

Informe Quincenal N° 160

Índice

- ◆ **Inflación**
 - La inflación núcleo vuelve a acelerarse

- ◆ **Fiscal**
 - Recaudación: caída real del 11% ia

- ◆ **Monetario**
 - Suba de encajes para aliviar la esterilización
 - Bajando las tasas

- ◆ **Sector Externo**
 - Competitividad en baja

- ◆ *Anexos: Monitor de variables y Monitor internacional*

Viernes 10 de junio de 2016

labourcapitalgrowth

Costa Rica 4161
(5411) 4862-8992
www.lcgsa.com.ar
contacto: info@lcgsa.com.ar

La inflación núcleo vuelve a acelerarse

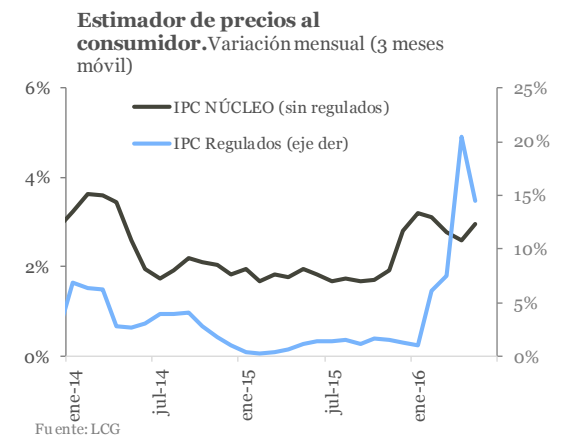
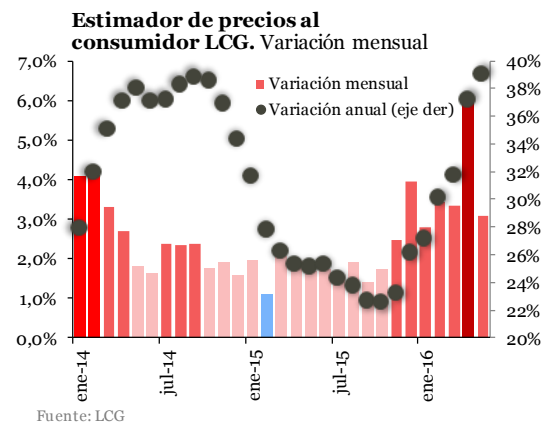
En mayo, los precios minoristas promediaron una suba del 3,1% mensual. Si bien representa una desaceleración respecto del 6% registrado en abril, explicado por el ajuste de las tarifas de los servicios públicos, **la dinámica inflacionaria volvió a los niveles del 1T-16.** En lo que va del año los precios acumulan un incremento del 20%, y del 39% en relación a un año atrás.

A diferencia de lo ocurrido el mes pasado, **la inflación “núcleo” mostró una aceleración en mayo: fue del 3,3% mensual, 1 pp mayor a la de abril** (y 0,6 pp superior al promedio del 1C-16). **En términos interanuales, la variación “núcleo” es del 33,4% ia.** Distintamente, el Índice de los bienes y servicios regulados aumentó apenas 1,4% mensual, traccionado por la suba del 10% en el precio de los combustibles autorizada a principios del mes.

Sólo dos rubros registraron aumentos por encima del promedio: **Otros bienes y servicios (+12%) y Alimentos y bebidas (+4%), y conjuntamente explicaron 2/3 de la inflación del mes.** En el primer caso fue clave el aumento del 50% en el precio de los cigarrillos aplicado desde mediados de mayo¹, aunque también incidió la suba del 4% en artículos de tocador y del 3% en los de belleza.

En Alimentos y bebidas, el aumento del 3,9% de mayo resulta el más alto del año, ubicándose 1,3 pp por encima del promedio de los cuatro meses anteriores. En lo que va del año acumulan un incremento del 15,2%, y del 36,4% en relación a mayo-15. En mayo la suba fue generalizada para todos los subrubros, pero sólo tres explicaron el 80% del aumento del mes: Verduras promedió un aumento del 11,7% y aportó 1,5 pp a la inflación de alimentos; Carnes subió 3,7% (+4,5% la vacuna) y contribuyó con 1 pp; y con un incremento del 5,7% los Lácteos sumaron 0,6 pp adicionales.

¹ Para junio quedaría un arrastre de entre 13%.

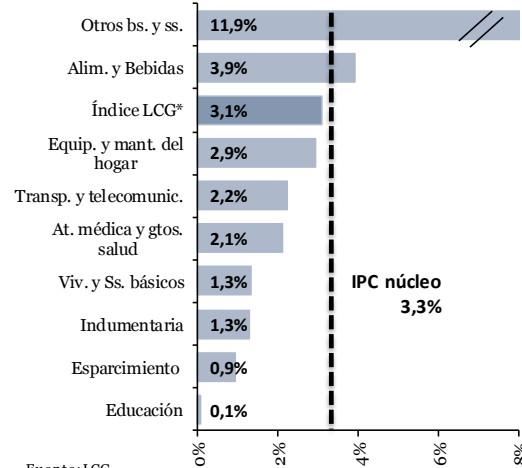


Entre el resto de los rubros que componen el Estimador de precios LCG, se destacaron tres de ellos con aumentos por encima del 2% mensual. **Equipamiento y mantenimiento del hogar** registró un incremento del **2,9%**, afectado por la suba del 5% en los servicios del hogar (doméstico y lavandería), del 3% en los productos de limpieza y también en el costo de las herramientas. El alza en **Transporte y Comunicaciones (+2,2%)** estuvo fundamentalmente impulsada por el aumento de los Combustibles (10%), que explicó $\frac{3}{4}$ del incremento del rubro y 0,2 pp de la inflación mensual. También incidieron los aumentos en los servicios de reparación de automóviles (+7%), en seguros y otros servicios asociados (2%) y en el costo de los automóviles tanto nuevos como usados (+2% mensual promedio). Finalmente, el rubro del **Salud promedió un incremento del 2,1% mensual**, traccionado por la suba del 5% en el precio de los medicamentos, que acumulan un aumento del 17% en 5M-16.

