

Informe Quincenal N° 164

Índice

- ✦ **Actividad**
 - Se profundiza la caída en la Industria y Construcción
- ✦ **Fiscal**
 - Recaudación: baja de impuestos y menor actividad
 - El acuerdo por el 15% de la precoparticipación en números
 - Crece el déficit a pesar de la contención en el gasto
- ✦ **Externo**
 - Cae el comercio pero se importan más autos y bienes de consumo
 - ¿A dónde se van los dólares de las emisiones de deuda?
- ✦ **Financiero**
 - BCRA retoma la baja de tasas
 - Intermediación baja pero liquidez alta
- ✦ *Anexos: Monitor de variables y Monitor internacional*

Jueves 4 de agosto de 2016

labourcapitalgrowth

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

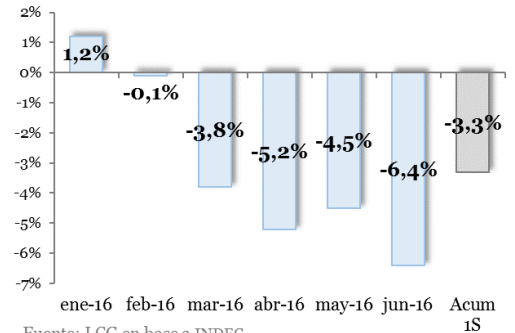
Se profundiza la caída en la Industria y Construcción

La producción industrial volvió a caer en junio (6,4% ia) y fue la mayor caída de los últimos dos años. En el acumulado al primer semestre la baja totaliza 3,3% ia. El enfriamiento de la demanda interna y la recesión en Brasil son los principales motivos de la dinámica contractiva, que se reforzaron a su vez por el exceso de lluvias de junio.

El mayor descenso lo tuvo el sector automotriz que en junio se contrajo 21,6% ia y acumula en los seis meses una baja de 13,7% ia. La caída de las exportaciones se profundizó en junio (-47% ia; 39.700 unidades menos) y explica el deterioro del sector, puesto que la venta a concesionarios de autos nacionales cayó apenas 0,5% ia. El resto de la industria metalmecánica se contrajo 4,7% ia en junio y acumuló un descenso similar en el 1S-16. Al tratarse de una industria productora de piezas y accesorios que luego son destinados a otras industrias, su dinámica descendente está asociada a la caída de la actividad industrial en general.

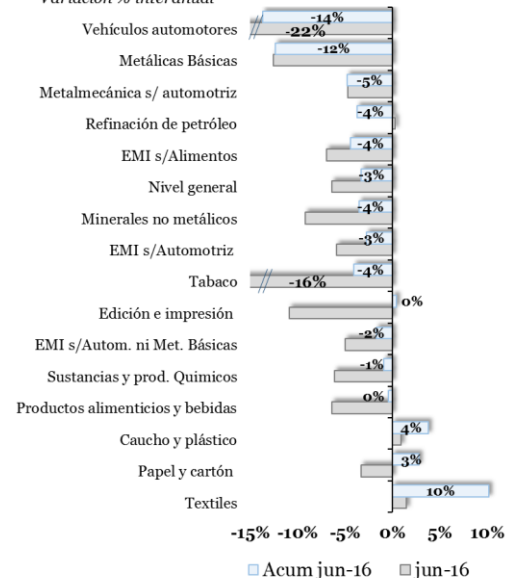
Por otra parte, el segmento de **Metálicas Básicas volvió a caer fuerte en junio (-12,6% ia) en línea con la dinámica previa.** La menor producción de acero (-15% ia en junio y en el acumulado al 1S-16), asociados al parate de la industria automotriz y de la construcción, sumado al exceso de oferta a nivel mundial – y sus consecuencias sobre los precios – explican la gran dificultad que enfrenta el sector. **La caída en la construcción afectó también al sector de Minerales no metálicos que tuvo la mayor caída en lo que va del año (-9% ia).** La producción de cemento se contrajo 17% ia y la del resto de los materiales de construcción -11% ia. A diferencia de los meses previos, **la industria alimenticia mostró merma del 6,4% ia debido a la fuerte retracción en el segmento de lácteos (22% ia) así como también en la producción de carnes rojas (-11% ia).** El resto de los sectores que mostraron bajas en junio fueron Tabaco (-15,5%), Edición e Impresión

Estimador Mensual Industrial
Variación % interanual



Fuente: LCG en base a INDEC

Producción industrial por sectores
Variación % interanual



Fuente: LCG en base a INDEC

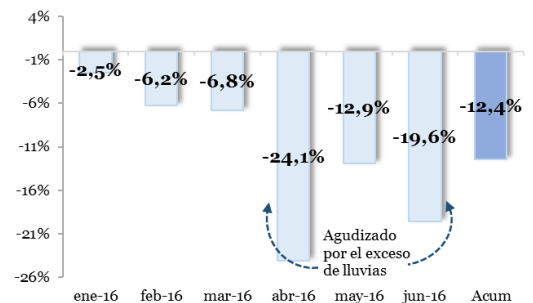
(-11% ia), Sustancias y Productos químicos (-6% ia) y Papel y cartón (-3,3% ia).

Contrariamente, **la producción de la industria Textil tuvo un leve aumento en junio (1,5% ia) y es la que acumula el mayor crecimiento en el 1S (+10,5% ia).** En tanto que el segmento de Caucho y Plásticos (0,9% ia) y Refinación de petróleo (0,3% ia) crecieron, pero a un ritmo menor.

La construcción se desplomó un 19,6% ia en junio. Al igual que en abril, la inusual frecuencia de las lluvias, agudizaron la crisis que atraviesa el sector. Adicionalmente **el fuerte freno de la obra pública explica que en el 1S el sector acumule una baja del 12,4% ia, el peor semestre desde el 2002.** Como consecuencia, **en mayo-16 se registraron 62.463 puestos de trabajo menos que en mayo-15 (-14% ia), y 7.000 menos que en abril-16 (-1,8% ia).**

En cuanto a las perspectivas del sector, el dato alentador es el aumento en los permisos otorgados para construcciones privadas que, si bien en junio descendieron un 2% ia, en el año suman un incremento de 3,4% ia. Asimismo, es de esperar que en la segunda parte del año la obra pública vuelva a cobrar dinamismo.

Actividad de la Construcción
Variación % interanual

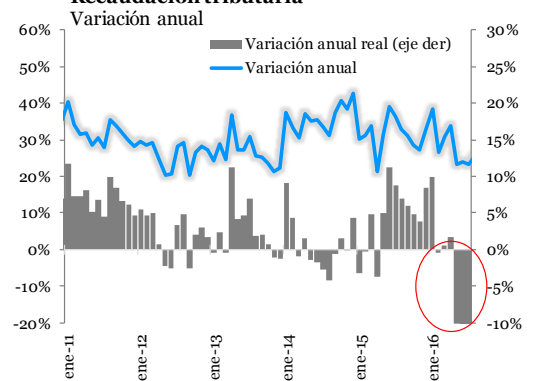


Fuente: LCG e base a INDEC

Recaudación: baja de impuestos y menor actividad

Los recursos tributarios crecieron 23,4% ia en julio. Se trata de un incremento similar al de los tres meses previos y se mantiene en línea con lo que esperábamos. Sin embargo, se ubica 13 pp por debajo del aumento promedio de las principales variables nominales que afectan la recaudación (inflación, salarios, tipo de cambio y precios internacionales). Esto **refleja el resultado combinado del ajuste de actividad económica y del empleo que le**

Recaudación tributaria



Fuente: LCG en base a AFIP

quitaron 5 pp al crecimiento de la recaudación, y el impacto de las medidas de alivio tributario implementadas por el Gobierno que le quitó otros 8 pp.

