



# Weekly Galicia

## Economía & Mercados

21 de noviembre de 2018



Research | Planeamiento Estratégico y Control de Gestión

### Cumpliendo objetivos

- ✓ Una serie de acontecimientos se combinaron en la última semana y crearon un clima de mayor aversión al riesgo por parte de los inversores. Contratiempos internos para Theresa May en medio de las negociaciones del Brexit, la disputa presupuestaria entre Italia y la Union Europea, incertidumbre respecto al conflicto comercial entre EE.UU. y China y el ajuste observado en el precio del petróleo marcaron los temas internacionales de la semana.
- ✓ En un contexto de baja de tasas de interés, se mantiene la estabilidad del mercado cambiario. Esta tendencia se podría reforzar si efectivamente el Central debe emitir para comprar divisas ante una apreciación mayor del peso. El límite de la baja de tasas seguiría siendo la depreciación del peso, que en este escenario tendría un piso del 3% mensual.
- ✓ La semana pasada se conocieron los datos de inflación del mes de octubre que resultaron en una variación de 5,4% m/m, acumulando en el año una inflación de 39,5%, y una variación interanual de 45,9%. Este resultado se vio impulsado por un incremento de 4,5% m/m en los precios del componente núcleo, y por la aceleración de los precios regulados (+7,4% m/m), ambos producto de la depreciación de la moneda local.
- ✓ Por otro lado, las novedades en el plano fiscal fueron positivas. Con un déficit primario acumulado de 1,4% del producto, el Gobierno tiene un margen de 1,3% para lo que resta del año, en el que puede adelantar algunos gastos del 2019, como lo es el caso de los sueldos de diciembre y aguinaldos que anunciaron la semana previa. En este contexto, la semana pasada se aprobó en el senado el presupuesto del próximo año.



### Cumpliendo objetivos

Una serie de acontecimientos se combinaron en la última semana y crearon un clima de mayor aversión al riesgo por parte de los inversores.

En primer lugar, y cuando parecía que las negociaciones del Brexit finalmente se encaminaban, Theresa May vuelve a encontrar dificultades internas para lograr un consenso en medio de las negociaciones que se están llevando a cabo con la Unión Europea. En este sentido, y frente a la renuncia de varios funcionarios de su gabinete la semana pasada, vuelven a resurgir cuestionamientos contra la primer mandataria, inclusive poniendo en jaque su estabilidad al frente del gobierno. Asimismo, la Unión Europea también enfrenta sus propios conflictos internos, con la disputa presupuestaria de Italia que aún no ha sido resuelta, en un escenario en donde los gobiernos euro-escépticos comienzan a tomar mayor fuerza.

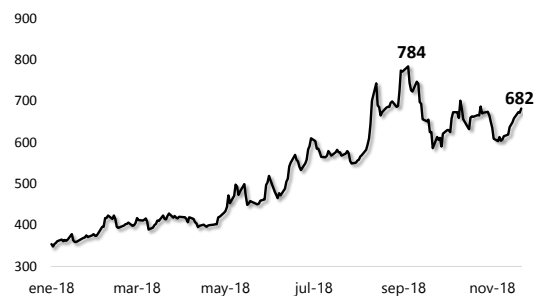
En segundo lugar, el petróleo continua siendo protagonista al ceder fuertemente en la rueda de ayer (-5.7%) luego de un par de ruedas con relativa estabilidad. De esta forma el barril de crudo cotiza en precios de USD 55/barril de WTI, unos 20 dólares por debajo del máximo alcanzando a comienzos de octubre (caída de 28%). Los drivers que motivan el ajuste del crudo parecieran repetirse en el último tiempo. Por el lado de la oferta, los elevados precios del último tiempo incentivarían la producción de diversos jugadores (los productores no convencionales de EE.UU. ganan cada vez más terreno) mientras que por el lado de la demanda un escenario más pesimista con menores perspectivas de crecimiento implicarían consecuentemente una menor demanda de este *commodity*.