Ya sin el impacto de las tarifas, el rubro de Vivienda registró un aumento del 1,3% en mayo. Indumentaria tuvo un incremento de igual magnitud (1,3%) y Esparcimiento de sólo 0,9%, a partir de que la estacionalidad negativa que tienen los precios vinculados al turismo en el mes. Por último, Educación tuvo un aumento de apenas 0,1% mensual, por el alza de los útiles escolares.

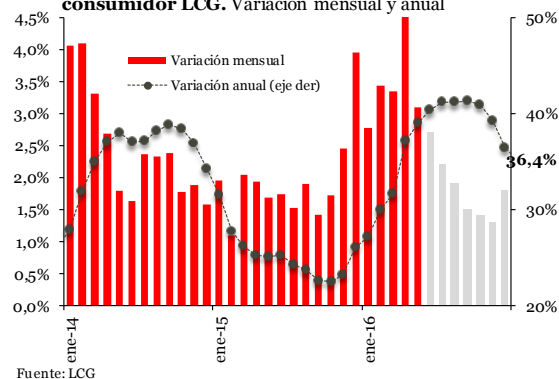
De los anuncios hechos hasta ahora, **queda pendiente para este mes el incremento del 66% establecido para el boleto de subte y la suba del 15% autorizada sobre las cuotas de la medicina prepaga: conjuntamente ambos aumentos aportarán 0,5 pp de inflación.** Por otro lado, **es de esperar que la inflación núcleo (que no reflejará el impacto de dichos anuncios) comience a mostrar un sendero más claro de desaceleración.** Sin una nueva ola de recomposición de precios relativos, **los efectos indirectos del ajuste de las tarifas serán cada vez menores.** A su vez, **el mercado freno que está sufriendo la actividad económica será otro factor determinante que quitará presión a la dinámica inflacionaria.** Aun así, esperamos aumentos todavía por encima del 2% en los próximos tres meses y

Rubros del Estimador de precios al consumidor. May-16. Var. mensual



Fuente: LCG

Proyección: Estimador de precios al consumidor LCG. Variación mensual y anual



Fuente: LCG

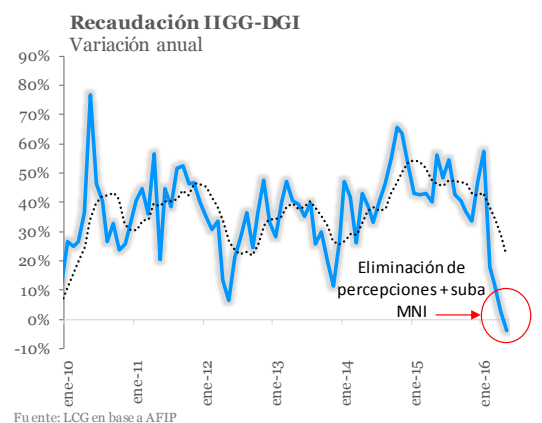
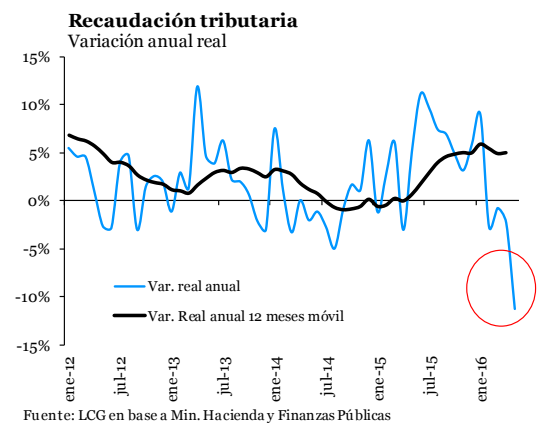
en torno al 1,5% en los cuatro restantes. Con todo, **proyectamos una dinámica inflacionaria en torno al 36,5% ia para diciembre, consistente con una inflación anual promedio del 37,3%** (12 pp superior a la registrada en 2015).

Recaudación: caída del 11% ia real

En mayo, la recaudación tributaria registró el crecimiento más bajo de los últimos 12 meses: **sumó un total de \$ 170.300 M, apenas 23% más que un año atrás. En términos reales, implica una caída del 11% ia y ya suma 4 meses consecutivos en baja.**

Afectados por las modificaciones tributarias implementadas al inicio de la actual gestión, **Ganancias y Derechos de Exportación se constituyen como los principales lastres de la recaudación.** Distintamente, **IVA, Contribuciones a la Seguridad Social y, en menor medida, Derechos de Importación, son los que, por diferentes motivos, vienen mostrando mayor dinamismo.** El resto de los impuestos crece en términos nominales, pero lo hace muy por debajo de la inflación.

Por Ganancias se recaudaron \$ 44.300 M en mayo, lo que implica una caída nominal del 1% ia. Al igual que en los meses anteriores, la explicación obedece a la combinación de varios factores: **la eliminación de las percepciones por turismo en el exterior (35%) y por la compra de moneda extranjera para atesoramiento (20%), la gradual devolución de las mismas² y la suba del mínimo no imponible para los trabajadores en relación de dependencia.** Estos tres factores implicaron menores recursos por \$ 6.600 M en el mes, redu-



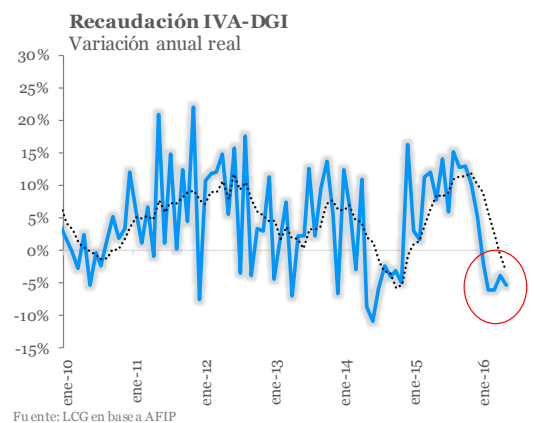
² Para los contribuyentes que no pagan IIGG ni Bienes Personales, la AFIP está reintegrando lo retenido entre 2012 y 2014 en cuotas mensuales de hasta \$ 6.000. Desde agosto comenzará a restituir lo percibido en 2015.

ciendo en 14 pp de crecimiento interanual al IIGG³. A su vez, en mayo se sumó el efecto de una elevada base de comparación interanual (+54% ia en may-15) y, siendo el mes de vencimiento para las empresas que cerraron balances en diciembre, los peores resultados de algunas ellas⁴ determinaron un menor pago de impuestos.

