

# Argentina: Reporte Mensual SBS

## Anticipando volatilidad; esperando continuidad

**Anticipando volatilidad pre-electoral, pero esperando continuidad política.** Mientras el mundo financiero internacional se torna más incierto, la candidatura al senado de CFK despierta fantasmas populistas que parecían olvidados. El gobierno mantiene su esperanza en la polarización, donde 20% de votos moderados desempatarían una elección en favor del candidato oficial. Un crecimiento económico mediocre ha impedido un apoyo popular más amplio, pero optimismo sobre el futuro sigue siendo uno de los principales aliados oficiales. El alto rechazo que genera CFK es el otro. La receptibilidad del Congreso a las reformas necesarias va a depender del resultado electoral, pero seguimos apostando a continuidad, invirtiendo en riesgo Argentino y ARS, pero con cautela, sin subestimar volatilidad pre-electoral, ni la creciente complejidad del escenario internacional.

**La recuperación se afirma, pero lenta.** La revisión positiva del 1T17 confirma una tendencia cercana al 3% de crecimiento en lo que resta del año. Cada mes se suman mas sectores del PBI con avances anual positivos, pero la recuperación continúa lenta y heterogénea. El repunte del primer trimestre reflejó una suba generalizada de la demanda interna, tanto consumo como inversión. El agro, la construcción, la actividad financiera y las profesionales continúan liderando la expansión. La industria y el sector comercial, siguen siendo los sectores rezagados. La recuperación gradual de la economía Brasileira constituye otro empuje adicional, sumado al abundante financiamiento externo disponible. Una creciente incertidumbre política local y financiera internacional constituyen los principales peligros de corto plazo; una tímida mejoría de la inversión, el mayor desafío de largo plazo.

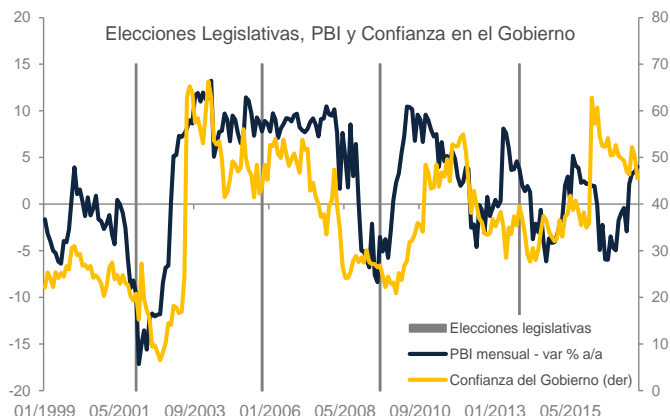
**El BCRA recupera grados de libertad.** Un buen número inflacionario en junio permitió recuperar la esperanza de una marcada desaceleración en 2S17. Pero la suba de varios precios puntuales y administrados anticipan una aceleración a 2% en julio, mientras nuevos ajustes de tarifas evitarían romper la barrera del 1,2% en el resto del año. Esto sugiere que el BC sólo podrá bajar su tasa de política monetaria gradualmente. Dicha cautela monetaria junto a una política fiscal expansiva financiada con crédito externo tiende a asegurar un escenario de tasas de interés elevadas (especialmente en dólares) y de peso apreciado. El ruido político pareciera ser el único riesgo para el ARS en el corto plazo.

**Financiamiento en la encrucijada.** El gasto público sigue expandiéndose, pero el gobierno mantiene su promesa de déficit primario de 4,2% del PBI. El sendero fiscal actual exige un ajuste de 1,8% del PBI para 2018, demandando un drástico control de gasto y aumentos en precios públicos. La actual trayectoria anticipa una relación deuda producto de casi 40% hacia 2019. Todavía manejable desde una perspectiva regional, pero casi obligando a mejorar las cuentas públicas después de la elecciones. Mientras tanto la emisión sostenida en un mundo algo más complejo impide cualquier compresión de spreads.

		2016	2017	2018
<b>Actividad Económica</b>				
PBI Real	(% A/A)	-2,2	2,7	2,4
PBI Nominal	(% A/A)	37,5	27,4	18,8
PBI Nominal	(ARS MM)	8050,2	10253,3	12179,6
PBI en USD	(MM)	545,2	634,2	665,1
<b>Inflación</b>				
Inflación GBA INDEC	(% dic/dic)	39,6	21,5	15,6
	(% prom)	40,4	25,0	18,5
Inflación CABA	(% dic/dic)	41,0	22,5	15,6
	(% prom)	41,4	27,5	17,8
<b>Mercado Monetario</b>				
Tasa Pase 7 Días	(% dic)	24,8	23,0	19,0
Lebacs 35 días	(% dic)	24,8	22,5	18,5
Badlar Privada	(% dic)	20,1	20,2	16,5
Base Monetaria	(% dic/dic)	26,7	21,8	21,4
M2 Privado	(% dic/dic)	24,1	24,0	16,7
Crédito Priv. en ARS	(% dic/dic)	16,0	28,2	21,4
<b>Mercado Cambiario</b>				
ARS/USD	(dic prom)	15,8	17,0	19,2
ARS/USD	(prom)	14,8	16,2	18,3
TC Real	(=dic/01)	1,04	0,93	0,93
<b>Cuentas Externas</b>				
Saldo Comercial	(USD MM)	2,1	-2,1	-3,4
Exportaciones	(USD MM)	57,7	61,0	63,7
Importaciones	(USD MM)	55,6	63,2	67,1
Cuenta corriente	(USD MM)	-14,9	-20,8	-22,5
	(% PBI)	-2,7	-3,3	-3,4
Reservas	(USD MM)	38,8	47,3	50,0
<b>Sector Público</b>				
Res. Primario	(ARS MM)	-343,5	-432,1	-448,4
	(% PBI)	-4,3	-4,2	-3,7
Res. Financiero	(% PBI)	-5,9	-6,3	-5,7
Deuda pública total	(USD MM)	275,4	314,2	352,1
	(% PBI)	54,2	52,1	55,6
D. con S.Privado + IFIs	(USD MM)	126,6	159,6	190,3
	(% PBI)	24,9	26,5	30,1
Stock Lebacs	(ARS MM, dic)	705,4	1201,4	1501,4
	(% PBI)	8,2	11,7	12,3

Primeras Encuestas de Intención de Voto

Encuestas por Candidatos						
Fechas	Encuestador	Bullrich	CFK	Massa	Randazzo	
Publicación	Encuesta	Gonzalez	Tajana	Stolbizer	Casamiquela	
08-may	fin abril	M & F	19,5	35,3	34,6	s/d
31-may	17-22/5	Analogías	15,5	31,3	22,9	9,8
30-jun	25/6-26/6	Analogías	24,1	33,8	16,8	4,5
02-jul	fin junio	M & F	28,5	27,8	24,1	5,4
Encuestas por Partidos						
Fechas	Encuestador	Cambiamos	Unidad Ciudadana	1País	PJ	
Publicación	Encuesta					
01-jun	25/6-28/6	Query	36,5	34,9	18,0	5,9



## A un PASO, pero aún lejos de octubre

A días de las primarias abiertas simultáneas y obligatorias (PASO), el 13 de agosto próximo, la gran paridad que presentan los primeros sondeos de opinión divulgados reafirman un escenario político que augura incertidumbre y volatilidad financiera, en parte anticipado por las últimas semanas. Aún así, se espera que un fuerte rechazo a las prácticas políticas del pasado favorezca al gobierno finalmente.