Recaudación y nominalidad
Variación anual

	Participación	Nominalidad	Recaudación	Dif pp	
IPC / Impuestos DGI	50%	42%	26%	-11,7 pp	<i>Caída de la actividad + impacto de modificación de IIGG (suba MNI y eliminación y devolución de percepciones).</i>
Salario formal / Contrib. la Seg. Social	25%	31%	26%	-3,8 pp	<i>Salarios previos con ajuste de paritarias y empleo formal resentido.</i>
Tipo de cambio y precios internacionales/ Impuestos DGA	25%	50%	12%	-25,4 pp	<i>Baja de alícuotas al complejo sojero y eliminación del resto de los DE.</i>
Total	100%	41%	23%	-12,8 pp	← Pérdida de recaudación

Fuente: LCG en base a AFIP y Min. De Hacienda y Finanzas

Incremento esperado recaudación sin efecto actividad económica ni cambios tributarios

Con algunos matices, en julio se repitió la dinámica previa. Los impuestos vinculados al comercio exterior (+12% ia) aumentaron impulsados por el efecto del tipo de cambio, pero estuvieron afectados por la baja de 5 pp de las retenciones al complejo sojero y la eliminación de la alícuota para el resto de los derechos, a lo que se suma una baja generalizada de los precios internacionales que afectan tanto a exportaciones como importaciones. Por otro lado, los impuestos vinculados al mercado interno (+26% ia) cuentan con el impulso de la inflación, pero sienten el ajuste de la actividad y las modificaciones implementadas sobre el Impuesto a las Ganancias (IIGG). Y en el caso de la recaudación por Seguridad Social (+26% ia), el aumento de los salarios se compensa parcialmente con un menor nivel de empleo formal.

Recaudación tributaria

En millones de \$

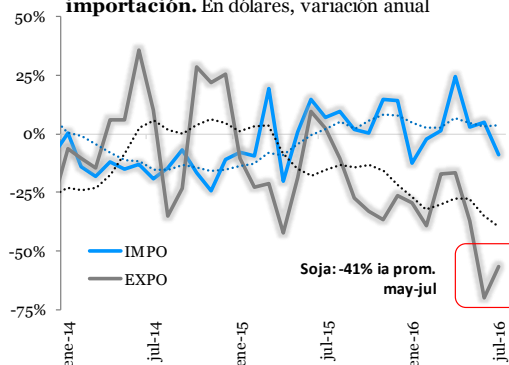
	jul-16			Acum. 2016		
	\$ M	Variación anual	Contrib. a Var ia.	\$ M	Variación anual	Contrib. a Var ia.
IVA	47.653	32,7%	34%	322.299	37,5%	36%
IVA DGI	33.455	31,9%	24%	221.262	29,1%	20%
Devoluciones (-)	-739	45,7%	-1%	-1.817	-42,9%	1%
IVA DGA	14.937	35,1%	11%	102.854	55,3%	15%
Reintegros (-)	-990	-34,0%	1%	-9.248	44,4%	-1%
Ganancias	36.221	8,7%	8%	248.176	15,6%	14%
Ganancias DGI	33.805	6,5%	6%	231.316	13,0%	11%
Ganancias DGA	2.416	51,4%	2%	16.860	71,0%	3%
Créditos y débitos	12.020	36,2%	9%	72.151	36,0%	8%
Bienes personales	1.743	25,2%	1%	13.940	19,9%	1%
Combustibles	8.317	64,4%	10%	39.112	22,9%	3%
Der. Exportación	7.635	-29,0%	-9%	48.218	-5,1%	-1%
Der. Importación	4.817	48,6%	5%	31.364	64,0%	5%
Contrib. Seg. Social	56.961	26,3%	35%	307.448	32,8%	31%
Otros	5.716	47,1%	5%	37.602	42,1%	5%
TOTAL	180.091	23,4%	100%	1.111.062	28,1%	100%
DGI	93.326	25,7%	56%	604.318	23,4%	47%
DGA	29.804	11,8%	9%	199.295	36,5%	22%
SEGURIDAD SOCIAL	56.961	26,3%	35%	307.448	32,8%	31%
TOTAL	180.091	23,4%	100%	1.111.062	28,1%	100%

Fuente: LCG en base a AFIP

Yendo impuesto por impuesto, vale la pena mencionar la caída del 29% ia registrada por los Derechos de Exportación, que se eleva a 56% ia descontando el efecto del tipo de cambio. Los derechos de exportación al complejo sojero cayeron 16% ia. Además de la baja de alícuotas, influyeron las menores liquidaciones (-29% ia según datos de CIARA). El primer factor restó \$ 1.200 M y el segundo \$ 4.800 M¹. Corregidos por ambos efectos los DE habrían crecido 27% ia. Por su parte, los Derechos de Importación aumentaron 49% ia, aunque medidos en dólares reflejaron una contracción del 9% ia, en buena parte explicada por los menores precios internacionales (-11% ia en el jun-16).

La recaudación de IVA DGI creció 32% ia y se mantuvo en línea con la dinámica de los últimos 4 meses. La de Créditos y débitos subió 36% ia (40% ia promedio en el bimestre jun-jul) y ajustada por la cantidad de días hábiles en el mes 50% ia. De todos modos, en ambos casos los incrementos estu-

Recaudación Derechos de exportación e importación. En dólares, variación anual



Fuente: LCG en base a AFIP

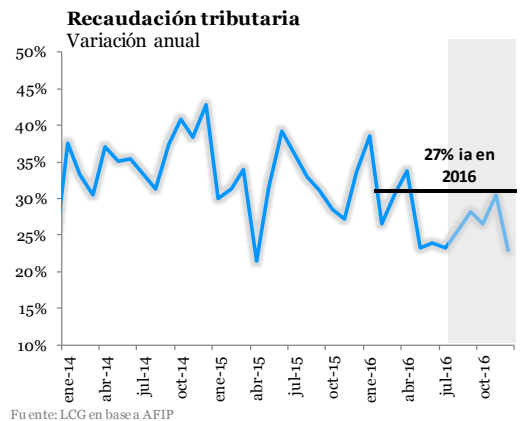
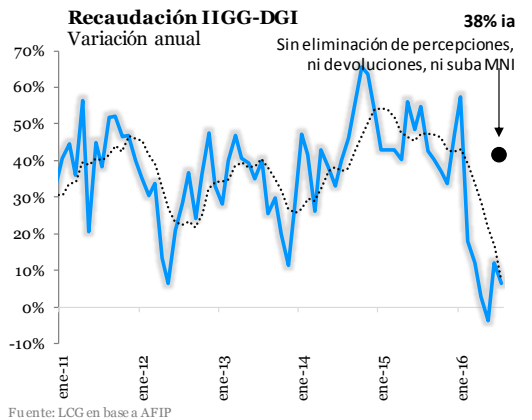
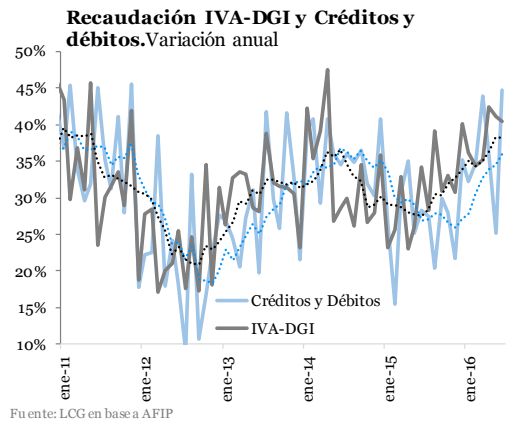
¹ Asumiendo una liquidación en dólares igual a la de jul-15.

vieron por debajo de la inflación, reflejando caídas del 7% y 5% ia, respectivamente.

