalle, los derechos a las exportaciones arrojaron una variación interanual de 265,5% i.a., mientras que los derechos a las importaciones arrojaron una variación más moderada, de 64,9% i.a. Este resultado -por debajo de la depreciación de la moneda- se debe a la desaceleración de las

importaciones que comenzó a observarse en los últimos meses producto de una caída en la actividad económica. En este sentido, con un magro desempeño de la actividad económica y creación nula del empleo, las contribuciones a la seguridad social arrojaron una variación de 24,7% i.a., bien por debajo de la inflación para el mismo período.

Por último, cabe destacar que tanto Ganancias como Bienes Personales presentaron un desempeño negativo en términos reales. Por un lado, la recaudación del impuesto a las Ganancias arrojó una variación de 30,7% i.a., mientras que Bienes Personales cayó 51,3% i.a. en igual período.

## 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.



## 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 Babet  
(5411) 6329-3965

[florencia.babet@bancogalicia.com.ar](mailto:florencia.babet@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.

