

A blurred background image of two business professionals shaking hands in an office setting. In the foreground, there are several laptops and documents with charts and graphs, suggesting a business or financial context.

Weekly Galicia

Economía & Mercados

5 de diciembre de 2018



Research | Planeamiento Estratégico y Control de Gestión

La base está...

- ✓ En la última semana, diversos acontecimientos marcaron la agenda de los mercados internacionales, con novedades desde la cumbre del G20, pasando por los movimientos políticos observados en Europa y también con novedades respecto a la política monetaria llevada a cabo por la Reserva Federal.
- ✓ Mientras el tipo de cambio continúa desplazándose al ritmo de los impactos globales, el BCRA efectuó una serie de anuncios que en líneas generales pone de manifiesto el esfuerzo que la entidad está dispuesta a realizar en materia monetaria, sumando *ceteris paribus* alguna presión bajista sobre el tipo de cambio.
- ✓ En el último REM se observó una leve mejora de las expectativas en general, tanto menor inflación en el margen como una trayectoria más acelerada en la caída de la tasa de política monetaria y un tipo de cambio levemente por debajo de las expectativas del mes previo. Con todo, el 2018 cerraría con una inflación de 47,5% i.a., un tipo de cambio de ARS/USD 39,0, y una tasa de política monetaria de 60%.
- ✓ La recaudación del mes de noviembre alcanzó los ARS 300 MM, creciendo 33,7% i.a. respecto a igual mes del año previo, y un 30,7% en el acumulado del año. El incremento de noviembre resultó negativo en términos reales (casi -10% i.a.) explicado por un deterioro de los impuestos a la seguridad social, y una recaudación algo más moderada del IVA y de Ganancias, que no supieron alcanzar a la inflación.
- ✓ La recesión económica del cuarto trimestre ya se ve reflejada en los primeros indicadores de actividad disponibles. En octubre, tanto el ISAC como el EMI (indicadores oficiales de la evolución de la construcción y de la industria, respectivamente) exhibieron contracciones, consolidando la tendencia negativa de la economía. Más aún, los indicadores parciales ya disponibles al mes de noviembre indican que la caída persistirá al menos hasta fines de este año.



La base está...

En la última semana, diversos acontecimientos marcaron la agenda de los mercados internacionales, con novedades desde la cumbre del G20, pasando por los movimientos políticos observados en Europa y también con novedades respecto a la política monetaria llevada a cabo por la Reserva Federal.

En un encuentro altamente esperado por los inversores, el sábado pasado Donald Trump y Xi Jinping mantuvieron una cena en Buenos Aires con el objetivo de acercar posiciones en medio de la disputa comercial que envuelve a ambos países desde hace ya varios meses. En este sentido, las reacciones iniciales fueron muy positivas (desatando un rally de los activos de riesgo durante el lunes) ya que se conoció que ambos mandatarios habían alcanzado una tregua y que las negociaciones se intensificarían en las próximas semanas. No obstante, con el correr de las horas a falta de la publicación de un comunicado oficial conjunto y sin dar a conocer los detalles del acuerdo alcanzado, el mercado comenzó a dudar de los alcances del mismo, borrando en gran parte el entusiasmo de la rueda anterior. De esta forma, la novela comercial entre ambos países sigue abierta con un mercado expectante a lo que pueda suceder en las próximas semanas respecto a la posibilidad que efectivamente se llegue a un acuerdo o por el contrario ante un escenario en donde la guerra comercial siga escalando.

Otro de los sucesos más relevantes de la semana vino de la mano de la Reserva Federal, en particular con las declaraciones de varios miembros que integran el comité de política monetaria. La semana pasada, el presidente de la entidad, Jerome Powell había sorprendido al mercado con un discurso mucho más *dovish* (cauteloso) a lo que venía declarando en los últimos meses. Dicho mensaje fue interpretado por el mercado como una señal de menores incrementos de tasas por parte de

la Fed de cara a 2019, dando sustento al mencionado rally de los activos. No obstante, en las últimas ruedas, otros miembros del comité salieron a destacar la solidez en la dinámica de crecimiento de la economía norteamericana, dando pie a que se pueda seguir profundizando el ciclo de normalización monetaria con incrementos en la tasa de interés, contradiciendo en cierta medida las propias palabras de Powell. Lo cierto es que dentro de dos semanas tendrá lugar la última reunión de política monetaria del año para la Reserva Federal con una probabilidad implícita de suba descontada por el mercado de un 74%. Más allá de la eventual suba de la tasa, será relevante la reunión ya que a posteriori Powell brindará una conferencia de prensa y se publicarán las proyecciones que elaboran los miembros del comité.