Ganancias DGI volvió a tener un crecimiento muy bajo (7% ia) afectado por la conjunción de diversos factores: aumento del mínimo no imponible para los trabajadores de la 4ta categoría, eliminación y devolución de las percepciones por compras de moneda extranjera y gastos en el exterior y menores ganancias de las empresas en 2015 que implican anticipos más bajos para este año. **La actualización del MNI y el levantamiento del cepo restaron recursos por \$ 10 MM. Corregido por estas cuestiones, el IIGG habría registrado un incremento del 38% ia.**

La evolución de la recaudación se encuentra dentro de lo que esperábamos. **Las medidas de alivio tributario implementadas por el Gobierno restaron de manera conjunta casi 8 pp de crecimiento de la recaudación:** 1 pp la baja de derechos al complejo sojero y 7 pp la suba del MNI y la eliminación y devolución de las percepciones del IIG realizadas a partir del cepo. Además, las menores liquidaciones de soja quitaron otros 3 pp. Sin todos estos factores puntuales la recaudación habría crecido 34% ia en julio.

En los siete primeros meses los recursos tributarios promediaron una suba del 28% ia. **Para 2016, seguimos proyectando un crecimiento en torno a 27% ia, lo que implica un incremento del 26,5% promedio para los meses que restan del año.** No obstante, en estos meses los recursos tributarios del SPNF desacelerarán a tasas del 23% ia (vs. 26% ia en 7M-16) afectados por la devolución a las provincias de 3 pp de la pre-coparticipación que retenía la ANSES establecida en el Acuerdo por el Fortalecimiento del Federalismo.



El acuerdo por el 15% de la precoparticipación en números

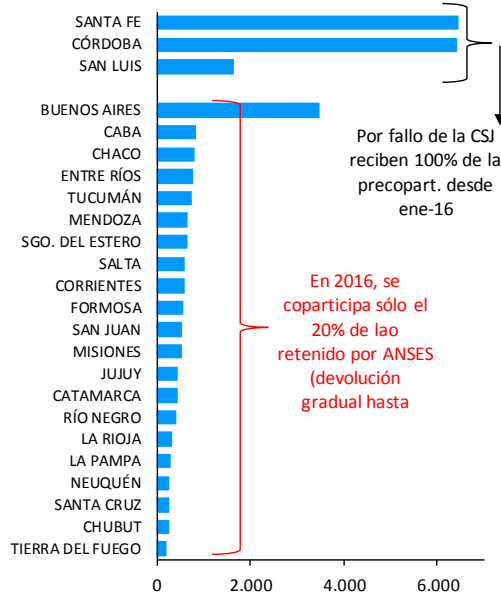
El Gobierno anunció la devolución del 15% de la Coparticipación que retenía la ANSES. Esto había sido acordado luego de la unión de los gobernadores opositores a comienzos de año a partir del fallo de la Corte Suprema que le devolvió estos recursos a Córdoba, Santa Fe y San Luis y aprovechando la debilidad parlamentaria del Gobierno Nacional. **El Acuerdo prevé la devolución gradual de esta pre-coparticipación a razón de 3 pp por año hasta 2020.**

A partir del fallo de la Corte Suprema, desde principios de año las provincias de Córdoba, Santa Fe y San Luis ya reciben el 100% de los fondos que les corresponden, es decir, no están sujetas a la detracción previa que realiza la ANSES. Según nuestra estimación de recaudación, **este año el Acuerdo para el Fortalecimiento del Federalismo significará mayores recursos para el resto de las provincias por \$ 12.600 M, que se suman a la transferencia automática a las tres provincias inicialmente ganadoras por \$ 14.500 M. La Nación perderá \$ 27.100 M (0,3% del PBI).**

La efectivización del Acuerdo contempla el pago de cinco cuotas mensuales por el monto acumulado en enero-julio (\$ 7.000 M) y el resto (aproximadamente \$ 5.600 M) goteará diariamente en línea con la evolución de la coparticipación. **La provincia de Buenos Aires recibirá \$ 3.200 M.** Si bien esta suma implica 5 veces más recursos que lo que recibe por el Fondo de Conurbano Bonaerense (\$ 650 M al año), equivale a sólo el 7% de lo que debería recibir por este concepto (casi \$ 43.000 M) de no mediar el tope nominal fijado en 1995. Por lo que difícilmente, la PBA deje de lado el reclamo que ha comenzado a poner nuevamente en discusión. Por otro lado, vale decir que **el ajuste del coeficiente de coparticipación de la CABA a principios de año (de 1,4% a 3,75%) le implica recibir \$ 590 M**

Devolución a las provincias del 15% de la pre-coparticipación a ANSES.

Estimación 2016, en millones de \$

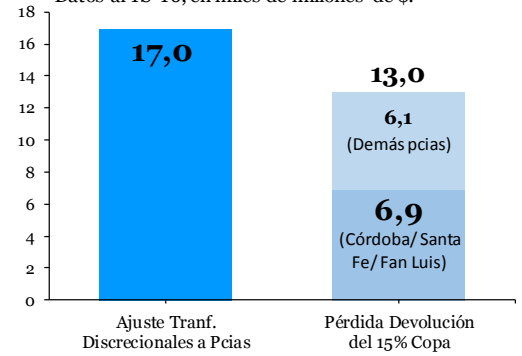


Fuente: LCG

adicionales por la devolución de la pre-participación de la ANSES este año.

El acuerdo le significará al Gobierno una pérdida en términos políticos ya que otorga automaticidad a recursos que podían ser administrados discrecionalmente. Sin embargo, en términos fiscales el acuerdo tendría un efecto neutro ya que el Gobierno Nacional destinará menos gasto en las provincias. En efecto, con datos hasta el 1S-16 se puede observar que **esta compensación ya comenzó a hacerse efectiva:** en términos reales los giros discrecionales a las provincias se recortaron en \$ 17.000 M respecto al 1S-15, \$ 4.000 M más que los recursos totales que deberían haberse cedido a las provincias por la devolución del 15% de la coparticipación (\$ 6.900 M a favor de las beneficiadas por el fallo de la Corte y \$ 6.100 M para el resto).

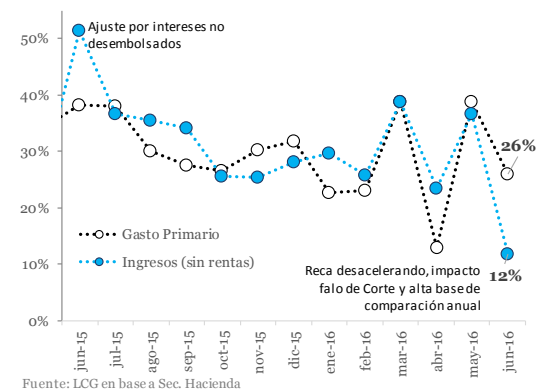
Impacto fiscal de la devolución del 15% de la pre-coparticipación de ANSES.
Datos al 1S-16, en miles de millones de \$.