Por su parte, **la recaudación de Derecho de Exportación (\$ 7.900 M) también se contrajo en términos nominales 1% ia en mayo.** Obviamente, la baja está directamente ligada a la eliminación de las retenciones, salvo los del **complejo sojero**. En efecto, **estas aumentaron un 41% ia, aunque medidas sin el efecto de tipo de cambio tuvieron una caída del 11% ia.**

Dentro de los impuestos que traccionaron el crecimiento de la recaudación, el IVA se destaca en el primer lugar: **se recaudaron \$ 45.800 M, 41% más que un año atrás. Registró el mismo crecimiento que en abril y 6 pp por encima del promedio del 1T-16 (+35% ia).** Sin embargo, al interior del mismo la disparidad es importante. **El tramo DGI (2/3 del total) creció a una tasa del 32% ia, lo que implica una caída real del 5% ia. Se trata de la quinta baja real consecutiva, poniendo en evidencia el desplome que está sufriendo la actividad doméstica.** En el otro extremo, el tramo DGA aumentó 56% ia, enteramente explicado por el efecto tipo de cambio. A su vez, los desembolsos por Devoluciones y reintegros se redujeron a sólo \$ 160 M en mayo, apenas un 25% del total desembolsado en may-15 (\$ 655 M). Este “ajuste” aportó casi 2 pp de crecimiento a la recaudación del impuesto.

Las Contribuciones a la Seguridad Social (\$ 42.800 M) aumentaron 44% ia, variación que se encuentra amplificada por una muy baja base de comparación interanual (+26% ia en may-15). Si bien el cierre de las paritarias empieza a jugar a favor, el ajuste del empleo público y el estancamiento del empleo privado formal⁵ inciden



³ Ajustando por estos efectos, la recaudación de IIGG habría sido del 13% ia en lugar de -1% ia.

⁴ Abad hizo referencia a las del sector petrolero y minero.

⁵ Ver Informe Quincenal N° 159.

en sentido contrario: en lo que va del año las Contribuciones promedian crecimiento del 34% ia, más en línea con la dinámica del mercado laboral. Por su parte, **los Derechos de Importación (\$ 4.700 M) registraron un crecimiento del 63% ia en mayo, aportando el 6% de los mayores recursos del mes.** Medida en dólares, la recaudación por DI creció 3% ia y suma tres meses consecutivos en alza.

Recaudación tributaria

En millones de \$

	may-16			Acum. 2016		
	\$ M	Variación anual	Contrib. a Var. ia.	\$ M	Variación anual	Contrib. a Var. ia.
IVA	45.788	41,1%	41%	226.814	37,9%	35%
IVA DGI	30.904	31,6%	23%	154.501	26,7%	18%
Devoluciones (-)	-160	-75,6%	2%	-778	-64,2%	1%
IVA DGA	15.043	56,4%	17%	73.092	63,4%	16%
Reintegros (-)	-1.687	-3,6%	0%	-6.058	63,6%	-1%
Ganancias	44.321	-1,3%	-2%	162.984	17,9%	14%
Ganancias DGI	41.696	-3,9%	-5%	151.063	14,9%	11%
Ganancias DGA	2.625	71,3%	3%	11.922	78,0%	3%
Créditos y débitos	10.222	25,1%	6%	48.904	34,1%	7%
Bienes personales	5.758	22,4%	3%	9.036	16,0%	1%
Combustibles	5.437	-1,0%	0%	23.105	10,9%	1%
Der. Exportación	7.892	-0,7%	0%	35.652	20,4%	3%
Der. Importación	4.678	62,9%	6%	21.823	67,8%	5%
Contrib. Seg. Social	42.751	43,6%	40%	207.999	33,8%	30%
Otros	5.185	46,0%	5%	26.113	44,9%	5%
TOTAL	170.345	23,3%	100%	756.374	30,4%	100%
DGI	97.355	12,7%	34%	405.886	22,7%	43%
DGA	30.239	37,6%	26%	142.489	51,5%	27%
SEGURIDAD SOCIAL	42.751	43,6%	40%	207.999	33,8%	30%
TOTAL	170.345	23,3%	100%	756.374	30,4%	100%

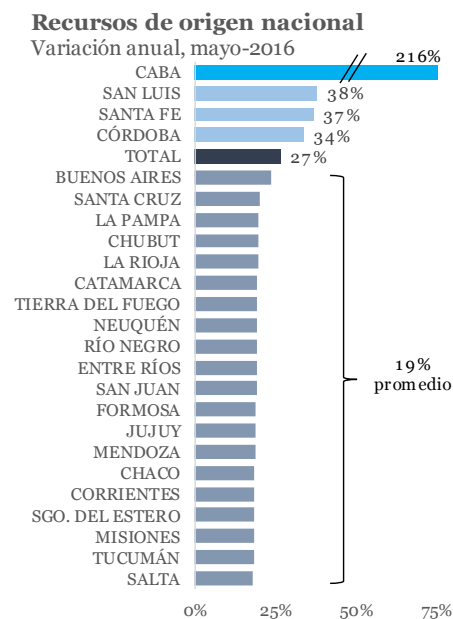
Fuente: LCG en base a AFIP

La recaudación de Créditos y Débitos (\$ 10.200 M), también ligada a la dinámica de la actividad interna, creció apenas 25% ia (-10% ia real), sufriendo una marcada desaceleración respecto al crecimiento previo (+36% ia en el 1C-16). Y la merma es aún más significativa si se ajusta la recaudación por días hábiles, ya que may-16 contó con dos días adicionales: corrigiendo por este efecto, el crecimiento se reduce a sólo 13% ia.