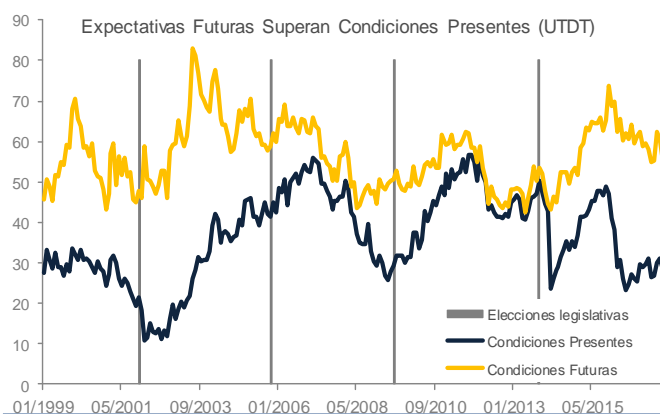
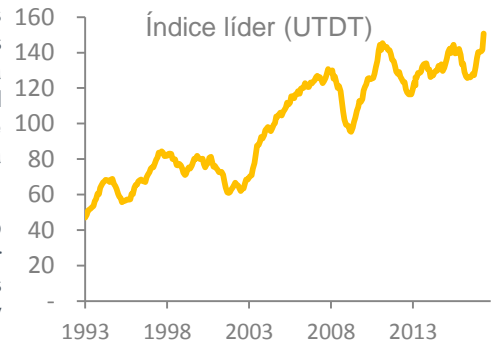
Estas elecciones intermedias son muy especiales, generando alta sensibilidad; en ellas pareciera volverse a disputar el modelo de país que la sociedad Argentina quiere. Las primeras encuestas muestran resultados mixtos. Sin embargo, el oficialismo apuesta fuertemente a la polarización, dejando una sensación de gran incertidumbre y ansiedad hasta las mismas elecciones. La economía no ha estado jugando de manera determinante a favor del Gobierno en términos de crecimiento e inflación, pero se espera una mejora relativa en lo que resta hasta Octubre.

Aunque es a muy prematuro extrapolar las primeras encuestas de intención de voto divulgadas sobre las PASO, pueden advertirse algunas tendencias. En las encuestas por partidos políticos en la Provincia de Bs. As., el gobierno (Cambiamos) obtendría niveles de apoyo de 36/37%, CKF (Unión Ciudadana) 34/35%, Massa/Stolbizer (1Pais) 18%, y Randazzo (PJ) 6%. En los sondeos por candidatos, CFK estaría liderando por 3%-5%, aunque las opiniones por partido debieran ser más representativas para las PASO. Además, para las elecciones generales se espera que gran parte del voto a Massa termine apoyando al gobierno. Y, en las encuestas nacionales, Cambiamos se estaría imponiendo por amplio margen al ser la única fuerza con alcance en todo el país, mientras que el partido político de CFK quedaría relegado a una agrupación provincial.

A menos que se materialicen dos de los escenarios políticos que lucen poco probables (un triunfo con amplio margen de la ex Presidenta y/o una derrota contundente de Cambiamos), todo pareciera sugerir un escenario político por los próximos dos años que oscilará entre uno constructivo y de continuidad y otro de negociación permanente. En el escenario de "continuidad" (probabilidad 65%), el oficialismo triunfaría en la Provincia de Buenos Aires y a nivel nacional, mientras que en el escenario de "indecisión" la ex Presidenta (probabilidad 35%) ganaría la Provincia de Buenos Aires por un margen acotado, pero Cambiamos se mantendría como la primera fuerza a nivel nacional.

En el escenario de continuidad, el Gobierno estaría recibiendo un respaldo favorable a la política económica actual, obteniendo margen para avanzar en su agenda de reformas. Con ese apoyo reforzado, se espera que la administración Macri comience a implementar un programa de reducción gradual del déficit primario, y presente una agenda de reformas pero de elaboración y ejecución progresiva. Esta agenda se espera incluya una reforma del estado, una tributaria, una previsional y otra laboral. Aún reconociendo ex-ante las enormes dificultades que enfrentará cualquier reforma estructural ambiciosa, la mera expectativa de avance en alguno de estos frentes contribuirá a mantener un clima de negocios relativamente favorable.

En el segundo escenario, la ex Presidenta no contaría con un triunfo contundente en Buenos Aires y tampoco lograría el respaldo de la mayoría de los gobernadores provinciales. Esta atomización opositora en realidad podría contribuir a la gobernabilidad e incluso favorecer las chances electorales de Cambiamos de cara al 2019. Sin embargo, el implícito fracaso por plebiscitar favorablemente la política económica del gobierno, probablemente debilite la agenda de reformas, y el enlentecza aún más el sendero de reducción gradual del déficit primario. Aun así, con un contexto internacional favorable, bajos niveles de endeudamiento y menores necesidades financieras en 2018-2019 que en 2017, podrán facilitar un nuevo y más definitivo testeo electoral en 2019.



Calendario electoral argentino 2017	
14-jun	Cierre del plazo de presentación de alianzas para las PASO
24-jun	Presentación de lista de precandidatos
25-jun	Elecciones provinciales en Chaco
14-jul	Inicio de campaña para las PASO
30-jul	Elecciones provinciales en San Luis
<b>13-ago</b>	<b>Elecciones PASO</b>
12-sep	Oficialización de candidatos para la elección nacional
17-sep	Inicio de la campaña electoral nacional
<b>22-oct</b>	<b>Elección legislativa</b>
10-dic	Asumen los nuevos legisladores

## Se afirma la recuperación, aunque todavía lenta

Con la revisión positiva de los datos de PBI efectuada por el INDEC, la continuidad de las políticas en curso y los indicadores adelantados de actividad sobre abril y junio, reafirmamos nuestra proyección para 2017 de recuperación económica moderada, todavía heterogénea y con impacto moderado sobre el empleo. Pero la tendencia actual anticipa una mejora continua hasta Octubre, con más sectores beneficiados.