Fiscal: crece el déficit a pesar de la contención en el gasto

En junio el gasto primario creció a una tasa del 26% ia, 13 pp por debajo del impulso que había tomado en mayo (+39% ia), pero en línea con el promedio de los 5 meses previos. Sin embargo, **los ingresos registraron una suba de apenas 12% ia**, explicada por la merma que vienen sufriendo los recursos ligados a la recaudación (apenas 19% ia en junio) y por factores puntuales que elevaron la base de comparación interanual del resto de los ingresos². A la desaceleración de los recursos tributarios, debe sumarse el impacto del fallo de la Corte a favor de Córdoba, Santa Fe y San Luis. En el último mes esto significó menores recursos por \$ 1.300 M, restando 1,2 pp de crecimiento de los ingre-

SPNF: esquema ahorro-inversión
Variación anual

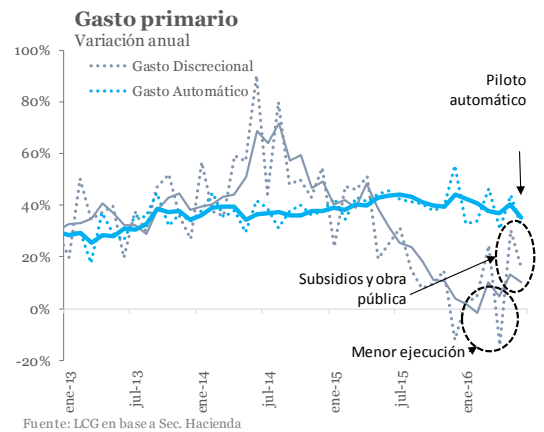


² El ajuste por intereses no desembolsados en jun-15 (aproximadamente \$ 8.000 M) acentuó la desaceleración de los ingresos no tributarios en jun-16 (a -47% ia).

tributarios. En este contexto, **el déficit primario (\$ 45,1 MM) se duplicó respecto a un año atrás.**

El componente automático siguió siendo el principal determinante de la evolución del gasto: creció 32% ia, explicando más del 80% del aumento de las erogaciones. **Sólo Seguridad Social (previsional + subsidios otorgados por la ANSES) creciendo al 37% ia demandó 2/3 del incremento anual. El gasto discrecional siguió contenido (+13% ia) aunque sus componentes mostraron un comportamiento dispar.** Subsidios y obra pública ganaron participación respecto a la dinámica previa (37% y 19% ia, respectivamente) pero todavía se encuentran “pisados”, en tanto que las transferencias discretionales a las provincias siguieron siendo la principal variable a ajuste (-26% ia).

El primer semestre del año cierra con gastos e ingresos creciendo al mismo ritmo (27% ia) y un déficit primario que escala a \$ 121 MM (3,9% del PBI). Aun cuando en julio todavía se mantuvo un bajo porcentaje de ejecución del gasto, **para el resto del año esperamos una dinámica distinta a la de los primeros meses: ingresos que continúan en un sendero de desaceleración y gastos ganando impulso (principalmente a partir del repunte de la obra pública y por el primer impacto del Programa de Reparación Histórica sobre el gasto previsional).** También la incertidumbre en relación al aumento de tarifas podrá implicar mayores gastos en subsidios. Como anticipamos en informes previos, estimamos que los ingresos cerrarán el año con un crecimiento promedio del 24% ia en tanto que el gasto se acelerará a 30% ia (33% ia promedio en el 2S-16). Esto es consistente con **un déficit primario del 4,8% del PBI (en línea con la meta oficial).**



Cae el comercio pero se importan más autos y bienes de consumo

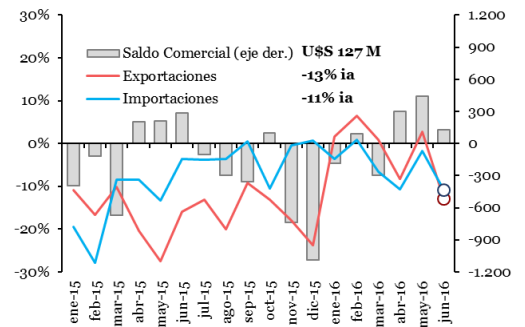
En junio el saldo comercial fue positivo en US\$ 127 M, y resultó de menores exportaciones (-13% ia) e importaciones (-11% ia). **El primer semestre cerró con un superávit US\$ 480 M, que contrasta con el déficit de US\$ 485 M en igual período del año anterior.** Las exportaciones acumularon una baja de 2,6% ia y las importaciones de -5,8% ia.

La caída de las exportaciones de junio fue la mayor en lo que va del año (-13% ia). Los precios continuaron en descenso (-2,5 ia% en junio; -10% ia 1S) y **por primera vez en lo que va del año las cantidades exportadas también se mostraron a la baja (-10,7% ia).**

Las exportaciones de todos los rubros fueron menores en la comparación interanual, siendo las MOA (-14% ia) las que más aportaron a descenso total (6 pp del total). Su caída se explicó enteramente por las menores las cantidades vendidas (-14% ia), pues los precios se mantuvieron invariantes y el principal impulso a la baja se lo dio el aceite de soja (-26% ia). Le siguieron las MOI (-14% ia y aportaron 4 pp de la caída total), cuyo descenso también se explicó por la caída de las cantidades. Las menores exportaciones de vehículos (-24% ia) sigue siendo el principal lastre de este rubro. Por su parte, las exportaciones de PP se contrajeron un 10% ia debido a una baja de igual magnitud en precios y cantidades (-5%). Menores despachos de maíz (-40% ia) y de porotos de soja (-14% ia) explican la dinámica del rubro. Finalmente, las exportaciones de combustibles descendieron 21% ia, combinación de menores precios (-18% ia) y cantidades (-4% ia).

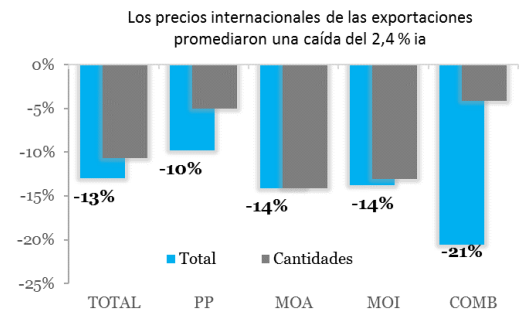
En cuanto a las **importaciones**, al igual que en los primeros 5 meses del año, **la contracción de junio (-11% ia) se explicó por la fuerte caída de precios (-13% ia), en tanto las cantidades continuaron aumentando (+2% ia)**, aunque lo hicieron a un ritmo menor que en el acumulado hasta mayo (+10% ia). Los rubros que mostraron bajas

Saldo comercial, Exportaciones e Importaciones
En millones de US\$ y var% ia



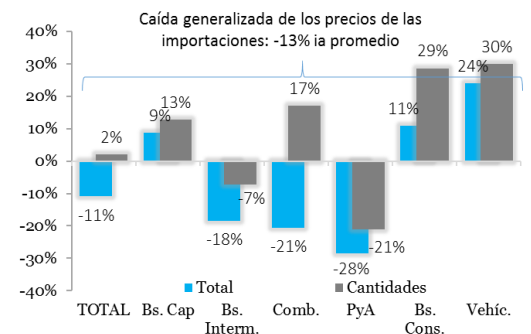
Fuente LCG en base a INDEC

Exportaciones por rubro
Variación anual Jun-16



Fuente: LCG en base a INDEC

Importaciones por uso
Variación anual. Junio-2016



Fuente: LCG en base a INDEC

fueron Piezas y accesorios para bienes de capital (-28% ia), por menores precios (-9% ia) y cantidades (-21% ia); Bienes intermedios (-18% ia) por menores precios (-12% ia) y cantidades (-7% ia) y Combustibles (-21% ia), por menores precios (-32% ia) que no llegó a ser compensado por el incremento en las cantidades (17% ia).

Distintamente, **las importaciones de vehículos siguen siendo las más dinámicas y experimentaron un crecimiento del 24% ia.** En términos de cantidades, la suba fue del 30% ia y acumula en el año un incremento del 45% ia. Le siguieron **los Bienes de Consumo (+11% ia), cuyas cantidades aumentaron un 29% ia mientras que sus precios cayeron 14% ia.** Las mayores compras de calzados y medicamentos explican la dinámica del rubro. **Los Bienes de Capital aumentaron por segundo mes consecutivo (+9% ia) y aquí también el incremento de las cantidades (13% ia)** fue parcialmente compensado por la baja en los precios (-4% ia).

Seguimos estimando un crecimiento moderado de exportaciones, (en torno a 2% ia para 2016). La tracción sólo vendrá del lado del agro a partir de una mayor cosecha y la eliminación de las retenciones. En paralelo, **la recesión en Brasil seguirá dificultando la recuperación de las MOI.** Del lado de las importaciones, estimamos una caída en torno a 3% ia, reflejando tanto una menor demanda interna (caída del PBI de 2%).