Finalmente, en mayo recae el vencimiento de Bienes Personales y por este motivo la recaudación de este impuesto se elevó a \$ 5.800 M. Sin embargo, en la comparación anual el aumento es sólo del 22% y, al igual que en el IIGG, la recaudación se ve afectada por la devolución de las percepciones efectuadas por turismo en el exterior y por la compra de moneda en extranjera que viene implementando la AFIP.

Por último, vale mencionar que con la dinámica que mostró la recaudación en mayo, **las provincias resultaron altamente perjudicadas. Ganancias es el impuesto más coparticipado, ya que las provincias reciben casi el 50% del total recaudado⁶. Poco más de \$ 4 de cada \$ 10 que reciben automáticamente las provincias proviene de lo recaudado por Ganancias.**

A su vez, vale decir que este aumento del 27% ia no fue generalizado para todas provincias, ya que se encuentra sesgado por la recomposición que tuvieron Córdoba, Santa Fe y San Luis a partir del fallo de la Corte Suprema que autorizó la devolución de la detracción del 15% de la Coparticipación destinada a la ANSES, y por el aumento del coeficiente de distribución de la CABA (de 1,40% a 3,75%) para compensarla por el traspaso de la Policía Federal. Excluyendo estos ajustes, **las transferencias automáticas a las provincias registraron un crecimiento de apenas 20% ia en mayo.**



Suba de encajes para aliviar la esterilización

La base monetaria (BM) sigue perdiendo impulso: en mayo creció a una tasa del **25% ia, 16 pp menor a la del**

⁶ Además de la porción que entra en la Coparticipación Federal de Impuestos, corresponde a las Provincias el 14% del total recaudado (10% en concepto del Fondo de Conurbano Bonaerense y 4% distribuido en función del indicador de Necesidades Básicas Insatisfechas a todas las provincias excluyendo a la de Buenos Aires).

cierre de 2015, lo que en términos reales implica un ajuste del 10% ia. Esto se dio aun cuando el Sector Privado y el Sector Público aumentaron sensiblemente la demanda de Pesos respecto de un año atrás, y se explica porque **el Sector Financiero siguió siendo el único y gran factor contractivo de la BM** (fundamentalmente vía Lebac). En lo que va del año, la base acumula una baja nominal de \$ 47,7 MM.

El Sector Privado resultó expansivo por \$ 21,1 MM, 2,7 veces más que en may-15. Es que, para sostener el tipo de cambio que viene siendo presionado a la baja por la liquidación de la cosecha gruesa, la entrada de capitales que aprovechan las nuevas condiciones macro (tasas altas + estabilidad cambiaria) y las emisiones de deuda provinciales, **el BCRA intervino activamente en mayo como comprador neto en el mercado de cambios: actuó así en 18 de las 20 jornadas hábiles del mes, sumando compras por un total de US\$ 1.500 M.** Por su parte, **el Sector Público demandó la emisión de \$ 47,2 MM:** un cuarto del total correspondió a Adelantos Transitorios (\$ 12,4 MM⁷) y el resto a la monetización de la deuda en dólares del Gobierno.

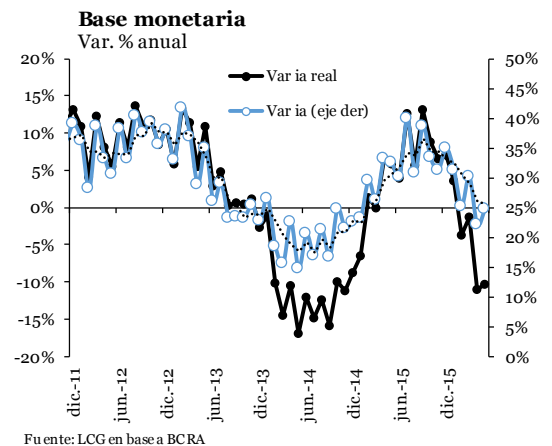
Factores de explicación de la Base Monetaria

Variación mensual en miles de millones de \$

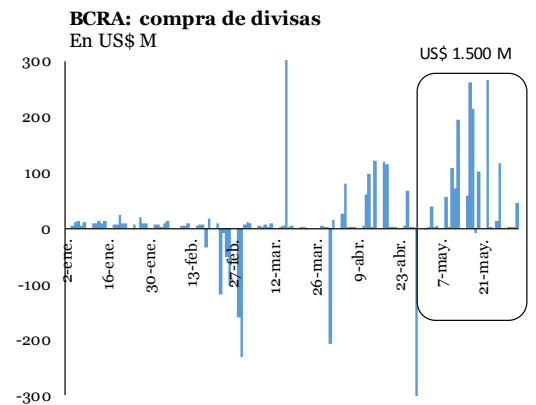
	Factores de explicación				Base Monetaria
	Compra / Venta divisas	Sector Público	Sector Financiero	Otros	
may-15	7,8	7,6	-20,4	-1,9	-7,0
5M 2015	11,4	19,5	-27,7	-3,6	-0,5
may-16	21,1	47,2	-60,8	-3,9	3,6
5M 2016	23,1	80,2	-160,2	9,2	-47,7

Fuente: LCG en base a BCRA

↑
Contratos futuros a bajo precio



Fuente: LCG en base a BCRA

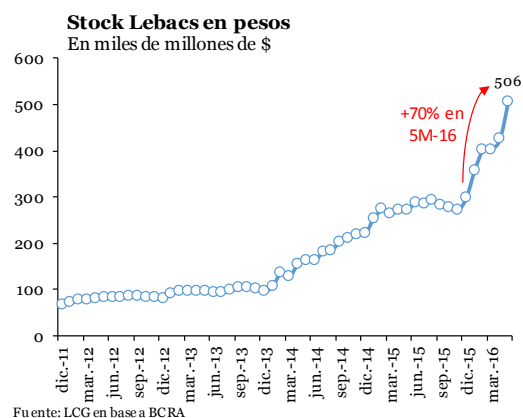


El Sector Financiero resultó contractivo por \$ 60,8 MM. La absorción de BM vía Lebacs siguió siendo el principal factor de contracción: -\$ 52,1 MM en ma-