De acuerdo al INDEC, la economía creció a un ritmo del 4,3% t/t en el 1T17 ajustado por estacionalidad (a.e.), muy por encima del dato anticipado por el Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) elaborado por el instituto (2,4% t/t a.e.), registrando una aceleración respecto al cuarto y tercer trimestre del 2016 (+2,8% t/t, y +0,3% t/t a.e.).

El repunte del PBI observado en 1T17 respondió a una mejora generalizada de la demanda agregada, que compensó el aumento de las importaciones (13,3% t/t a.e.). El consumo privado creció a una velocidad del 5,7% t/t a.e. en los primeros tres meses del año, quebrando con una tendencia de casi seis caídas trimestrales consecutivas. Esta mejora fue producto del repunte de la capacidad de consumo de las familias, favorecida por una ligera mejora salarial y el leve aumento de la demanda de empleo formal. También tuvo efectos expansivos la aceleración del crédito al sector privado (creció 6% a/a real en julio, revirtiendo el desplome de diciembre 2016 del 18% a/a) y una política fiscal expansiva que estimuló el gasto privado mediante transferencias (5,8% a/a de crecimiento real del gasto en pensiones en los primeros cinco meses).

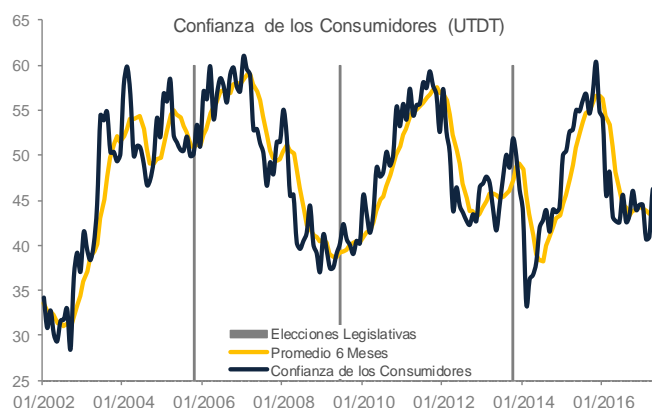
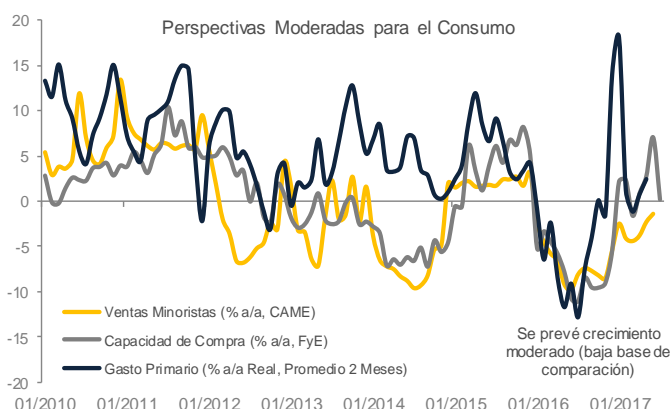
La demanda de inversión aumentó 6,8% t/t a.e., impulsada principalmente por la mayor actividad de la construcción y la compra de equipo de transporte. Esta recuperación evidenció el impacto del mayor ritmo de ejecución de obra pública, que está más que duplicando al del año anterior (30% a/a real). Por su parte, el gasto público se expandió 8,5% t/t a.e., revirtiendo gran parte de la caída previa (9,2% t/t a.e.). Finalmente, la demanda externa creció 12,3% t/t a.e., prolongando la recuperación de seis trimestres consecutivos. Esta mejora de las exportaciones podría haber sido mayor si no se hubiera producido un incremento de los inventarios agrícolas.

Esta expansión de la demanda se tradujo en un mayor dinamismo del agro (4,3% a/a), la construcción (1,9% a/a), la actividad financiera (2,4% a/a), la pesca, el transporte (3,7% a/a) y las actividades profesionales (2,7% a/a). Por el contrario, continuaron contrayéndose la actividad comercial (-0,9% a/a) y la industrial (-2,2% a/a), especialmente algunos sectores puntuales, como la textil (-17,2% a/a), la de fabricación de televisores y celulares (-37,4% a/a) y la de producción de cueros y sus derivados (-6,2% a/a).

En este contexto de recuperación económica, la demanda de trabajo formal del sector privado presentó una ligera mejora, reflejando todavía la gran heterogeneidad sectorial existente. La demanda de empleo formal creció 0,2% a.e. entre fines de 2016 y abril último, registrando una mejora del 0,5% a.e. con relación al nivel "piso" verificado en junio de 2016. Esta recuperación obedeció principalmente al mayor dinamismo de la actividad de la construcción (3,8% a.e.) y de servicios regulados (1,1% a.e., electricidad, gas y agua). En cambio, la industria (-0,5% a.e.) y la minería (-2,7% a.e.) siguieron destruyendo empleo.

Entre abril y junio, la información disponible mostró que ésta dinámica de recuperación habría continuado a un ritmo similar, alcanzando paulatinamente más y más sectores. En el promedio del año de los 15 sectores informados por el EMAE, 11 ya muestran crecimiento a/a positivo, contra 7 reportados en 4T16. En nuestra estimación consistente con una expansión del PBI de casi 3,0% este año, que deja un arrastre de 1,0%/1,3% para el 2018.

Período	INDICADOR	% M/M	% A/A
abr-17	EMAE	-0,04	0,63
may-17	EMI	n.a.	2,7
may-17	ISAC	n.a.	10,3
jun-17	Despachos de Cemento	14,34	9,09
jun-17	Costo de Construcción	0,9	24,5
abr-17	Ventas Super.	4,99	24,47
abr-17	Ventas Shoppings	14,67	8,9



## El escenario 2018-2019 condicionado por el fisco

Para 2018 y 2019 anticipamos continuidad del actual ciclo de expansión económica, proyectando un crecimiento moderado del 2,0/2,5% promedio anual, todavía en un contexto de relativa dispersión sectorial y moderada creación de empleo privado.