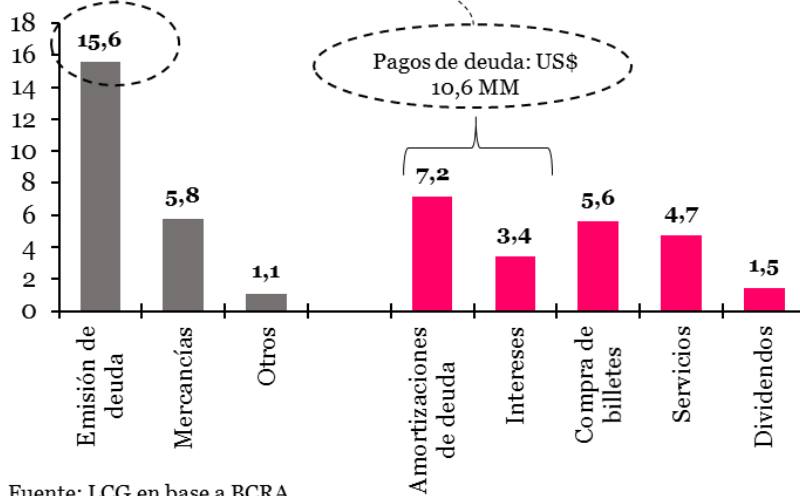
¿A dónde se van los dólares de las emisiones de deuda?

Entre el levantamiento del Cepo y fines de junio las reservas internacionales crecieron US\$ 5 MM. Esa cifra coincide con el préstamo que tomó el BCRA con algunos bancos en enero de este año³ para engrosar las reservas y mostrar un mayor

³ A fines de enero el BCRA realizó una operación de repo con diferentes bancos internacionales por US\$ 5.000 M a una tasa de 7,3% (Libor +

poder de fuego ante alguna posible corrida. Sin considerar ese préstamo, **las reservas se habrían mantenido constantes a pesar de que la emisión de deuda en el exterior⁴ fue de US\$ 16 M en el primer semestre del año. ¿A dónde se fueron esos dólares?**

Balance cambiario En miles de millones de US\$



Fuente: LCG en base a BCRA

El principal destino de la oferta de divisas fue la cancelación de intereses y capital por US\$ 10,6 MM. En segundo lugar, sobresale la compra neta de billetes por parte del sector privado que en el primer semestre demandó US\$ 5,6 MM “llevándose” los dólares restantes de la colocación de deuda. Del mismo modo, se podría decir que el saldo de las compra y venta de bienes al exterior por US\$ 5,8 MM igualó la salida de dólares por servicios por US\$ 4,7 MM y pago de dividendos por US\$ 1,5 MM.

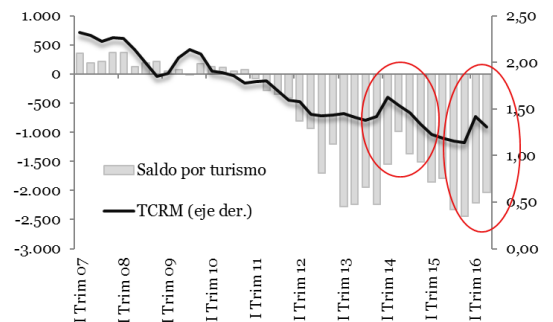
Emisiones de deuda mercados internacionales En miles de millones de US\$

	1T-16	2T-16	Total
Gobierno Nacional (*)	0,0	9,1	9,1
Gobiernos locales	1,3	3,2	4,5
Privados	0,6	1,4	2,0
Total	1,9	13,7	15,6

En el segundo trimestre el Tesoro emitió US\$ 16,4 MM para cancelar la deuda con los holdouts pero sólo consideramos el efecto o de los pagos por US\$ 9,3 MM. Tampoco se consideran los US\$ 51 de deuda tomada por el BCRA.

nte: LCG en base a BCRA

Balance cambiario de turismo*. En millones de US\$

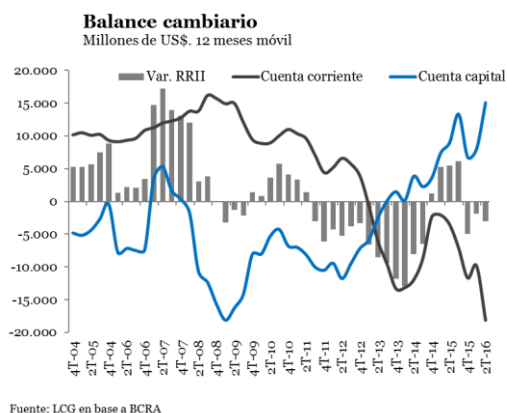


Fuente: LCG en base a BCRA
*Incluye el gasto en pasajes

6,15%). La operación fue un préstamo por el cual el BCRA, además del compromiso de repago del capital más los intereses, entrega como garantía (aforo) una serie de títulos públicos del Gobierno Nacional. Recientemente el BCRA precanceló una parte para evitar pagar los elevados intereses.
⁴ Es la emisión neta de los pagos de deuda a los holdputs por US\$ 9,3 MM.

9 de cada 10 dólares del déficit de la cuenta servicios se explican por Turismo que tuvo un déficit de US\$ 4,3 MM en el primer semestre (US\$ 0,7 MM más que en el 1S-15). Los datos muestran que la devaluación no logró contener las salidas por turismo a pesar del adelantamiento de las compras realizadas para anticiparla.

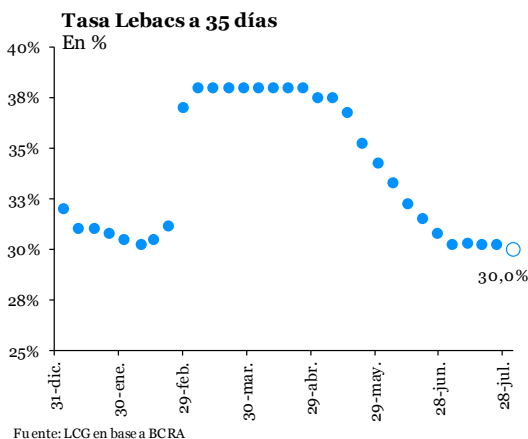
Con una economía que irá perdiendo competitividad y buscará crecer con ahorro externo -importando más bienes-, en el futuro consideramos que se irá acentuando el déficit de la cuenta corriente y éste será financiado con más endeudamiento externo.



BCRA retoma la baja de tasas

Aun cuando las expectativas de inflación relevadas en el REM⁵ fueron ajustadas al alza proyectando una desaceleración más lenta de la inflación en los próximos meses, **en la última licitación el BCRA convalidó una nueva baja de la tasa de Lebacs: -0,25 pp, ubicándola en 30,0% para el plazo más corto (35 días).**

El proceso de recorte había sido interrumpido a principios de julio cuando se conoció que la inflación de jun-16 estuvo por encima de lo esperado (3,1% según INDEC y 3,2% mensual según el IPC-BA). Pero entendemos que la tendencia se profundizará en la medida que la inflación tienda a converger su velocidad “cruce”⁶ y permita aliviar el impacto contractivo que las tasas altas tienen sobre la actividad. En efecto, **seguimos estimando que el año cerrará con rendimientos en torno a 25% anual para los títulos más cortos**, unos puntos por encima de la inflación mensual anualizada de los tres últimos meses del año (+1,7% promedio).



⁵ Relevamiento de expectativas de mercado que es una encuesta económica realizada por el BCRA.

⁶ Definida en 1,4% mensual en el Informe Mensual de Junio, “Plan C: del shock al gradualismo y del gradualismo al populismo”.