⁷ En lo que va del año, los Adelantos Transitorios suman un total de \$ 24.200 M, 30% del total que estimamos el BCRA transferirá en 2016.

yo, 2,3 veces más que el promedio mensual del 1C-16. El resto obedeció a la colocación de Pases de los bancos en el BCRA (\$ 9,3 MM). Con esta dinámica, **el stock de Lebac del BCRA asciende a \$ 506 MM, 70% superior al del cierre del año pasado (\$ 297 MM).**

Con el fin de “compartir” con el sistema financiero el esfuerzo de esterilizar parte de la emisión de dinero, el BCRA finalmente decidió implementar una **suba de los encajes bancarios**⁸. Más allá del impacto sobre la rentabilidad del sistema financiero, cuesta entender por qué demoró tanto esta decisión, que permite aliviar en el margen el costo cuasifiscal asociada a la emisión de Lebac. En promedio, el **aumento es de 2 pp desde junio** (2,5 pp para los depósitos a la vista y 1,5 pp para las colocaciones a plazo) **y otra suma equivalente desde julio**. Asumiendo constante el stock promedio de depósitos existente a mayo, **la medida implica retirar un total de \$ 41,8 MM del mercado a costo cero. Para el BCRA esto implica un “ahorro” en base anual de \$ 13,8 MM en pago de intereses** (contracara de la menor rentabilidad para el sistema financiero).



Aumento de encajes

En miles de millones de \$

	may-16	jun-16	jul-16
Depósitos totales en pesos (\$MM)*			
A la Vista	554,1	554,1	554,1
A plazo	562,3	562,3	562,3
Efectivo mínimo			
A la Vista	17,0%	19,5%	22,0%
A plazo**	11,0%	12,3%	13,5%
Encaje en BCRA (\$ MM)			
A la Vista	94	108	122
A plazo	62	69	76

Aumento
jul/ may
27,7
14,1
41,8

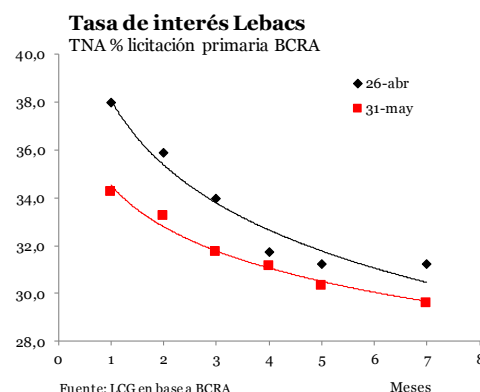
Fuente: LCG en base a BCRA

* Valores de promedio de may-16.

** Tasa promedio de los distintos plazo ponderado por monto

Bajando las tasas

Justificado a partir de la desaceleración de la inflación núcleo⁹, la revalorización del Peso y atento al parate de la actividad económica, el BCRA inició un **proceso de recorte de las tasas de las Lebac**. Lo hizo de manera sistemática en cada una de las licitaciones de mayo: el recorte se dio para todos los plazos, pero en mayor medida para los tramos más cortos, por lo que la curva de rendimientos fue aplanándose. En total, **la tasa de la Lebac a 35 días de plazo se redujo 3,8 pp a lo largo de mayo, ubicándose en 34,2% al cierre del mes. En la**



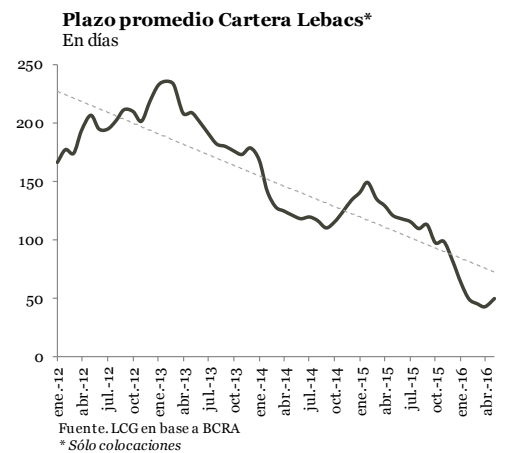
⁸ Comunicación A 5980.

⁹ Hecho no registrado por el Estimador de Precios al Consumidor de LCG, que en mayo registró una suba del 3,3% mensual (1 pp en relación a abril) y en términos anuales trepó al 33,4% ia (+2,1 pp).

licitación del 7-junio se recortó 1 pp adicional, a 33,2%, que fue acompañada por una baja de igual magnitud en las tasas de pases activos y pasivos. Teniendo en cuenta la preocupación del BCRA en materia inflacionaria, es probable que la suba de encajes, además de aliviar el costo de esterilización, haya tenido como objetivo mantener el sesgo contractivo de la política monetaria a pesar de la baja en las tasas de interés.

Como consecuencia de la baja en los tramos más cortos, los títulos de menor plazo fueron perdiendo peso dentro del total ofertado cada semana, pasando de superar el 85% en el bimestre mar-abr a poco más del 70% en mayo. Así, **el plazo promedio de la cartera, aunque marginalmente, volvió a elevarse a 49 días** (mismo nivel que en feb-16).

El mercado descontaba el ajuste de las tasas de interés y, salvo en la licitación del 24-may, **el BCRA adjudicó siempre más del 95% del total ofertado. Esto le permitió más que renovar todos los vencimientos semanales.** La excepción fue lo ocurrido en la cuarta semana del mes, en la cual el BCRA sólo aceptó el 70% de las ofertas, convalidando un mayor recorte de la tasa de interés: -1,5 pp en el tramo de 35 días. Aun así, a través de las operaciones en el mercado secundario terminó generando un efecto contractivo del BM (-12,4 MM en total), más que absorbiendo los Pesos inyectados por el vencimiento de los títulos.