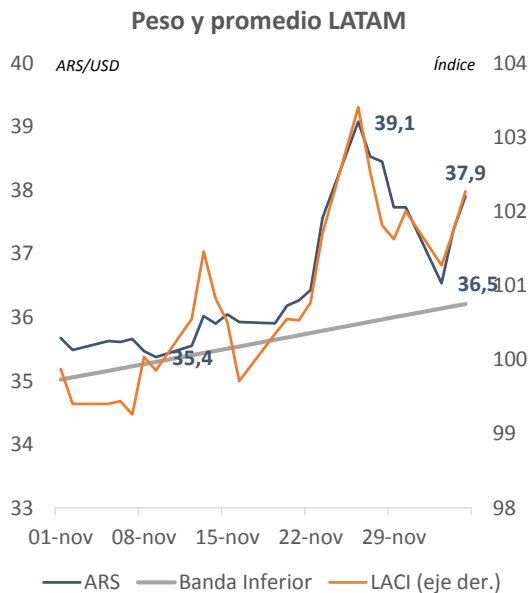


Al ritmo del contexto global y en consonancia con el resto de las monedas de la región se movió el tipo de cambio en la semana, primero apreciándose un 5% hasta el lunes para después depreciarse un 2,5%, acumulando una apreciación del 2,6% y ubicándose en el día de hoy en torno a ARS/USD 37,45.

En este sentido, los anuncios del COPOM (Comité de Política Monetaria) del BCRA del día de hoy podrían reforzar las presiones bajistas del tipo de cambio, habida cuenta de un sesgo algo más *hawkish*. Y es que más allá

La base está...

de la relajación de la tasa mínima, el tono de los anuncios pone de manifiesto que el BCRA está dispuesto a reforzar el objetivo monetario antes que preocuparse porque el tipo de cambio se mantenga por encima del límite inferior de la banda.



Efectivamente, conocidas las cifras del REM y con dos bajas consecutivas en las expectativas de inflación a 12 meses, el BCRA quedó habilitado a remover la tasa mínima del 60% que había comprometido Luis Caputo en plena corrida cambiaria. Dado el nuevo esquema monetario, donde la entidad se compromete a controlar las cantidades (i.e. la base monetaria), los precios (i.e. tasa de interés) quedan determinados endógenamente. Al menos así funciona en principio, porque la tasa quedaría determinada puramente de manera endógena si el objetivo fuera una variación determinada de base monetaria. Pero el objetivo plantea una variación *máxima*, con lo cual el Central puede sobrecumplir la meta, absorber más pesos y de esta manera sostener la tasa. De todas maneras, en el día de hoy finalmente el BCRA convalidó una tasa

promedio de 59,1% (bajando en el día 90 pbs. y absorbiendo igualmente ARS 39 MM).

Justamente, el segundo anuncio del día de hoy afirma que la meta de diciembre se sobrecumplirá en *como mínimo* ARS 16 MM (lo cual dejaría a la variación del mes en 4,9%, en comparación con el 6,2% previsto originalmente) respecto del mes anterior. Así el BCRA busca preservar el sobrecumplimiento de los últimos meses y a su vez se guarda cierta discreción para eventualmente seguir sosteniendo tasas por encima de lo que naturalmente requeriría el mercado.

Complementando esta estrategia, en el tercer anuncio el BCRA se autolimita en la intervención del mercado cambiario en el caso de que la cotización se ubique por debajo de la banda inferior. Así, efectivamente la meta de base monetaria se incrementará con las compras de dólares realizadas mediante licitaciones del BCRA, pero estas compras se limitarán a USD 50 M por día (vs. los USD 150 M comprometidos como máximo en el acuerdo con el FMI) y hasta un 2% de la meta monetaria (sólo para el mes de diciembre). Considerando el sobrecumplimiento en el objetivo y este 2% adicional (el cual implicaría un incremento en la demanda de pesos, dado que sólo se daría con el tipo de cambio por debajo de la banda), como máximo la base monetaria podría crecer hasta 7%. Así, más allá de la remoción de la tasa mínima (incompatible por definición con este esquema), el resto de las medidas apuntan a ralentizar la baja en las tasas (que de otra manera, estarían bajando más rápidamente) y a endurecer los objetivos monetarios, a costa de una regla más laxa para contener la baja del tipo de cambio.