El mercado descontaba el último ajuste ya que **el BCRA aceptó el 99% de lo ofertado**. Colocó \$ 90,0 MM, logrando más que renovar los \$ 76,4 MM que vencían esta semana. Así, la Base Monetaria (BM) se contrajo en \$ 13,7 MM por la licitación primaria y otros \$ 6,5 MM por las operaciones en el mercado secundario. En total, **en la primera semana de agosto, el BCRA ya rescató \$ 20,2 MM. Se trata de un monto equivalente a más de la mitad de la absorción realizada todo el mes pasado (\$ 37,8 MM).**

Licitaciones primarias Lebac
En miles de millones de \$

	Ofertado	Colocado	Aceptación (%)	Excedente	Tasa Lebac 35 días
05-jul	60	57	100%	0,0	30,25
12-jul	65	62	100%	0,0	30,25
19-jul	68	66	100%	0,0	30,25
26-jul	78	75	100%	0,1	30,25
02-ago	94	90	99%	0,5	30,00 ↓

Fuente: LCG en base a BCRA

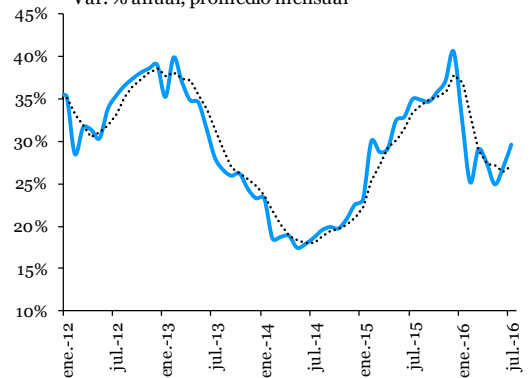
Efecto monetario Lebacs
En miles de millones de \$

Vencimientos	Efecto monetario (+ expansivo / - contractivo)			Total
	Licitación primaria	Mercado secundario		
I jul	61,3	4,1	-20,3	-16,2
II jul	64,1	2,5	-13,4	-10,9
III jul	61,0	-4,6	-6,3	-10,9
IV jul	78,8	4,0	-3,8	0,1
I ago	76,4	-13,7	-6,5	-20,2

- \$ 37,8 MM

La esterilización vía Lebacs sigue siendo el único factor contractivo de la BM. En julio, el desarme de pases del sector financiero en el BCRA por \$ 23,8 MM neutralizó parcialmente este efecto e implicó una contracción neta de la BM de sólo \$ 13,3 M. A su vez, **el Sector Público demandó la emisión de \$ 31,1 MM, producto de la pesificación de la colocación de deuda en dólares (\$ 28,5 MM) y la financiación vía Adelantos Transitorios (\$ 4,5 M).** Y el Sector Privado generó una expansión de la BM por \$ 10,4 MM producto de las intervenciones del BCRA en el mercado de cambios durante la segunda semana del mes para sostener el tipo de cambio. En esa semana compró divisas por \$ 700 M (la segunda intervención más alta en el año) y luego se alejó del mercado. **En julio la BM se expandió en \$ 30,1 MM acelerando el ritmo de crecimiento a 30% ia promedio, 3 pp por encima del aumento registrado en junio y 5 pp superior al de mayo.**

Base monetaria
Var. % anual, promedio mensual



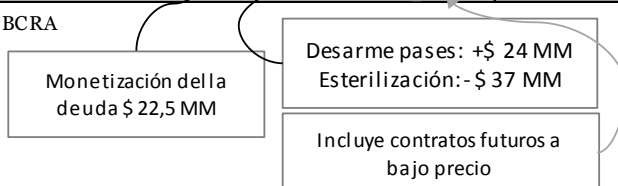
Fuente: LCG en base a BCRA

Factores de explicación de la Base Monetaria

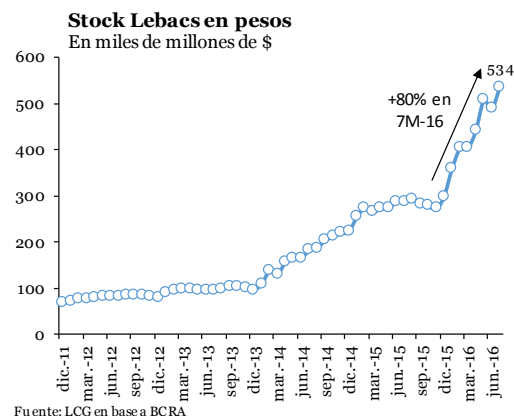
Variación mensual en miles de millones de \$

	Factores de explicación				Base Monetaria
	Compra / Venta divisas	Sector Público	Sector Financiero	Otros	
jul-15	-2,0	17,6	21,1	0,8	37,5
7M 2015	14,6	62,6	-19,9	0,3	57,6
jul-16	10,5	31,1	-13,3	1,8	30,1
7M 2016	37,4	150,6	-164,5	14,0	45,9

Fuente: LCG en base a BCRA



En lo que va del año, la BM acumula una expansión del \$ 46 MM. La suma resulta \$ 12 MM inferior a la acumulada en los mismos meses del año pasado y en términos reales equivale a una caída del 6% ia. Aunque en diferentes magnitudes, **tanto el Sector Público como el Privado han resultado 2,5 veces más expansivos que un año atrás** (\$ 151 MM y \$ 37 MM, respectivamente). A su vez, en estos meses también pesó la expansión por \$ 13 MM derivada de la cancelación de los contratos futuros que el BCRA había vendido a bajo precio. **El menor crecimiento real de la BM se explicó por la agresiva política de esterilización que viene implementando el BCRA a través de la cual rescató \$ 165 MM, 8 veces más que en los 7M-15. Producto de esto, es que el stock de Lebac's trepó a \$ 534 MM, 80% por encima del nivel de dic-15.**



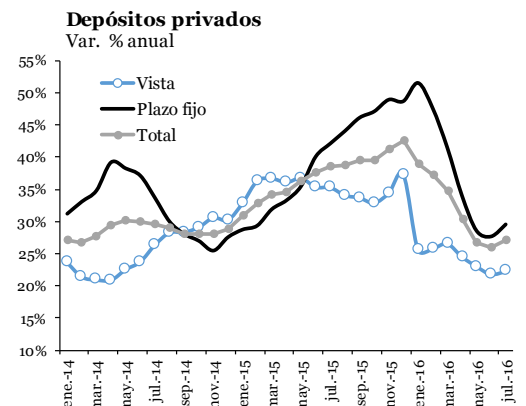
Financiero: intermediación baja pero liquidez alta

En julio los depósitos privados en pesos registraron un crecimiento del 4,5% mensual, pero impulsados por la estacionalidad positiva que suelen tener los depósitos en cajas de ahorro a partir del pago de los aguinaldos (+12% mensual en el último mes). Aun así, en la comparación interanual frenaron la desaceleración que ya acumulaba 6 meses al hilo y reflejaron un crecimiento del 27% ia (+2 pp contra el registro de jun-16).

Los depósitos a plazo crecieron a una tasa del 2,9% mensual, la misma que el mes anterior. Las colocaciones minoristas siguieron siendo las más dinámicas promediando un incremento del 4,1% respecto al mes anterior. Las mayoristas aumentaron 1,4% mensual, registrando la segunda suba consecutiva después de la liberación del cepo. En relación a un año atrás, los depósitos a plazos minoristas acumulan una suba del 55% ia (+9% ia real) mientras que los mayoristas una de apenas 6% ia. Las colocaciones continúan concentrándose en los plazos de hasta 60 días (+5% mensual).

En cuanto a los depósitos privados en dólares, después de tres meses sin crecimiento, en julio subieron 3,2% mensual en julio. Promediaron US\$ 12.300 M, casi 50% más que un año atrás, y se ubican sólo 17% debajo de los niveles previos al establecimiento del cepo.