Licitaciones primarias Lebac

En miles de millones de \$

	Ofertado	Licitado	Aceptación (%)	Excedente	Tasa Lebac 35 d
03-may	67	60	95%	3,3	37,5
10-may	92	85	97%	2,3	37,5
17-may	90	82	95%	4,5	36,7
24-may	75	51	70%	22,5	35,3
31-may	61	57	99%	0,7	34,2

Fuente: LCG en base a BCRA

* incluye lo ocurrido hasta el 3-jun

Plazo (días)	% del total	% de acep.	Ajuste tasa de intereses (en pp)
34	72%	70%	-1,50
62	12%	95%	-1,00
97	11%	70%	-1,25
118	0%	9%	0,70
146	0%	100%	-0,25
202	0%	89%	-0,50
251	5%	90%	-0,50

Efecto monetario Lebac

En miles de millones de \$

Vencimientos	Efecto monetario (+ expansivo / - contractivo)			
	Licitación primaria	Mercado secundario	Total	
I may	58,5	-1,6	0,0	-1,7
II may	69,4	-15,6	2,7	-12,9
III may	75,2	-6,4	-12,7	-19,1
IV may	59,7	9,2	-21,6	-12,4
V may*	55,4	-1,8	-1,5	-3,2

Si bien la baja en las tasas de interés de las LEBAC y la suba de encajes deberían presionar a la baja en la tasa de los depósitos que pagan los bancos, aún no se observa este efecto, tanto por la desaceleración en el ritmo de crecimiento de los depósitos (+27% ia, -15 pp en lo que va del año) como por las mayores necesidades de efectivo en el corto plazo derivadas del cambio normativo. Subir la tasa activa es la otra posibilidad que tienen los bancos para aliviar el impacto sobre la rentabilidad de la suba de encajes, pero esta alternativa hoy no luce viable a partir del estancamiento en el ritmo de colocación de préstamos (+30% ia, -6,5% ia real).

Competitividad en baja

El tipo de cambio real multilateral (TCRM) se apreció un 6% en mayo en relación a abril. De esta forma, ya van tres meses consecutivos en que el indicador refleja un deterioro en la competitividad argentina respecto a sus principales socios comerciales. **Mayo cerró en un nivel de**

labourcapitalgrowth

Costa Rica 4161
(5411) 4862-8992
www.lcg.com.ar
contacto: info@lcg.com.ar

1,26 (índice base dic-01=1), similar al de ene/feb-2015 y apenas 8,4% por encima del nivel de un año atrás.

Este escenario es el efecto combinado de la **aceleración inflacionaria y la apreciación nominal del Peso registrada en los últimos meses**. Después de tocar un máximo de \$/US\$ 15,92 el 1-mar, **el Peso comenzó a apreciarse sostenidamente, acumulando una baja del 12% (\$/US\$ 14,01 al cierre de mayo)**. En paralelo, la inflación se aceleró producto de la devaluación y la recomposición de precios relativos. Así las cosas, corridos poco más de 5 meses del levantamiento del cepo, **ya se evaporó más del 20% de la mejora de competitividad alcanzada con la devaluación de diciembre, y casi la mitad de la máxima registrada en febrero** (cuando el TCRM tocó 1,49).

Más allá de la situación local, **en mayo el deterioro del TCRM estuvo influenciado también por la depreciación de las monedas de nuestros principales socios comerciales**. Medidos contra el dólar, el Real y el Peso chileno perdieron 5% respecto a abril, el Yen 4%, el Euro 3% y el Yuan 2%. El Peso mexicano y el Peso colombiano cedieron todavía más: un 8% mensual. Así, el fortalecimiento del Dólar a nivel profundizó la pérdida de competitividad de nuestro país. Pero respecto a los valores de hace 5 meses atrás (antes de la salida del cepo en Argentina), la dinámica de las monedas de nuestros socios comerciales es más dispar. **El Real brasileño acumula una apreciación del 7% contra nov-15¹⁰, que junto con la aceleración de la inflación local (actualmente en 9,2% ia) ayudan a explicar un menor deterioro relativo de la competitividad bilateral post-devaluación. En efecto, el TCR bilateral con Brasil se ubica en 1,31 (índice base dic-01=1), el mismo nivel que en dic-15 y 8% por encima de un año atrás.**

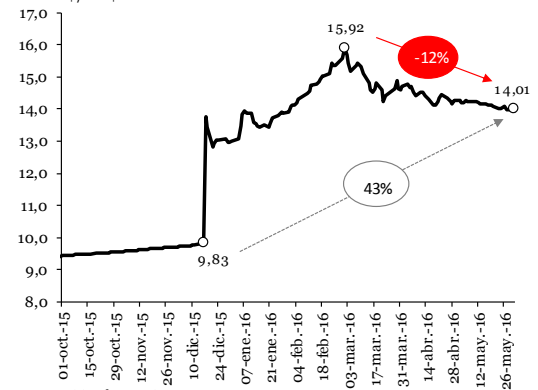
La liquidación de la cosecha gruesa y el ingreso de capitales financieros aprovechando las tasas de interés altas y la “esta-

Tipo de cambio real multilateral BCRA
Índice base dic-01=1



Fuente: LCG en base a BCRA

Tipo de cambio nominal \$/US\$



Fuente: LCG en base a BCRA

Moneda por US\$

Datos a mayo

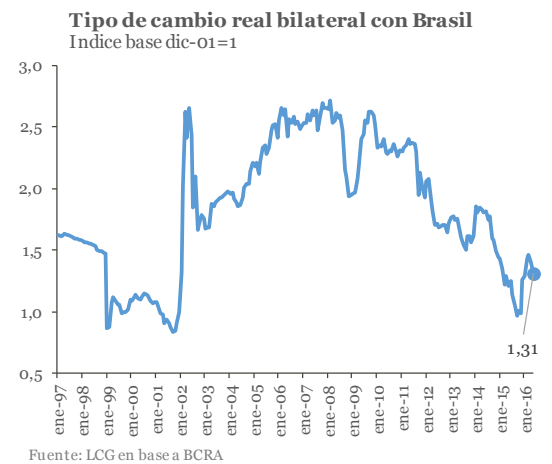
	Var. Mensual	Var. Acum. c/ nov-15
PESO ARG	-2,1%	44,7%
REAL	5,1%	-6,6%
PESO CHI.	4,7%	-2,8%
PESO URU.	-2,2%	4,1%
SOL PER.	2,8%	0,0%
PESO COL.	8,4%	-1,8%
PESO MEX.	7,5%	11,4%
YEN	4,0%	-10,1%
EURO	2,9%	-5,1%
YUAN	1,7%	2,9%

Fuente: LCG en base a Bloomberg y BCRA

¹⁰ El proceso de llevar a cabo el *impeachment* contra Dilma Rousseff fortaleció el Real.

bilidad” del tipo de cambio presionaron a la revalorización del Peso, lo que jugó a favor del objetivo del BCRA en materia inflacionaria. **Pero equivale a un sacrificio en términos de competitividad.** Como anticipamos, sin nuevos ajustes de precios relativos, esperamos una desaceleración de la inflación en el segundo semestre explicada fundamentalmente por el freno de la actividad económica.