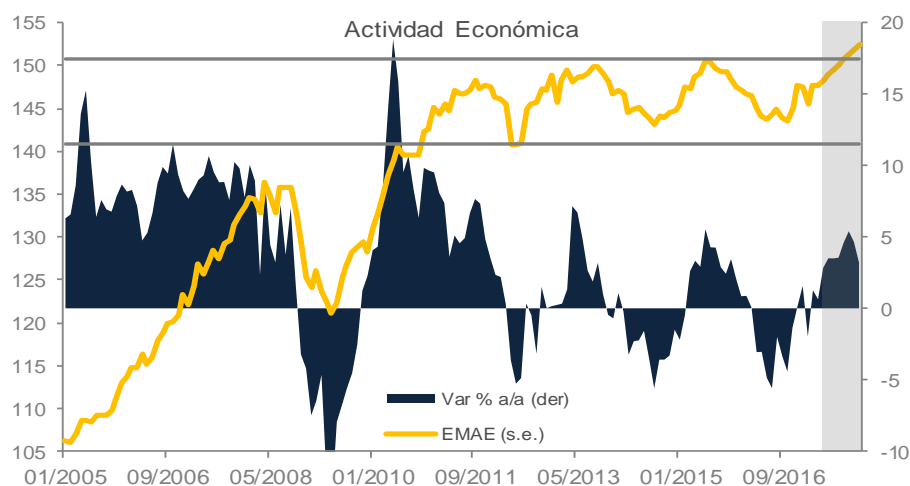
La decisión de los principales bancos centrales del mundo de remover lentamente las políticas monetarias expansivas hace prever un contexto financiero internacional relativamente favorable, aunque con creciente volatilidad en el tiempo. Esperando un escenario donde se plebiscita favorablemente la actual gestión en Octubre, es probable que el Gobierno refuerce el plan de reducción gradual del déficit y la agenda de reformas pendientes. De este modo, con abundante disponibilidad de crédito externo el gasto agregado se podría mantener en niveles elevados y, muy probablemente, el nivel de actividad crezca y logre quebrar con los mini-ciclos anuales de expansión y retracción en que se encuentra entrampada la economía argentina desde 2012.

Sin embargo, la velocidad y sustentabilidad del crecimiento futuro dependerá del grado de éxito el Gobierno tenga en su agenda de reformas. Es posible que el Gobierno decida consolidar la reducción del déficit primario, relegando el resto de la agenda económica, lo que restaría velocidad a la recuperación del nivel de actividad. El (re) inicio del programa de reducción gradual del déficit primario se traducirá en un ajuste fiscal de 1%- 2% del PBI. Mientras que la política monetaria estará enfocada en una reducción de la tasa de inflación del 21,5% estimado para 2017 al 8/12% objetivo del Banco Central para 2018, anticipando una continua apreciación real del ARS.

Con tipo de cambio real apreciado, una política comercial de apertura gradual, una política de recomposición tarifaria, un gasto público moderándose y una agenda de reformas estructurales graduales, la gran incógnita seguirá siendo la reacción de la inversión. Igual se espera una respuesta positiva a las políticas de incentivos y regulatorias que incluyeron facilidades para las compras de bienes de capital, el relanzamiento de los créditos para viviendas (Plan ProCrear), el creciente dinamismo que muestra los créditos hipotecarios en UVA (\$14.779 M este año contra \$9 M en igual período de 2015), la sanción de la Ley de Participación Público Privada (que será activamente utilizada por el Gobierno para hacer obra pública) y la adjudicación de proyectos de producción de energías alternativas (Plan RenovaAR), con compromiso de u\$s4.000 M). A lo que habría que agregar el continuo crecimiento del sector agrícola, los de servicios públicos y de intermediación financiera.

Nuestro escenario de recuperación económica enfrenta riesgos, aunque no necesariamente de alta probabilidad. En primer lugar, que Cristina Kirchner quede en una posición política competitiva de cara a las elecciones presidenciales de 2019. Escenario que se ve poco probable dado el nivel de rechazo que genera en más de la mitad de la población, pero que presentaría un riesgo real de reversión, afectando la viabilidad del programa de consolidación fiscal y de la agenda de reformas estructurales, repercutiendo negativamente en la inversión y la tasa de crecimiento de los próximos años. Segundo, un contexto internacional más hostil. Aunque la expectativa dominante anticipa un reducción gradual del relajamiento monetario mundial, siempre existe el riesgo de alguna discontinuidad en los mercados financieros, afectando potencialmente la sustentabilidad del gradualismo actual. Aunque no sea nuestro escenario base, un riesgo mayor a estos escenarios extremos es la combinación de cierta debilidad política post-elecciones con una mayor estrechez financiera externa.

PBI Real	(% A/A)	2016	2017	2018
PBI		-2,2	2,7	2,4
Importaciones		5,7	7,0	6,6
OFERTA GLOBAL		-0,7	3,6	3,3
DEMANDA GLOBAL		-0,7	3,6	3,3
Demanda doméstica		-1,9	3,4	3,5
Consumo total		-1,2	3,1	3,2
Cons. privado		-1,4	3,0	3,4
Cons. público		0,3	3,5	2,4
Inversión		-5,1	5,2	5,1
Exportaciones		3,7	6,8	4,3



## El BCRA recupera grados de libertad

Para sorpresa del mercado (REM 1,5%), la tasa de inflación Nacional y la del Gran Buenos Aires se ubicó en niveles bajos en junio (1,2% y 1,4% respectivamente), consolidando así la reducción de la inflación observada en mayo último (1,3% GBA), tras el salto que se produjo en los tres meses previos (2,5%).

Esta reducción de la tasa de inflación (medida a través del IPC GBA) obedeció a una baja generalizada de sus componentes, reflejando la incidencia de una política monetaria más contractiva en los precios núcleo y el impacto de la pausa de la política de recomposición tarifaria en los precios regulados. Entre mayo y junio, la inflación núcleo se ubicó en 1,6% registrando una merma respecto del período febrero – abril (2,0%). En el mismo lapso, el aumento de precios regulados también fue sensiblemente inferior (1,1% versus 4,0%). Lo mismo ocurrió con los precios estacionales (0,5% versus 2,2%).

En este contexto, el Banco Central recuperó grados de libertad y el 11/7 decidió mantener la tasa de interés de referencia en 26,25%, resaltando que se retomó “el sendero de desinflación”, la inflación núcleo fue “inferior a la de meses anteriores” y que “seguirá manteniendo un claro sesgo anti-inflacionario para asegurar que el proceso de desinflación continúe hacia su objetivo de una inflación entre 12% y 17% durante 2017”.

Con la reducción de las presiones inflacionarias observada en mayo y junio (1,3% promedio), la tasa de inflación estaría retornando a los niveles verificados entre diciembre de 2016 y enero de 2017 (1,3%), cuando el BCRA dispuso una reducción de la tasas de 24,75% a 22,25% en dos meses y medio.