En paralelo, **el crédito al sector privado sigue ajustando: crece a tasas del 24% ia promedio, 15 pp por debajo del crecimiento de dic-15.** En términos mensuales registró una suba del 1,0%, traccionada por la mayor financiación empresas que se explica sólo por cuestiones estacionales. Los Adelantos en cuenta corriente subieron 2,2% en el mes y el Descuento de documentos 1,7% después de promediar una contracción del 1,7% mensual en los seis meses previos. Aun así, afectados por el nivel que alcanzaron las tasas (35% ia), el parate de la obra pública (que impactó



Fuente: LCG en base a BCRA

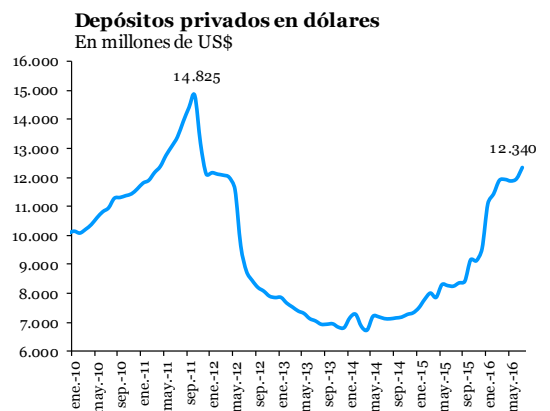
Depósitos privados en pesos

Variación mensual y anual

	Total	Vista	A Plazo	Mayor.	Minor.
Variación mensual					
jul-16	4,5%	6,3%	2,9%	1,4%	4,1%
7M-16	1,6%	0,8%	2,1%	-0,7%	5,6%
Variación anual					
jul-16	27,1%	22,3%	29,5%	6,1%	55,2%
7M-16	31,5%	24,2%	36,9%	32,5%	56,9%

Fuente: LCG en base a BCRA

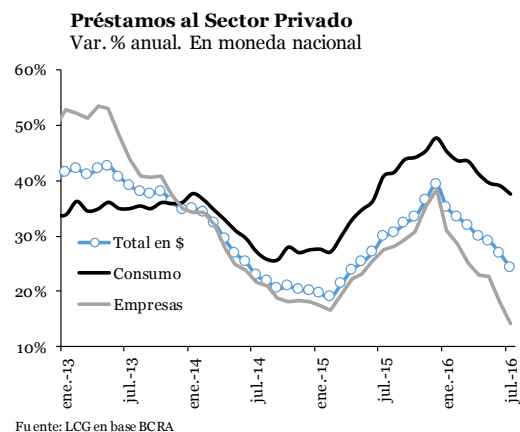
Estacional (aguinaldo) Menor actividad + inflación alta



Fuente: LCG en base a BCRA

de lleno sobre el descuento de documentos) y el freno de la actividad en general, en la comparación interanual crecen a tasas del 24% y 17% ia, respectivamente.

El crédito para financiar al consumo se muestra más dinámico. Los préstamos personales promedian un crecimiento del 2,0% mensual desde febrero, aunque las financiaciones con tarjetas de crédito volvieron a resentirse (-0,6% mensual). **Contra un año atrás, aun con una desaceleración de más de 10 pp, el consumo sigue siendo el principal motor del crédito: +37% ia.** Los préstamos con Garantía real (hipotecarios y prendarios) tuvieron un repunte apenas marginal en el mes (+1,4% mensual) que no logra revertir la caída real que acumulan respecto a los saldos de un año atrás (+15% ia, -20% ia real).



Préstamos al sector privado en pesos

Variación mensual y anual

	EMPRESAS	Adelantos	Docu- mentos	Otros	GARANTIA REAL	CONSUMO	Personales	Tarjetas de Crédito	TOTAL
Variación mensual									
jul-16	1,5%	2,2%	1,7%	-1,3%	1,4%	0,6%	1,8%	-0,6%	1,0%
7M-16	-0,7%	1,4%	-1,2%	-3,0%	0,6%	1,5%	1,8%	1,2%	0,4%
Variación anual									
jul-16	14,1%	23,9%	17,4%	-11,8%	15,4%	37,6%	32,6%	42,7%	24,2%
7M-16	23,1%	31,4%	28,2%	-5,2%	16,9%	41,3%	34,6%	48,2%	30,0%

Fuente: LCG en base a BCRA

Estacional
Freno de la obra pública +
suba de tasas

Con depósitos privados creciendo al 27% ia y préstamos al 24% ia, **el colchón de liquidez de los bancos se mantiene en aumento.** *A priori*, esto le daría margen al **BCRA para seguir bajando las tasas de las Lebacs** y reducir el costo de esterilización. Más aun teniendo en cuenta el tamaño de la cartera de Lebacs de los bancos (aproximadamente \$ 450 MM; equivalente al 50% del stock de los préstamos al sector privado) lo que les haría difícil trasladar esa liquidez excedente a préstamos en el corto plazo⁷.

⁷ Sólo la emisión de deuda por parte del Tesoro para cerrar la brecha del programa financiero en Pesos (que estimamos en torno a \$ 48 MM) podría poner un piso a esta baja.

Está prohibida su reproducción y circulación no autorizada expresamente.