Asumiendo un tipo de cambio de \$/US\$ 16,50 hacia finales de año, el TCRM cerraría el año en 1,24. Puesto en otros términos, **para recuperar la competitividad promedio existente en 2011** (año en el cual se implementó el cepo cambiario), **el TCN debería ser hoy de \$/US\$ 17.** En poco tiempo, el Gobierno se enfrentará a una **difícil disyuntiva en materia cambiaria:** si sostiene el atraso cambiario para intentar dinamizar en el corto plazo el consumo privado o si distintamente prioriza la situación de los sectores exportadores. A juzgar por la apuesta al blanqueo y al ingreso de capitales desde el exterior, parece más probable el primer escenario.



Está prohibida su reproducción y circulación no autorizada expresamente.

Anexo: Monitor de variables

Variaciones interanuales	2013	2014	2015	12m	6m	3m	dic-15	ene-16	feb-16	mar-16	abr-16	may-16
1. Actividad												
EMAE	4,9%	0,4%		1,2%	1,6%	1,5%						
EMI	-0,2%	-0,2%		-3,4%		1,5%	0,2%	-3,8%	-6,7%	
ISAC	4,6%	-0,4%		-12,4%		-2,5%	-6,2%	-6,8%	-24,1%	
ISSP	7,5%	4,1%		2,4%	2,3%	1,9%						
Super (Real, LCG)	2,4%	1,1%	2,0%	0,7%	-0,3%	-2,6%	1,1%	-0,5%	-2,6%	-4,8%		
Shoppings (Real, LCG)	4,2%	-2,5%	6,1%	4,3%	1,2%	-3,9%	4,0%	-3,0%	-1,8%	-6,4%		
Ventas a Concesionarios	16,1%	-36,3%	-4,4%	12,1%	16,6%	25,4%	-34,6%	52,6%	22,5%	20,1%	38,1%	19,8%
IVA DGI (Real, LCG)	3,1%	0,0%	9,1%	4,0%	-3,0%	-5,1%	5,1%	-2,1%	-6,0%	-6,1%	-4,0%	-5,3%
Importaciones	9,5%	-12,4%	-8,4%	-4,8%	-3,5%	-5,9%	0,7%	-3,6%	1,0%	-6,6%	-10,7%	
Transporte Autom. Metrop.	-5,3%	-4,8%		-3,9%	-2,9%	-2,4%						
Consumo Gasoil	2,9%	-3,6%	2,2%	1,4%	0,2%	-0,6%	3,9%	-4,4%	-1,3%			
Confianza Consumidor (UTDT)	2,2%	-13,4%	33,8%	11,6%	-5,4%	-16,5%	24,1%	8,1%	-9,7%	-8,4%	-18,3%	-22,4%
2. Financiero												
Préstamos en pesos al SPPrNF	34,6%	20,3%	39,2%	33,0%	34,2%	31,5%	39,2%	36,7%	35,0%	33,4%	31,2%	30,0%
Adelantos	19,8%	17,3%	40,2%	28,9%	34,2%	30,8%	40,2%	36,7%	36,7%	30,4%	28,9%	33,1%
Documentos	45,9%	20,5%	44,2%	35,8%	34,5%	29,7%	44,2%	38,6%	35,6%	33,0%	29,7%	26,5%
Hipotecarios	24,8%	10,4%	14,4%	11,9%	14,2%	13,6%	14,4%	15,2%	14,9%	14,4%	13,5%	12,8%
Prendarios	41,4%	4,6%	22,4%	17,7%	22,1%	21,5%	22,4%	23,4%	22,4%	21,9%	21,0%	21,6%
Personales	31,2%	19,1%	37,3%	34,7%	35,6%	34,7%	37,3%	36,4%	35,8%	35,5%	34,6%	34,0%
Tarjetas	42,8%	37,5%	58,7%	51,4%	51,2%	48,0%	58,7%	54,1%	51,6%	51,7%	47,5%	45,0%
Depósitos en pesos del SPPrNF	30,1%	28,8%	42,5%	36,8%	34,8%	30,5%	42,5%	38,9%	37,2%	34,8%	30,3%	26,6%
Cuenta Corriente	19,7%	33,3%	33,8%	26,8%	23,7%	21,4%	33,8%	21,7%	23,2%	23,8%	20,2%	20,1%
Caja de Ahorro	31,7%	27,2%	40,7%	34,0%	30,3%	28,0%	40,7%	29,3%	28,3%	29,3%	28,9%	25,8%
Plazo Fijo	35,7%	27,5%	48,7%	44,1%	43,5%	36,8%	48,7%	54,9%	50,4%	43,9%	36,2%	30,8%
. Mayorista	40,8%	23,7%	47,4%	36,2%	32,2%	18,5%	47,4%	53,1%	45,1%	32,3%	18,1%	6,6%
. Minorista	30,5%	32,1%	51,6%	6,6%	57,6%	59,1%	51,6%	58,3%	57,4%	58,1%	58,6%	60,5%
Tasas de interés (nivel)												
Encuesta Plazo Fijo (30 d)	15,1	20,5	21,4	24,0	26,4	27,7	26,1	25,0	24,2	27,0	27,6	28,3
Badlar privado (30 d)	17,0	22,6	21,5	24,1	28,5	30,5	27,3	26,3	26,2	29,7	30,7	31,0
Monetarias												
. M2 privado en pesos	30,1%	22,9%	35,1%	31,3%	26,6%	23,3%	31,6%	29,0%	29,4%	26,2%	22,6%	21,2%
. Base monetaria	30,1%	19,7%	33,1%	32,3%	29,9%	27,2%	40,6%	32,8%	25,2%	29,1%	27,5%	24,9%
. Lebac	19,7%	75,5%	61,9%	47,8%	47,7%	57,5%	17,2%	42,1%	48,2%	44,9%	59,3%	68,4%
3. Externo												
Exportaciones (ICA)	-5,0%	-10,0%	-16,9%	-13,1%	-7,5%	-1%	-23,8%	1,5%	6,5%	0,9%	-7,7%	
Precio Soja Chicago	-4,2%	-12,1%	-24,6%	-11,1%	-4,3%	5%	-14,5%	-7,5%	-17,1%	-4,7%	5,4%	14,4%
Precio Petróleo WTI	3,8%	-6,5%	-46,0%	-38,5%	-25,4%	-20,4%	-30,5%	-30,3%	-32,2%	-19,5%	-23,0%	-18,6%
IPMP BCRA	-5,8%	-10,4%	-20,6%	-18,1%	-16,8%	-12,2%	-21,6%	-19,7%	-17,3%	-12,9%	-6,1%	
TCN US\$ (nivel)	5,54	8,22	9,44	11,82	14,27	14,32	12,93	13,90	15,83	14,70	14,29	13,98
TCN US\$ (Var. ia)	21,2%	48,3%	14,8%	38,0%	62,9%	60,7%	52,7%	60,9%	81,5%	66,6%	60,4%	55,3%
TCR EE.UU. (LCG)	10,6%	9,5%	-17,4%	7,4%	25,2%	20,0%	22,0%	28,3%	40,9%	27,6%	18,3%	13,9%
TCR Brasil (LCG)	-2,6%	-2,6%	-8,7%	-16,9%	5,7%	14,3%	-9,5%	-5,4%	9,7%	23,7%	12,7%	6,7%
TCR China (LCG)	8,6%	-9,8%	-19,9%	4,8%	20,8%	15,9%	17,8%	22,7%	36,6%	24,5%	14,7%	8,3%
TCR EU (LCG)	8,5%	-4,2%	-9,2%	-2,7%	22,4%	23,2%	9,0%	21,9%	35,4%	34,1%	20,9%	14,7%
TCR Multilateral (LCG)	3,4%	29,9%	14,8%	-3,0%	18,4%	18,5%	8,5%	16,2%	30,5%	28,0%	17,0%	10,7%