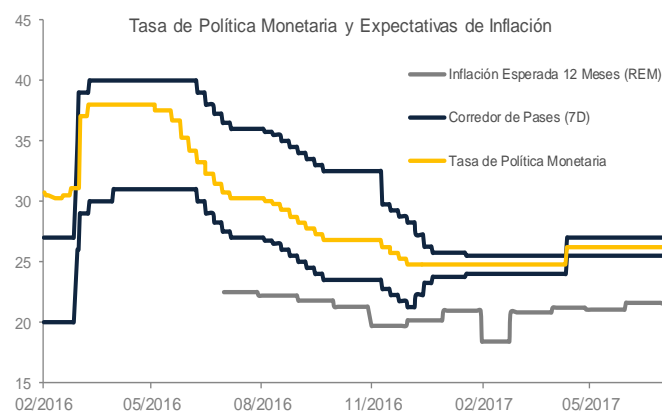
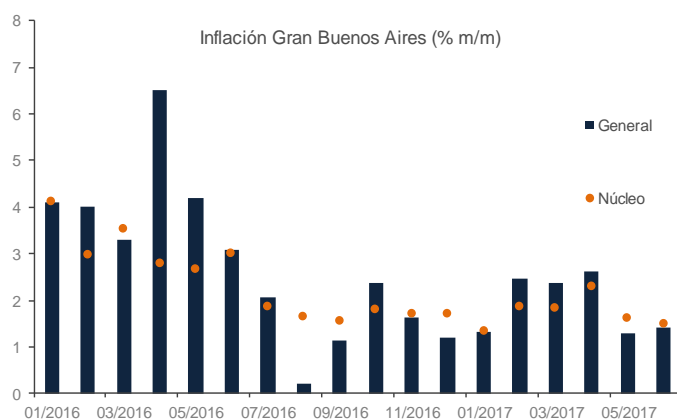
Nuestra impresión es que después de adjudicarse un éxito prematuro sobre la inflación a principios de año, la autoridad monetaria actuará con mayor cautela a fin de consolidar el proceso de desinflación. Aun cuando cumplir con la meta actual luce improbable (se necesita un IPC menor al 0,76% mensual hasta fin de año, el BCRA apuntará a finalizar el año con una inflación en torno al 1% mensual.

Con la suba prevista en varios precios puntuales y administrados en julio que podrían llevar la inflación hasta el 2,0% mensual (cigarrillos, naftas, prepagas, expensas y personal doméstico), estimamos que el Banco Central mantendrá mucha cautela hasta principios de agosto, para luego iniciar un nuevo ciclo de reducción de tasas de interés que será más moderado que el anterior.

Aún así, existen elementos que indicarían que el proceso de desinflación será gradual y volátil. Primero, debido al proceso de recomposición de tarifas de servicios públicos vigente. En octubre y noviembre estarán subiendo las tarifas de gas y electricidad. Segundo, porque existe cierta inercia en las decisiones de precios en la economía, que se refleja en la suba de las prepagas (5% adicional en agosto). Y tercero, porque no existe una política macroeconómica, monetaria, fiscal y de ingresos, coordinada de desinflación. Por ende, esperamos una tendencia de desinflación entre agosto-septiembre (1,2/1,4% mensual), y un repunte entre octubre - noviembre (al 1,7% promedio mensual), que haría que la inflación finalice el año en torno a 1,2/1,4% mensual.

Por último, la similitud que arrojó la evolución del nuevo IPC Nacional del INDEC con el IPC GBA (0,2% de diferencia en lo que va del año) no hace prever un deterioro de la credibilidad del BCRA con el cambio del referente para las metas inflacionarias.

Período	INDICADOR		% M/M	% A/A
<b>Monetarios</b>				
jun-17	BM (ARS M)	811.375	3,4	31,0
jun-17	M2 (ARS M)	1.325.486	4,7	35,6
jun-17	Stock Lebac (ARS M)	885.486	6,2	64,1
jun-17	Prestamos Priv.	1.018.997	2,7	29,4
	Prendarios	67.365	6,0	60,8
	Personales	273.557	3,4	53,0
	Tarjetas de Crédito	237.977	2,6	24,2
	Hipotecarios	73.434	4,6	33,8
	Depósitos Priv.	1.184.339	2,2	25,3
	CC	268.324	2,5	27,7
	Caja de Ahorro	325.906	6,0	44,4
	A plazo	547.286	-0,3	14,7
	En USD	23.026	-2,8	94,4
jun-17	<b>Inflación</b>		1,2	
	Alimentos y bebidas		0,9	
	Bebidas alcohólicas y tabaco		0,7	
	Indumentaria		0,9	
	Vivienda y serv. Básicos		1,8	
	Equipamiento y mant. del hogar		1,3	
	Salud		1,5	
	Transporte		0,7	
	Comunicación		1,2	
	Esparcimiento		2,3	
	Educación		1,0	
	Restaurantes y hoteles		1,3	
	Otros		1,3	



## La abundancia de crédito externo continúa, por ahora

En el primer trimestre de 2017 siguió mostrando una dinámica de deterioro del déficit de cuenta corriente, en un contexto de gran disponibilidad de crédito externo. El aumento del déficit comercial observado entre abril y mayo, junto a la combinación de una recuperación económica moderada, un tipo de cambio real apreciado y una política comercial de apertura gradual, nos hacen proyectar un déficit de cuenta corriente de USD20,748 M en 2017 (3,3% del PBI). Este desequilibrio implicará un deterioro importante con relación al 2016 (USD14.901 M o 2,7% del PBI).

El déficit de cuenta corriente del balance de pagos totalizó USD6.871 M en los primeros tres meses del año, registrando un aumento de USD1.944 M a/a. Este aumento obedeció al incremento del déficit comercial (USD681 M), que fue producto de un crecimiento de las importaciones (7,4%) mayor al de las exportaciones (1,8%). A su vez, también incidió en forma significativa el mayor pago de servicios reales (USD672 M) y el aumento de las rentas y utilidades netas giradas al exterior (USD807 M), que reflejaron el impacto de la apreciación cambiaria, el incremento del stock de deuda externa y la apertura de la cuenta de capital, todo lo cual estimuló el boom del turismo en el exterior y elevó el pago de intereses al exterior.

La disponibilidad de financiamiento neto del exterior totalizó USD18.405 M en el IT17, aumentando USD10.003 M a/a. Este incremento de la oferta de financiamiento alcanzó para hacer frente al desequilibrio de cuenta corriente y aumentar las reservas internacionales del BCRA en USD11.751 M (llegando a USD50.522 M). Con el aumento del financiamiento, la deuda externa alcanzó USD204.509 M, totalizando un incremento no menor respecto de fines de 2015 (USD167.412 M), principalmente por la decisión de cubrir el déficit fiscal con deuda externa.