Anexo: Monitor de variables

Variaciones interanuales	2013	2014	2015	12m	6m	3m	ene-16	feb-16	mar-16	abr-16	may-16	jun-16	jul-16
1. Actividad													
EMAE	4,9%	0,4%		1,2%	1,6%	1,5%							
EMI	-0,2%	-0,2%		..	-4,5%	-5,4%	1,2%	-0,1%	-3,8%	-5,2%	-4,5%	-6,4%	
ISAC	4,6%	-0,4%		..	-12,4%	-19,0%	-2,5%	-6,2%	-6,8%	-24,1%	-12,9%	-19,6%	
ISSP	7,5%	4,1%		2,4%	2,3%	1,9%							
Super (Real, LCG)	2,4%	1,1%	1,9%	-0,6%	-3,4%	-7,2%	-0,4%	-0,2%	-3,8%	-6,5%	-11,3%		
Shoppings (Real, LCG)	4,2%	-2,5%	6,9%	3,0%	-2,6%	-6,0%	-3,0%	-1,8%	-6,4%	3,1%	-14,1%		
Ventas a Concesionarios	16,1%	-36,3%	-4,4%	11,9%	16,8%	8,6%	52,6%	22,5%	20,1%	38,1%	19,8%	9,2%	-2,4%
IVA DGI (Real, LCG)	3,2%	0,5%	8,6%	3,8%	-2,6%	-1,9%	-1,2%	-3,9%	-4,9%	-0,1%	-4,0%	-1,6%	-7,3%
Importaciones	9,5%	-12,4%	-8,4%	-4,4%	-5,8%	-7,9%	-3,6%	1,0%	-6,6%	-10,7%	-1,8%	-10,9%	
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%	-4,4%	-1,3%					
Confianza Consumidor (UTDT)	2,2%	-13,4%	33,8%	7,0%	-12,5%	-21,0%	8,1%	-9,7%	-8,4%	-18,3%	-22,4%	-22,2%	-18,6%
2. Financiero													
Préstamos en pesos al SPPrNF	34,6%	20,3%	39,2%	32,3%	31,0%	28,6%	35,2%	33,5%	31,9%	29,8%	29,1%	26,9%	24,2%
Adelantos	19,8%	17,3%	40,2%	29,6%	32,4%	30,4%	36,7%	36,7%	30,4%	28,9%	33,1%	29,2%	23,9%
Documentos	45,9%	20,5%	44,2%	34,5%	30,3%	25,5%	38,2%	35,2%	32,6%	29,3%	26,1%	21,2%	17,4%
Hipotecarios	24,8%	10,4%	14,4%	12,2%	13,8%	12,7%	15,2%	14,9%	14,4%	13,6%	12,8%	11,8%	10,5%
Prendarios	41,4%	4,6%	22,4%	18,9%	22,1%	21,6%	23,4%	22,4%	21,9%	21,0%	21,6%	22,2%	22,4%
Personales	31,2%	19,1%	37,3%	35,0%	34,9%	34,0%	36,4%	35,8%	35,5%	34,6%	34,0%	33,4%	32,6%
Tarjetas	42,8%	37,5%	58,7%	51,2%	49,0%	45,8%	54,1%	51,6%	51,7%	47,6%	45,2%	44,8%	42,7%
Depósitos en pesos del SPPrNF	30,1%	28,8%	42,5%	35,7%	32,0%	27,6%	38,9%	37,2%	34,8%	30,3%	26,6%	25,9%	27,1%
Cuenta Corriente	19,7%	33,3%	33,8%	25,6%	21,2%	19,7%	21,7%	23,2%	23,8%	20,2%	20,2%	18,7%	18,3%
Caja de Ahorro	31,7%	27,2%	40,7%	32,8%	27,7%	26,5%	29,3%	28,3%	29,3%	28,9%	25,8%	24,8%	25,8%
Plazo Fijo	35,7%	27,5%	48,7%	41,6%	37,7%	30,0%	51,6%	47,7%	41,5%	34,1%	28,5%	27,6%	29,5%
. Mayorista	40,8%	23,7%	47,4%	30,6%	21,3%	6,7%	48,1%	40,9%	28,7%	14,8%	3,1%	2,4%	6,1%
. Minorista	30,5%	32,1%	51,6%	2,4%	57,5%	58,2%	56,8%	56,2%	57,1%	57,6%	59,6%	57,4%	55,2%
Tasas de interés (nivel)													
Encuesta Plazo Fijo (30 d)	15,1	20,5	21,4	24,5	26,5		25,0	24,2	27,0	27,7	28,3	26,8	24,5
Badlar privado (30 d)	17,0	22,6	21,3	26,2	25,0		25,7	26,6	27,4	28,9	30,5	30,2	28,6
Monetarias													
. M2 privado en pesos	30,1%	22,9%	35,1%	29,6%	24,1%	20,4%	29,0%	29,3%	26,1%	22,7%	21,2%	17,7%	20,5%
. Base monetaria	30,1%	19,7%	33,1%	31,8%	27,7%	26,5%	32,8%	25,2%	29,1%	27,5%	24,9%	26,9%	29,6%
. Lebac	19,7%	75,5%	61,9%	50,6%	58,9%	71,9%	42,1%	48,2%	44,9%	62,0%	72,0%	81,3%	83,6%
3. Externo													
Exportaciones (ICA)	-5,0%	-10,0%	-16,9%	-9,8%	-2,6%	-7%	1,5%	6,5%	0,9%	-8,4%	2,7%	-13,0%	
Precio Soja Chicago	-4,2%	-12,1%	-24,6%	-7,7%	0,2%	10%	-7,5%	-17,1%	-4,7%	5,4%	14,4%	11,1%	
Precio Petróleo WTI	3,8%	-6,5%	-46,0%	-36,3%	-23,4%	-20,1%	-30,3%	-32,2%	-19,5%	-23,0%	-18,6%	-18,7%	
IPMP BCRA	-5,8%	-10,4%	-20,6%	-12,2%	-4,8%	2,7%	-19,7%	-17,3%	-12,9%	-6,1%	2,8%	7,3%	-2,0%
TCN US\$ (nivel)	5,4	8,22	9,44	12,31	14,62	14,44	13,90	15,58	14,58	14,26	14,01	14,92	15,04
TCN US\$ (Var. ia)	21,2%	48,3%	14,8%	42,5%	65,0%	60,3%	60,9%	78,6%	65,3%	60,1%	55,9%	64,2%	63,8%
TCR EE.UU. (LCG)	10,6%	9,5%	-17,4%	7,0%	20,1%	-12,3%	2,7%	8,3%	-9,2%	-6,5%	-5,5%	3,5%	-3,7%
TCR Brasil (LCG)	-7,9%	4,2%	-31,1%	-15,1%	7,6%	-0,1%	2,3%	10,5%	2,3%	-3,7%	-8,9%	16,5%	-5,7%
TCR China (LCG)	1,6%	7,9%	-10,4%	3,7%	15,3%	-13,8%	2,3%	12,8%	-10,2%	-7,5%	-6,8%	2,7%	-0,5%
TCR EU (LCG)	0,7%	6,2%	-24,9%	-1,3%	19,5%	-10,0%	0,8%	9,6%	-3,8%	-6,2%	-8,1%	3,1%	-6,2%
TCR Multilateral (LCG)	-3,7%	5,3%	-22,1%	-4,8%	13,0%	-8,3%	1,7%	10,4%	-4,4%	-5,6%	-7,8%	7,2%	-5,3%

Comentarios:

- En todos los casos aparecen variaciones interanuales, con excepción del bloque Tasas de interés y el Tipo de Cambio Nominal que muestran los niveles absolutos.
- La columna "2007" muestra la variación porcentual del promedio del 2007 con respecto al 2006.
- La columna "12m" muestra la variación porcentual del promedio móvil de los últimos 12 meses con respecto al promedio de los 12 meses anteriores.
- Ídem las columnas "6m" y "3m", tomando promedios móviles de 6 y 3 meses, respectivamente.
- Las columnas con meses muestran la variación interanual con respecto al mismo mes del año anterior.

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	1,9	2,0	mar-16	-2,0	-1,8	abr-16	5,0	5,0
Canadá	feb-16 (m)	1,5	1,6				abr-16	7,1	7,1
China	3T-14	7,3	7,5	oct-14	7,7	8,0	4T-14 (t)	4,1	4,1
Japón	4T-15	0,7	1,7	feb-15	-2,6	-2,8			
Alemania	4T-15	1,3	1,7	oct-14	0,9	0,0	abr-16	6,2	6,2
Francia	1T-16	1,3	1,4	mar-16	-0,8	0,4	4T-15 (t)	10,0	10,1
España	1T-16	3,4	3,5	mar-16	-1,7	5,4	3T-14 (t)	23,7	24,5
Italia	4T-15	1,0	0,8	mar-16	0,5	1,1	4T-15 (t)	11,5	11,5
Reino Unido	1T-16	2,1	2,1	feb-16	-0,5	0,1	feb-16	5,1	5,1
Australia	4T-15	3,0	2,7				mar-16	5,7	5,8
México	1T-16	2,7	2,5	feb-16	2,6	0,8	mar-16	4,2	4,3
Brasil	4T-15	-5,9	-4,5	mar-16	-11,4	-9,8	feb-16	8,2	7,6
Chile	4T-15	1,4	2,5				mar-16	6,3	5,9

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	mar-16	0,9	1,0	mar-16	-5,4	-4,1	10-may	0,50	0,50
Canadá	oct-14	2,4	2,0	mar-16	-5,1	0,4	10-may	0,50	0,50
China	abr-16	2,3	2,3	abr-16	0,0	0,0	10-may	4,35	4,35
Japón	mar-16	-0,1	0,3	mar-16	-6,8	-4,0	04-abr	0,10	0,10
Alemania	abr-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	09-may	0,00	0,00
España	abr-16	-1,1	-0,8	feb-16	2,7	2,1	09-may	0,00	0,00
Italia	feb-15	-0,1	-0,6	feb-16	3,3	-3,6	09-may	0,00	0,00
Reino Unido	mar-16	0,5	0,3	mar-16	0,1	-0,3	10-may	0,50	0,50
Australia	3T-14 (t)	2,3	3,0	mar-16	-1,3	-8,0			
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	abr-16	1,4	-5,8	09-may	14,25	14,25
Chile	abr-16	4,2		abr-16	-11,0	-12,1	10-may	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