El último de los anuncios, justamente apunta al mercado cambiario de cara al año próximo. Se definió el ritmo de actualización de las

La base está...

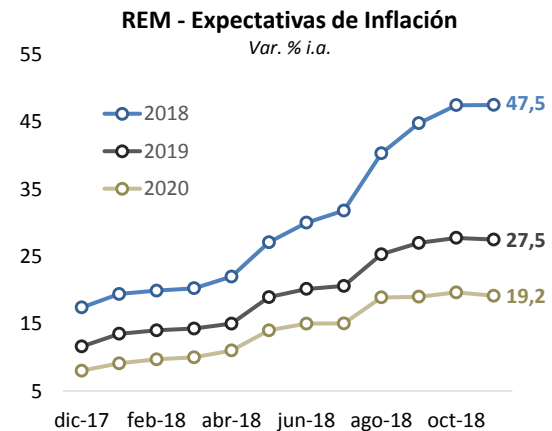
bandas cambiarias en un 2% mensual para el primer trimestre del año, que compara con el 3% actual. A diferencia de la situación actual, este 2% mensual deja el crecimiento de la banda cambiaria por debajo de las expectativas de inflación. Para diciembre, las expectativas de inflación son del 2,7% (ver apartado REM), por debajo del 3%. Las expectativas de inflación del mes que viene se ubican en 2,5%, por encima del 2%.

Asumiendo que la actualización de la banda (más una prima de riesgo cambiario) es un proxy de expectativas de devaluación, y asumiendo que esta prima se mantiene estable en enero (un supuesto fuerte, pero el mejor supuesto posible), entonces manteniendo el rendimiento exigido en dólares de las tasas en pesos (en torno a 14% anual) implicaría una baja de las tasas pasivas que dejaría las tasas reales en niveles en torno al 7% (poco probable que el BCRA convalide estas tasas, con estos niveles de inflación). Por el contrario, sería esperable observar otro mes de sobrecumplimiento de meta monetaria, con el Central sosteniendo las tasas. Pero esto implicaría rendimientos esperados en dólares sensiblemente mayores a los actuales y mayores a la tasa real. De manera que, eventualmente, este escenario implica mayores presiones bajistas sobre el tipo de cambio que un escenario alternativo con un sendero de tipo de cambio creciendo más cerca del 3%.

Expectativas de mercado (REM)

El día de ayer el Banco Central publicó el Relevamiento de Expectativas de Mercado del mes de noviembre, el cual era esperado por los analistas y operadores de mercado frente a la posibilidad de eliminar el piso de la tasa de LELIQ de 60% (lo cual se hizo efectivo el día de hoy, como mencionamos anteriormente). En este marco, el resultado del REM arrojó una

caída en las expectativas de inflación para los próximos 12 meses de 2 p.p. En detalle, las expectativas de inflación fueron de 28,6% i.a. para los próximos 12 meses, mientras que en octubre y septiembre la expectativa se había ubicado en 30,6% i.a. y 31,9% i.a. respectivamente.



En el margen, las proyecciones de las consultoras arrojaron una inflación de 47,5% para 2018, manteniendo los valores respecto del relevamiento previo. Sin embargo, con la inflación de octubre conocida (5,4% m/m), y frente a una variación de precios esperada de 2,7% m/m para diciembre de este año, la inflación implícita esperada en el mes de noviembre sería de 2,9% m/m, desde el 3,1% m/m esperado en el relevamiento anterior. Esta leve tendencia bajista se repitió en las expectativas de inflación de 2019, que pasaron de 27,8% a 27,5% en el último relevamiento. Estos leves ajustes a la baja se dan luego de un año caracterizado por muchas correcciones al alza, lo cual podría estar marcando un cambio de tendencia.

Por otro lado, en un contexto de baja de tasas algo más rápido de lo esperado al comienzo del nuevo programa monetario, las expectativas de tasa de política monetaria (LELIQ) fueron a 60% para fines de 2018, desde el 65% esperado en el mes previo. Hacia

La base está...

adelante se observa un ajuste algo mayor, y es así que las proyecciones para los próximos doce meses pasaron de 40% en el relevamiento previo, a 36,8%. Sin embargo, las expectativas de tasa para fin de 2019 se mantienen en 35%, dando cuenta de que el mercado espera un mayor ajuste en el margen, pero con una tendencia similar hacia fines del año próximo

Por último, desde el relevamiento del mes previo las expectativas de tipo de cambio se moderaron levemente hacia abajo. En detalle, para fin de 2018 fueron de ARS/USD 39,0 desde ARS/USD 39,3 en el relevamiento previo, mientras que para los meses siguientes el ajuste fue de 0.4 p.p. para abajo en promedio. Del mismo modo, para fines de 2019 el ajuste fue leve, de 0.4 p.p. arrojando un tipo de cambio de ARS/USD 48,5 en el último relevamiento.