En tercer lugar, los acontecimientos mencionados anteriormente se enmarcan en el contexto de la pelea comercial que vienen sosteniendo EE.UU. y China en los últimos meses. En este sentido, el mercado comienza a

inquietarse en la medida que se aproxima el encuentro entre D. Trump y Xi Jinping en la cumbre del G20 con un acuerdo todavía no resuelto y con el presidente norteamericano manteniendo una postura muy agresiva para con la contraparte china.

Por su parte, la volatilidad observada en los mercados en los últimos meses y las mencionadas perspectivas de un menor crecimiento agregado podrían tener un impacto concreto sobre el accionar de la política monetaria de los principales bancos centrales del mundo. En este sentido, y acorde a las propias palabras de las autoridades de la Reserva Federal y del Banco Central Europeo, se podría adoptar una actitud más cautelosa de cara a los incrementos de tasas contemplados en el proceso de normalización monetaria.

**EMBIG Argentina**  
(Puntos Básicos)



Es así como, ante un escenario de tasas menos agresivo y con el *flight to quality* de las últimas semanas, el *Treasury* a 10 años retrocedió unos 18 puntos básicos a rendimientos de 3,06%. No obstante, la compresión de rendimientos observada en los instrumentos de deuda norteamericana no se vio acompañada por una mejora de los spreads de deuda emergente, sino que por el contrario, dichos instrumentos mostraron un desempeño negativo en la semana. En este sentido, Argentina reflejó uno de los peores desempeños en términos de su deuda en dólares con caídas promedio de un 2.5% dada

### Cumpliendo objetivos

la fragilidad de la coyuntura local y la incertidumbre política de cara a las elecciones del año que viene, siendo este último un factor que cada vez toma mayor preponderancia entre los inversores.

La mencionada presión sobre la curva en dólares no se tradujo en el mercado cambiario. En particular, el peso se depreció durante la última semana un 1,0% en línea con la región (en el mismo período el promedio de las monedas de la región se depreció un 0,3%), cerrando la cotización en el día de hoy en ARS/USD 36,26. Así, la cotización del peso se mantiene en valores todavía cercanos a la banda inferior establecida por el BCRA, la cual crece a un ritmo del 3% mensual. Hacia el año próximo, se definiría trimestralmente el ritmo de depreciación de las bandas. En los primeros meses de 2019 se espera una moderada desaceleración respecto del 3% actual, en línea con una reducción en las expectativas de inflación. Así, detrás de la definición de las bandas se mantendría la idea de resguardar el nivel del tipo de cambio real que en los niveles actuales parecería ubicarse en niveles sostenibles. Adicionalmente, un camino de depreciación marcadamente inferior a los niveles de inflación, haría que, ante la necesidad de tener tasas positivas en términos reales, los retornos esperados en dólares quedarían desproporcionadamente altos, fomentando el *carry trade*, retroalimentando la apreciación real y sumando volatilidad a la cotización, algo que pareciera que el Gobierno no está dispuesto a (volver) hacer.

Y es que llegar con un atraso considerable en el tipo de cambio a unas elecciones presidenciales no luce como la mejor opción, habida cuenta que en nuestro país sistemáticamente se incrementa las presiones en el mercado cambiario durante los meses previos a las elecciones, en entornos de incertidumbre y volatilidad. Adicionalmente a mantener un tipo de cambio real en niveles cercanos a niveles de equilibrio, el Gobierno

también contaría con un exceso de dólares entre las fuentes de su financiamiento para el año próximo (principalmente provenientes del FMI), los cuales se combinan con necesidades que en buena parte están denominadas en moneda local. Este monto, que se ubicaría cerca de los USD 10 MM, también le brindaría al Gobierno una herramienta de estabilización del peso.

Mientras tanto, de corto plazo, la amenaza del tipo de cambio sobre la banda inferior, hace preparar al BCRA para volver a intervenir en el mercado cambiario, lo cual implicaría una relajación de la política monetaria. Esto se daría en un contexto en el que las tasas ya están mostrando una clara tendencia a la baja, lo cual en principio podría verse acelerado. En particular en el día de hoy la tasa promedio de las LELIQs licitadas fue de 61,95%, mostrando una reducción de 1.200 pbs. desde el máximo alcanzado a principios de octubre, ubicado en 74,05%. De hecho, el sobrecumplimiento del objetivo monetario (en promedio la base monetaria se redujo un 1,5% en el mes de octubre respecto de septiembre) ralentiza el desinfe de las tasas que parece no tener freno. Sin embargo, el freno todavía está vigente en 60% de acuerdo a lo establecido por el propio BCRA, meta fijada en plena corrida cambiaria y que buscaba dar cierta previsibilidad al mercado. Esa tasa mínima que en principio iba a estar indefectiblemente hasta fin de año, posiblemente sea removida hacia principios del próximo mes, una vez conocidas las expectativas de inflación del mercado, relevadas por el REM.