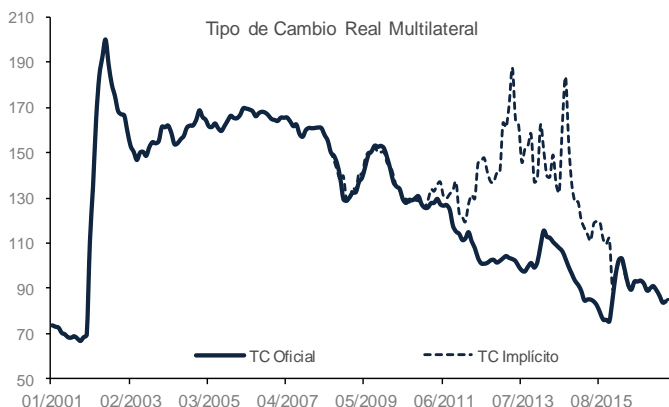
La información adelantada de abril y mayo indicaría que se profundizó el desequilibrio externo en el segundo trimestre. El déficit comercial registró un rojo de USD786 M en lo que va del IIT17, revirtiendo el superávit de USD857 M observado en el mismo período del año anterior. Este deterioro comercial fue consecuencia de una aceleración de las importaciones (19,2% a/a), y de un estancamiento de las exportaciones (1,3%). Este último, sin embargo, producto de la decisión de productores del campo de acumular stocks (sin acumulación de stocks, las ventas externas hubiesen aumentado alrededor de 10%).

Con continuidad de un escenario financiero favorable y en la medida en que no se resintiera significativamente la demanda de activos domésticos del exterior, el país podría seguir financiando un desequilibrio externo que luce relativamente elevado en términos históricos. No obstante, la actual combinación de un déficit externo elevado con tipo de cambio apreciado y deuda externa creciente plantea los típicos interrogantes a futuro. Principalmente en cuanto a la sustentabilidad de la dinámica de deuda, aunque se parte de niveles de deuda externa relativamente reducidos (35,8% versus 60-63% del PBI hacia fines de 2001).

El nivel del tipo de cambio real multilateral es el otro factor de preocupación externa. La figura abajo ilustra que los niveles actuales se aproximan a los existentes antes de la crisis del régimen de convertibilidad en 2001. El nivel de deuda pública y externa nacional es hoy menos de la mitad que entonces, y los precios de los productos argentinos significativamente mayores (más del doble para el caso de la soja). Pero la bajísima productividad de los últimos años implica que el costo argentino representa un handicap importante en la competitividad, que sólo se puede compensar con crecimiento productivo futuro, fomentado por un boom de inversiones, atraído por reformas estructurales.

Período	INDICADOR		% M/M	% A/A
may-17	Impo. (USD MN)	6.057	21,8	24,0
may-17	Expo (USD MN)	5.415	12,1	0,8
may-17	Saldo (USD MN)	-642	345,8	-232,3
jun-17	RRII (USD MN)	47.722	-1,0	58,2
may-17	RRII NETAS* (USD MN)	23.058	22,9	405,8

(\*) Netas de Cuentas Corrientes en otras monedas y deudas con organismos internacionales



Balanza de Pagos 2015-2017 USD Mn

	2015	2016	2017
<b>Cuenta Corriente</b>	-17.170	-14.901	-20.776
(% PBI)	-2,7	-2,7	-3,3
<b>Balanza Comercial</b>	-3.008	2.092	-2.123
Export.	56.780	57.700	61.049
Import	59.788	55.608	63.172
Rentas y otros	-14.162	-16.993	-18.653
<b>Cuenta Capital y Financiera</b>	11.290	28.110	29.329
<b>Stock Reservas</b>	25.563	38.772	47.325
<b>Variación Reservas</b>	-5.880	13.209	8.553

## Política fiscal todavía espera el gradualismo

En mayo, el gasto primario caja del Gobierno Nacional en términos nominales creció al 23,6% a/a, registrando una marcada desaceleración con relación al primer cuatrimestre del año (35,4% a/a) y la media de 2016 (38,2% a/a). Aunque esta moderación estaría en línea con lo que sería un escenario de creciente estabilidad macroeconómica y financiera, factores coyunturales y estructurales recomendarían cierta cautela.

En primer lugar, la fuerte desaceleración del gasto primario observado en mayo respondió a factores extraordinarios. El Gobierno demoró pagos a CAMMESA (\$5.000 M) y por el Plan Gas Plus (\$228 M versus \$3.450 M promedio mensual entre enero y abril). Además, tal como lo informaron las propias autoridades, el gasto de capital fue elevado en mayo 2016, lo cual elevó la base de comparación. Corrigiendo la variación interanual por esos efectos, el gasto primario hubiera crecido 31% a/a, por encima de la tasa de inflación (24,0% a/a), a una velocidad similar al del ritmo de expansión observado en lo que va del año (33% a/a) y al del gasto primario devengado de la Administración Nacional (31,3% a/a en mayo).

En segundo término, la dinámica de deterioro fiscal en lo que va de 2017 todavía no se revirtió. Si bien el déficit primario se mantuvo estable en los primeros cinco meses del año respecto del igual período de 2016, el gasto primario aumentó de 21,1% a 21,9% del PBI, el gasto público total pasó de 22,3% a 23,8% del PBI y el déficit fiscal financiero trepó de 3,4% a 4,1% (cifra que sin blanqueo se elevó al 5,0% del PBI).

A pesar de esta dinámica fiscal, estimamos que el Gobierno logrará cumplir holgadamente las metas fiscales del segundo y tercer trimestre del año, y también la anual aunque con esfuerzo. Previendo un déficit primario en torno a los \$55.000 M para junio, el sobrecumplimiento de la meta de déficit acumulada de junio podría ubicarse en \$50.000 M, mientras que la de septiembre en \$80.000 M. Como comentamos en informes previos, gracias al ingreso de los recursos por única vez del Sinceramiento Fiscal (0,3% del PBI), con manejo del gasto caja, el déficit primario del Gobierno Nacional finalizaría el año en 4,2% del PBI, cumpliendo una reducción gradual del déficit.

De cara al futuro, existen señales que muestran voluntad del Gobierno para contener el crecimiento del gasto primario y reducir el déficit. La postergación de algunos pagos (subsidiarios económicos), el reclamo del sector de transporte de larga distancia por mayores subsidios, el recorte de las pensiones por invalidez, las quejas al PAMI por reducción de prestaciones, la reducción de las transferencias destinadas a cubrir el déficit de las empresas públicas, y la intención de elevar la quita de subsidios económicos de 0,5% a 0,7/0,8% del PBI en 2018.