Recaudación y actividad

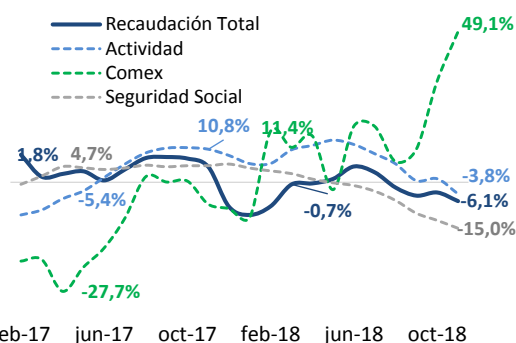
El lunes de esta semana el Ministerio de Hacienda dio a conocer el resultado de la recaudación del mes de noviembre, la cual alcanzó los ARS 300 MM avanzando así 33,7% i.a. respecto a igual mes del año previo, lo que significa una caída real de casi 10% i.a. En el acumulado del año, el incremento de la recaudación fue de 30,7% i.a. Este desempeño se explica por un comportamiento mixto de los diferentes tributos.

Siendo el IVA el componente que mayor participación tiene en la recaudación (32%), en noviembre creció 30,3% i.a. explicado por un crecimiento de 41,2% i.a. del IVA DGI (impuesto ligado a la actividad) y un aumento de tan sólo 6,4% i.a. del IVA DGA (impuesto ligado al comercio exterior). Éste último se vio afectado por algunos recortes realizados en el mes de noviembre en las percepciones de algunas posiciones arancelarias y por la

marcada desaceleración en la evolución de las importaciones. Por otro lado, el impuesto a las ganancias arrojó un crecimiento de 37,9% (caída real de 7% i.a.), mientras que Bienes Personales mostró una caída de 53,3% i.a. afectado por menores alícuotas respecto a las del año previo.

Recaudación tributaria

Var. % i.a. real - 3m pm

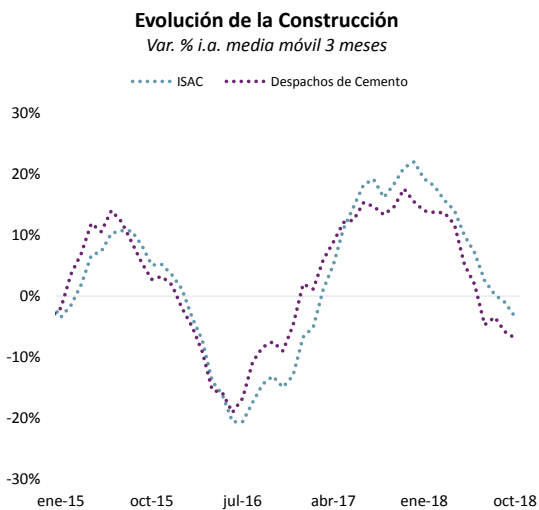


Por otro lado, los derechos al comercio exterior arrojaron nuevamente un comportamiento dispar. En primer lugar, los derechos a la exportación crecieron 228,5% i.a., por los efectos de la devaluación y de los derechos a las exportaciones establecidos en el mes de septiembre. Este doble efecto ayudó a que este tributo pase de representar 2,6% durante todo 2017, a un 4,9% en el último mes de recaudación (3,1% en el acumulado del año). En segundo lugar, los derechos a la importación arrojaron un desempeño mucho menor, de 31,8% i.a. en el mes de noviembre, lo cual se relaciona directamente con la caída de la actividad observada en los últimos meses. En detalle, teniendo en cuenta la depreciación de la moneda durante el último año, este tributo cayó 36,8% i.a. en dólares.

Asimismo, también en línea con una actividad en rojo, y con una caída del empleo formal, los Impuestos asociados a la Seguridad Social crecieron 22,6% i.a., lo que significa una caída real de 17% i.a. para estos impuestos, que representan 24,9% de la recaudación total.

La base está...