Así, se confirma lo que esperábamos respecto de que el cambio en la regla que fija la tasa mínima (ahora la reducción en dos meses consecutivos de las expectativas de inflación de los próximos 12 meses) le da grados de libertad al Banco Central para remover la tasa mínima más pronto que tarde. De esta manera, el trilema monetario planteado en nuestro último informe quedaría resuelto: el BCRA

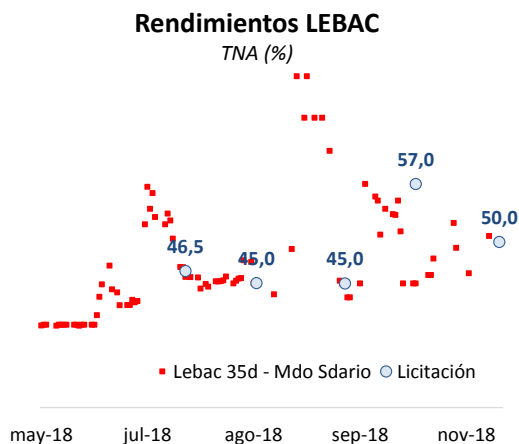
### Cumpliendo objetivos

parece inclinarse por mantener la libertad en los movimientos de capital (algo que descontábamos), y por mantener un tipo de cambio mínimo (manteniéndolo entre bandas) lo cual lo obliga a dejar flotar la tasa (lo cual en este contexto implicaría una aceleración en la caída).

Recordemos sin embargo que esta caída no puede ser "interminable". Existe un piso que se definirá de acuerdo al rendimiento esperado en dólares que exija el mercado en combinación con una depreciación que en este escenario tendría un piso de 3% mensual. Ese rendimiento esperado, si se ubicara en torno al 6%, implicaría una Badlar en cercana a 42%, lo que se traduciría en un rendimiento exigido para las LELIQs por parte de los bancos, cercano al 60% (esto manteniendo los niveles de encajes en los valores actuales, algo que por ahora parece ser el caso base). Si eventualmente el rendimiento exigido en dólares fuera algo menor, habría espacio para efectivamente quebrar el 60%.

una tasa de 50% Habrá que esperar a los próximos días para saber cuánto se absorbe mediante LeCap y LeCer (las nuevas letras del Tesoro) y cuánto termina reflejándose en un incremento sostenido de la base monetaria.

El viernes por la tarde el Ministerio de Hacienda comunicó el llamado a licitación de dos nuevas Letras en pesos a realizarse hoy. Además de una LeCap a 91 días, la novedad fue la introducción de una Letra en pesos ajustable por CER de idéntico plazo a la Letra Capitalizable. La inclusión de la "LeCer" se enmarca –según Hacienda– en una estrategia global que contempla, entre otros objetivos, el de reducir el número de formatos de instrumentos de deuda pública en el mercado local, para concentrarse en instrumentos en pesos nominales y en pesos vinculados a la inflación. Estos títulos facilitarán la lectura de expectativas de inflación implícita en el mercado de bonos, lo que puede constituir una herramienta útil para decisiones de política monetaria y, por lo tanto, el gobierno buscará fomentar el desarrollo de curvas con vencimientos similares. La nueva LeCer debería cotizar con un rendimiento sobre CER similar al BoGato19, que vence dos semanas antes, y que hoy rondaba el 6.5%, mientras que LeCaps de plazo similar se negociaban en torno al 49% en el mercado secundario. Al cierre de este informe se aguardaban los resultados de ambas licitaciones.