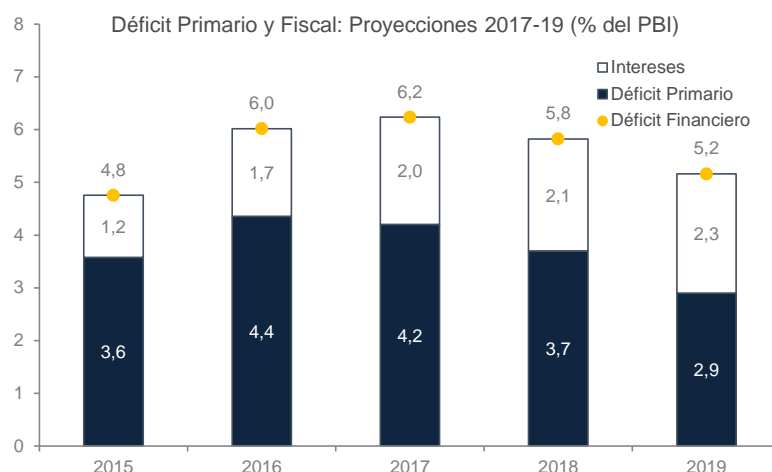
De este modo, si la política económica se plebiscita de manera favorable, es probable que se inicie finalmente un programa de gradualismo fiscal, que de ser exitoso no implicará lograr resultados ambiciosos. En el mejor de los casos alcanzará para reducir el déficit primario al 2,2% del PBI en 2019, un nivel de déficit apenas por debajo del de 2013. Además, tampoco será suficiente para producir una reducción significativa del déficit fiscal total, que se mantendrá alrededor del 4/5% del PBI en 2019, con lo cual se ubicará ligeramente por encima del nivel del último año de la gestión anterior.

Período	INDICADOR	MM ARS	%M/M	%A/A
may-17	Ingresos	156,9	-1,6	14,5
	12M % PBI	20,3		
	Gastos	184,2	3,3	23,6
	12M % PBI	24,4		
	Rdo. Primario	-27,2	45,9	127,5
	12M % PBI	-4,0		
	Rdo. Financiero	-44,0	-10,1	83,6
	12M % PBI	-5,9		

### Proyecciones Fiscales SPNF (%PBI)

	2015	2016	2017
<b>Ingresos Totales</b>	20,8	20,2	19,9
Ingresos tributarios	19,3	19,1	18,5
Resto 1/	1,5	1,2	1,5
<b>Gasto Primario</b>	24,4	24,5	24,2
Salarios	4,2	4,1	4,3
Bienes y Servicios	2,2	1,8	1,6
Jubilaciones	9,2	9,1	10,1
Subsidios	5,5	6,3	5,0
Provincias	0,5	1,0	0,9
Obra Pública	2,7	2,3	2,3
<b>Resultado Primario</b>	-3,6	-4,3	-4,2
Intereses	1,2	1,6	2,0
<b>Resultado Fiscal</b>	-4,8	-5,9	-6,3

### Déficit Primario y Fiscal: Proyecciones 2017-19 (% del PBI)



## El financiamiento del déficit no se detiene, pero cuesta

Las fuertes colocaciones de deuda realizadas durante el último mes continuaron reflejando el delicado equilibrio actual. El Gobierno sigue manteniendo un colchón financiero que minimice el riesgo de iliquidez de la deuda pública, pero buscando al mismo tiempo: (i) preservar la accesibilidad al mercado de deuda internacional; y (ii) evitar un crowding-out con el sector privado.

El Gobierno realizó colocaciones por USD8.650 M entre junio y los primeros días de julio, donde la colocación del bono en dólares a 100 años, del préstamo repo con los bancos internacionales y del bono en pesos atado a la tasa de política monetaria evidenció cierta pesadez en el mercado local e internacional. Por los USD2.475 M que ingresaron del bono en dólares a 100 años el Gobierno habría tenido que pagar un spread adicional al que sugería la curva de rendimientos. El primer desembolso del préstamo repo con los bancos internacionales (USD1.500 M) habría tenido impacto en el mercado secundario a pesar de ciertas precauciones contractuales. Y bono en pesos atado a la tasa de política monetaria (\$75.000 M) no tuvo la aceptación esperada en los inversores extranjeros.

De todos modos, a menos que se produjera un cisne negro, el cierre del año se perfila relativamente holgado. En efecto, las necesidades financieras del Gobierno Nacional totalizarán USD25.515 M entre julio y diciembre de 2017 (excluyendo el roll over de las Letes). De este total, USD2.705 M corresponden a vencimientos de deuda en dólares, mientras que USD18.435 M son obligaciones financieras en pesos, producto principalmente del déficit fiscal primario.

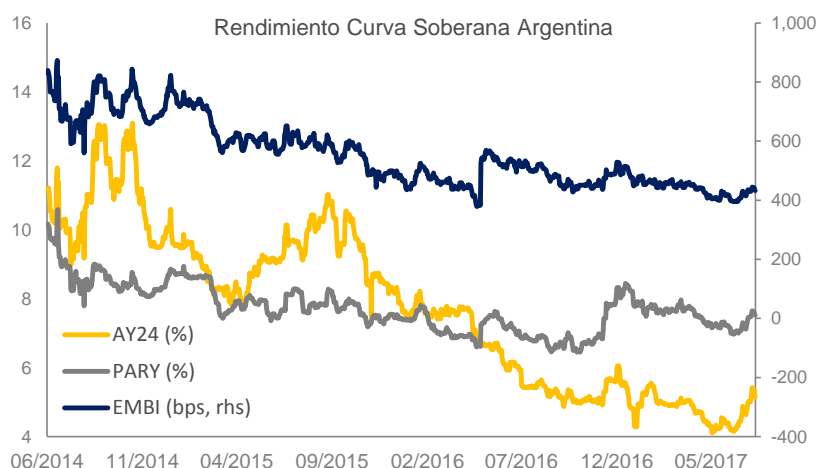
Con un stock de depósitos en dólares del Gobierno Nacional en torno a los USD6.000 M a fin de junio y USD2.500 M todavía por desembolsar de la operación de repo acordada con los bancos internacionales, el Gobierno tendría espacio para manejar y aliviar el cronograma de colocaciones durante el año. El cierre financiero de 2017 conllevaría un ritmo de colocación de bonos a razón de casi USD1.900 M por mes, lo que implicaría una moderación respecto de lo observado en el primer semestre del año (USD3.700 M por mes), de acuerdo a nuestras estimaciones.