Anexo II: Monitor internacional

País	PBI Real (Var. % ia.)			Producción industrial (Var. % ia.)			Desempleo (en %)		
	Último dato	Prev.		Último dato	Prev.		Último dato	Prev.	
Estados Unidos	1T-16	2,0	2,0	abr-16	-1,1	-1,9	may-16	4,7	5,0
Canadá	mar-16 (m)	1,1	1,4				abr-16	7,1	7,1
China	1T-16	6,7	6,8	abr-16	6,0	6,8	1T-16 (t)	4,0	4,1
Japón	4T-15	0,7	1,7	feb-15	-2,6	-2,8			
Alemania	4T-15	1,3	1,7	mar-16	0,2	1,8	may-16	6,1	6,2
Francia	1T-16	1,4	1,4	mar-16	-0,8	0,4	1T-16 (t)	9,9	9,9
España	1T-16	3,4	3,5	mar-16	-1,7	5,4	1T-16 (t)	21,0	20,9
Italia	1T-16	1,0	1,1	mar-16	0,5	1,1	4T-15 (t)	11,5	11,5
Reino Unido	1T-16	2,0	2,1	mar-16	-0,2	0,1	feb-16	5,1	5,1
Australia	1T-16	3,1	2,9				abr-16	5,7	5,7
México	1T-16	2,6	2,4	mar-16	-2,0	2,6	abr-16	3,9	4,2
Brasil	1T-16	-5,4	-5,9	abr-16	-7,2	-11,5	feb-16	8,2	7,6
Chile	1T-16	1,7	1,4				abr-16	6,4	6,3

País	Precios al consumidor (Var. % ia.)			Exportaciones (Var. % ia.)			Tasa de interés del Banco Central (en %)		
	Último dato	Prev.		Último dato	Prev.		Último dato	Prev.	
Estados Unidos	abr-16	1,1	0,9	abr-16	-4,6	-5,4	06-jun	0,50	0,50
Canadá	abr-16	1,7	1,3	abr-16	-2,3	-4,5	06-jun	0,50	0,50
China	abr-16	2,3	2,3	abr-16	0,0	0,0	06-jun	4,35	4,35
Japón	mar-16	-0,1	0,3	abr-16	-10,1	-6,8	04-abr	0,10	0,10
Alemania	may-16	0,1	0,1	mar-16	-0,5	4,1	09-may	0,00	0,00
Francia	abr-16	-0,2	-0,1	mar-16	-3,8	1,3	03-jun	0,00	0,00
España	abr-16	-1,1	-0,8	mar-16	-3,3	2,7	03-jun	0,00	0,00
Italia	may-16	-0,3	-0,5	feb-16	3,3	-3,6	03-jun	0,00	0,00
Reino Unido	abr-16	0,3	0,5	mar-16	0,1	-0,3	06-jun	0,50	0,50
Australia	1T-16 (t)	1,3	1,7	abr-16	5,9	-1,3			
México	abr-16	2,5	2,6	mar-16	-7,5	-2,3	10-may	3,75	3,75
Brasil	abr-16	9,3	9,4	may-16	4,8	1,4	03-jun	14,25	14,25
Chile	abr-16	4,2		abr-16	-11,0	-10,9	06-jun	3,50	3,50

Excepto indicación en contrario, todas las variables son de periodicidad mensual (con la salvedad del PBI Real, que es trimestral).

(t): dato con periodicidad trimestral; (m): periodicidad mensual

(*) Media de los últimos pronósticos relevados por Bloomberg

Fuente: LCG en base a Bloomberg