Esta presión bajista se da, como decíamos, con un sobrecumplimiento de la meta monetaria de emisión cero. Y posiblemente la expansión consecuencia de la última licitación de LEBACs del día de ayer no altere la ecuación. En particular, del vencimiento de ARS 160,5 MM, el Central solo renovó ARS 38,3 MM, lo que implicó una emisión neta de ARS 120 MM a

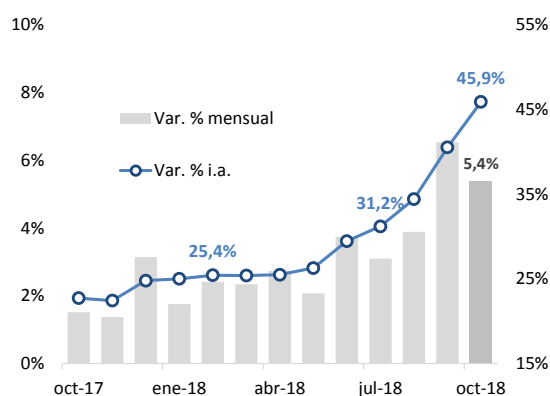
En este marco, la semana pasada el INDEC publicó el dato de inflación del mes de octubre, que resultó en una variación de los precios de 5,4% m/m para el nivel general, acumulando una inflación de 39,5% en lo que va del año, y una variación de 45,9% i.a. Este resultado se vio impulsado por un incremento de 4,5% m/m en los precios del componente núcleo, producto del *pass-through* de la devaluación ocurrida durante el mes de septiembre, y de la aceleración de los precios regulados (+7,4% m/m), también producto de la depreciación de la moneda local. De este

### Cumpliendo objetivos

modo, los precios regulados arrojan una variación de 61,1% i.a., siendo este rubro el que mayor inflación presenta como consecuencia de los ajustes tarifarios. El aumento de tarifas (de gas, peajes, trenes y colectivos) afectó a los rubros **Vivienda, Agua, Electricidad y Otros Combustibles** (+8,8% m/m) y **Transporte** (+7,6% m/m), que arrojaron los mayores aumentos, en conjunto con **Bienes y Servicios Varios** (+6,2% m/m) y **Alimentos y Bebidas no Alcohólicas** (+5,9% m/m).

#### Índice de Precios al Consumidor

Variación mensual e interanual



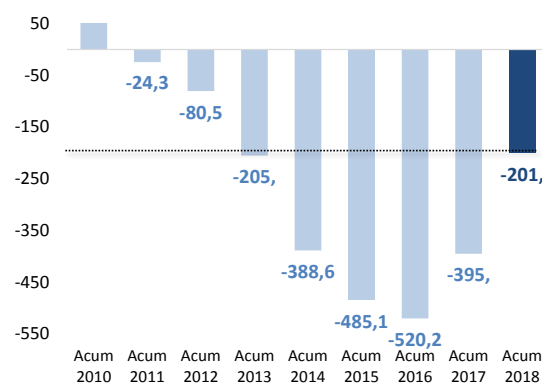
En el margen, según algunos indicadores de alta frecuencia, la inflación habría marcado una fuerte desaceleración que permitiría que durante el mes de noviembre la inflación se encuentre por debajo del 3% m/m. Sin embargo, los aumentos de precios ocurridos durante el mes marcarían un piso cercano al 2,5% m/m según algunos analistas (por encima del 2,3% estimado por el gobierno) debido al efecto de segunda ronda de los aumentos algunos rubros en el mes de octubre. Al respecto, el día de ayer la Universidad Torcuato Di Tella publicó el relevamiento de expectativas de inflación para los próximos 12 meses, que arrojó una caída respecto al mes previo por primera vez desde julio de 2017. En esta ocasión las expectativas bajaron de 40% i.a. a 30% i.a. Hacia adelante, esperamos que la inflación se mantenga entre el 2-3% m/m en los próximos meses para

cerrar el año con una variación de precios del orden del 47% i.a. (por encima del 40% estimado por el FMI en sus proyecciones).