En línea con la evolución de la recaudación, la recesión económica del cuarto trimestre ya se ve reflejada en los primeros indicadores de la actividad disponibles. Por caso, el Índice Sintético de la Construcción (ISAC) arrojó su segunda caída interanual consecutiva en octubre (-6,4%) marcando definitivamente el fin de la racha de crecimiento del sector, comprendida entre 2017 y la primera mitad de 2018. Aunque, por el efecto positivo del primer semestre, en el acumulado de los primeros diez meses del año la construcción creció 4,9%, desde el estallido de la crisis cambiaria que la superficie autorizada para la construcción viene cayendo (con un promedio de -11,4% i.a. entre abril y octubre), cuyo efecto se seguirá viendo también en los próximos meses.



Otro dato negativo fue el de los despachos de cemento de noviembre, que arrojaron su mayor caída del año (-17,7%) y alcanzaron su menor nivel para el mes desde noviembre de 2009, con sólo 980.500 toneladas. De esta manera, la tendencia negativa del sector se consolida y la construcción cerraría este año con un estancamiento o incluso con cierta caída. Este cambio en su desempeño responde a la paralización de la obra pública, resultado del ajuste fiscal llevado a cabo por el gobierno,

y a la retracción del crédito hipotecario, producto de la mayor inestabilidad (que derivó de la crisis cambiaria) y de la recesión económica.

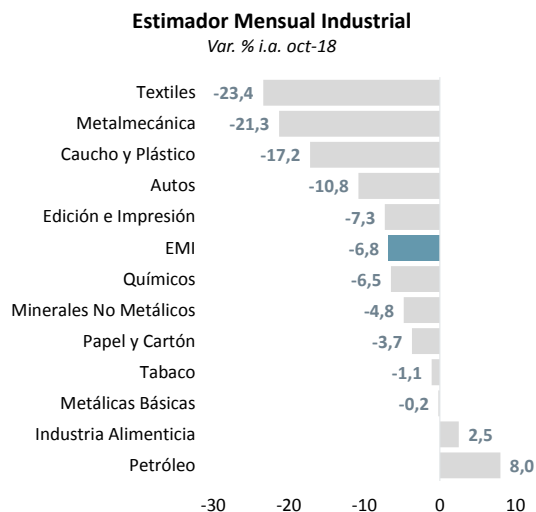
Otro sector que acusa recibo de la contracción de la economía es la industria, cuyo indicador oficial (EMI) verificó una caída de 6,8% en octubre. De este modo, el sector manufacturero acumula un rojo de 2,5% en los primeros diez meses del año. Los sectores más afectados de los últimos meses fueron la industria metalmecánica (insumo clave para la fabricación de electrodomésticos) y la automotriz. Ambos sectores son afectados por el desplome en las ventas de electrodomésticos y de autos, cuyos precios virtualmente dolarizados aumentaron notablemente como resultado de la devaluación del peso y retrajo las ventas, lo que además se combinó con un deterioro del salario real.

En el caso de los autos, las ventas de 0 Km vienen en caída desde hace varios meses, con noviembre mostrando una de las contracciones más bruscas: el patentamiento de autos se hundió 45,9% interanual. En el caso de los electrodomésticos, si bien las ventas en términos reales crecían fuertemente hasta junio de este año por el "efecto Mundial" en julio y agosto no lograron ganarle a la inflación y en septiembre directamente cayeron 1,8% en términos nominales.

A las de la industria automotriz y metalmecánica se pueden sumar retracciones en casi todos los demás rubros del sector manufacturero. Vale la pena destacar el caso de caucho y plástico, que viene cayendo más profundamente en los últimos meses, particularmente por la contracción en la producción de neumáticos. Lo mismo se dio en el caso de minerales no metálicos, cuyo

La base está...

desempeño fue reflejo de la retracción en la producción de insumos de la construcción.



En el corto plazo, no prevemos una recuperación de la industria a nivel agregado, por lo que el EMI cerraría el año con una caída del orden del 3% y comenzaría el próximo con una inercia negativa. Sin embargo, podrían verse mejoras puntuales en sectores como en la industria alimenticia, de la mano de una buena cosecha gruesa en el segundo trimestre del año que viene. Si a ello se le suma una economía brasilera más dinámica en 2019, el año próximo un aumento de las exportaciones industriales argentinas al país vecino podría compensar, al menos parcialmente, la alicaída demanda doméstica.

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.



Macroeconomía

Martín Quinteiro
(5411) 6329-3667

martin.quinteiro@bancogalicia.com.ar

Lucrecia Taravilse Diez
(5411) 6329-3175

lucrecia.taravilsediez@bancogalicia.com.ar

Florencia Babet
(5411) 6329-3965

florencia.babet@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.