Continuando las novedades en el plano local, el Ministerio de Hacienda publicó el viernes de la semana pasada el resultado fiscal del mes de octubre, en el que –con una caída respecto al año previo de 49,0%– el déficit alcanzó los ARS 16,6 MM. De este modo, el fisco acumula un déficit primario de ARS 200,1 MM (teniendo en cuenta el programa de inversiones prioritarias) que representa un 1,4% del producto. Esto le da un margen al Gobierno de 1,3% del PBI para los próximos dos meses lo cual le permitiría alcanzar la meta e incluso adelantar gastos del año próximo para ayudar con el cumplimiento del déficit cero en 2019. En este marco se explica el adelanto del pago del sueldo del mes de diciembre y el pago de aguinaldos para fines de este año.

#### Déficit Primario acumulado

En miles de millones de \$ a precios oct-18

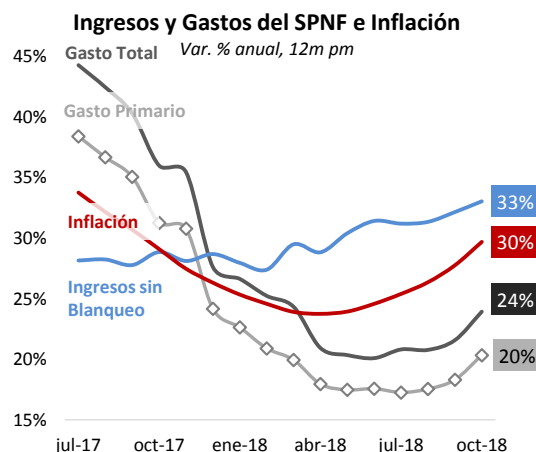


Este resultado fue posible gracias a que los ingresos continúan creciendo por encima de los gastos. En detalle, los primeros crecieron 45,6% i.a. en octubre, mientras que los gastos se incrementaron 30,4% i.a. El incremento de los ingresos encuentra su explicación en varios factores. En primer lugar, el IVA (+58,0% i.a.) y el Impuesto al Cheque (+79,1% i.a.) – impuestos ligados a la actividad económica–

### Cumpliendo objetivos

arrojaron variaciones bien por encima de la inflación. Pero esto se da en un contexto en que la evolución de la actividad no sería la fuente de explicación, sino que la mejora estaría relacionada con a) una mayor eficiencia en la recaudación; b) el desarme de stock de las empresas limita la posibilidad de tomarse el crédito IVA (lo cual tendría un efecto negativo hacia adelante). Por otro lado, los derechos al comercio exterior arrojaron variaciones significativas, en parte, por la introducción del nuevo impuesto a las exportaciones, y en parte por el efecto de la devaluación. Es así que los derechos a la exportación arrojaron una variación de 296,1% i.a., mientras que los derechos a la importación crecieron 74,5% i.a. a pesar de haber mostrado una desaceleración en el margen.

En cuanto a los gastos, continúan creciendo por debajo de la inflación. En particular, los componentes que menor crecimiento arrojaron fueron los gastos corrientes (+16,2% i.a.) y las prestaciones sociales (23,1% i.a.). Éste último se condice con la fórmula introducida a principio de año, que establece que el ajuste de este gasto se dará en base a la inflación y ajuste salarial (RIPTE) pasados. Esto significaría que para 2019 los gastos en prestaciones sociales crecerían en línea con la inflación y la actualización salarial del 2018, lo que –en un contexto de desaceleración de la inflación– implica un crecimiento en términos reales. Por otro lado, vale destacar que los gastos en subsidios económicos (+73,9% i.a.) fueron los que mayor incremento presentaron, seguidos por los gastos de capital (+42,1% i.a.). Esto tiene sentido, teniendo en cuenta que ambos se encuentran fuertemente ligados a la evolución del tipo de cambio.



En referencia a los números fiscales de 2019, cabe destacar que el jueves de la semana pasada el senado aprobó el presupuesto 2019 con 45 votos a favor, 24 en contra y una abstención. La aprobación del proyecto de presupuesto (ya convertido en ley) es un primer paso hacia el objetivo de equilibrio fiscal, condición necesaria (y la principal condición) para la continuación del acuerdo con el Fondo Monetario Internacional, y por ende vital para la viabilidad del programa oficial.

## 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 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.