Como el cierre del año luce relativamente laxo, el gobierno tiene grados de libertad para utilizar el mercado local y externo con oportunismo. Es por ello que imaginamos menos probable se produzca una fuerte presión en el mercado de bonos local, el segmento de deuda en pesos presenta una mayor vulnerabilidad relativa. En otras palabras, el Gobierno continuará financiando sus obligaciones en moneda local utilizando los dólares obtenidos de la colocación de deuda externa.

El fuerte incremento del stock de deuda en pesos del Gobierno y del Banco Central no es independiente de la capacidad de absorción de tales instrumentos financieros por parte del mercado de capitales local e internacional. Dada una demanda de activos en pesos y una tasa de interés fija establecida por el Banco Central para sus pasivos financieros, cualquier exceso de oferta de deuda en moneda local se traducirá en una expansión monetaria que exige mayor activismo de la autoridad monetaria.

Usos (USD mn)	2016	2017
	Estimado	Oficial
Déficit Primario	24.283	23.000
Intereses	7.032	8.603
Capital	8.720	20.247
Títulos públicos	4.507	17.428
Organismos inter. Y bilaterales	4.213	2.819
Ley de Reparación Histórica		-3.100
BCRA	-10.838	-8.400
Acuerdo hold-outs	10.600	
Otros (diferencia no explicada)	18.347	
<b>Necesidades de financiamiento</b>	<b>58.145</b>	<b>40.350</b>

Fuentes (USD mn)	2016	2017
	Estimado	Oficial
Organismos inter. Y bilaterales	3.000	3.850
Entes públicos	7.500	2.000
Refinanciación Letes	7.645	4.500
Facilidad privada con bancos (repo)		6.000
Mercado local	17.000	14.000
Peso	5.818	7.000
Dólar	11.182	7.000
Mercado Internacional	23.000	10.000
Sin holdouts	12.400	10.000
<b>Fuentes de financiamiento</b>	<b>58.145</b>	<b>40.350</b>





## Perspectivas: un mes de cautela

Durante el proceso electoral, la incertidumbre continuará condicionando la dinámica de los mercados domésticos. Como mencionamos, la estrechez que presentan los primeros sondeos electorales junto a la estrategia del Gobierno de polarización para maximizar sus votos, hacen prever un proceso electoral incierto que terminará de definirse sobre el final de la elección. Todavía creemos que el resultado final será favorable para la continuidad de políticas, pero sin menospreciar una creciente ansiedad/volatilidad de aquí a Octubre.

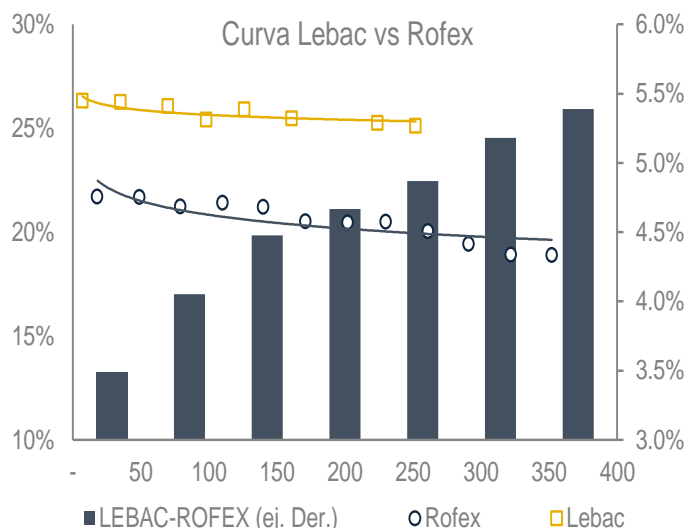
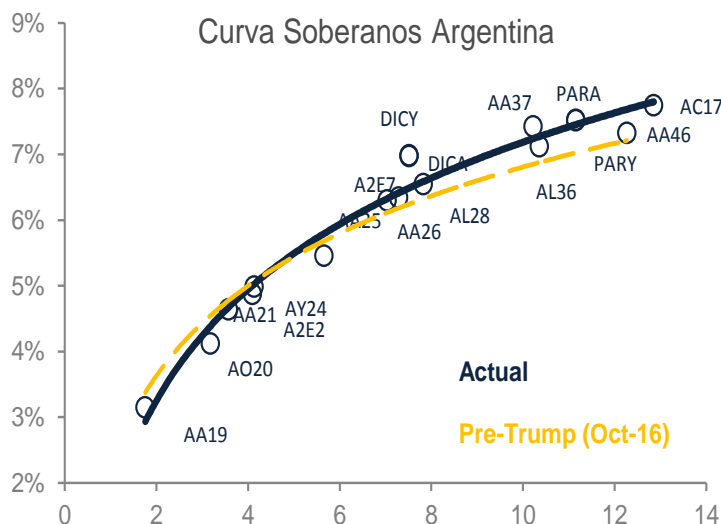
Una vez finalizadas las elecciones, la dinámica de los mercados domésticos y del nivel de actividad pasarán a estar determinadas por la solidez de los fundamentales macroeconómicos, la política económica y la agenda de reformas que pueda impulsar el Gobierno. Si como prevemos se materializa un resultado electoral favorable para el oficialismo, es probable que la sola ratificación del modelo de país normal, la consecuente expectativa de continuidad en la política económica, y la agenda de reformas estructurales actual permitan mantener un clima favorable para la inversión y el valor de los activos argentinos.

Sin embargo, entendemos que ésta expectativa en un contexto de fundamentos macroeconómicos frágiles, caracterizados por déficit gemelos elevados y endeudamiento fiscal y externo creciente, no podrá sostenerse en el tiempo. Como venimos señalando en informes previos, un sendero de recuperación económica sostenido y una mayor actividad financiera sostenible requerirán de un conjunto de reformas que permitan consolidar la situación fiscal y mejorar los estímulos al trabajo y la inversión.

En nuestro escenario de continuidad, las reformas impulsadas al inicio de la actual gestión (acuerdo con los holdouts, eliminación del cepo, apertura de la cuenta capital, y pequeños pero continuos indicios de mejoras en la perspectiva de negocios) permitirán que se prolongue el actual ciclo de recuperación económica, quebrando con los miniciclos anuales de recuperación y contracción del nivel de actividad que se vienen observando desde 2012.

Esta recuperación, no obstante, puede resultar mediocre, de no lograrse la implementación de una agenda de reformas que promuevan la inversión. Las reformas van a despertar la habitual resistencia política, exacerbada en el caso Argentino por la historia y la atomización política del Congreso. Esto podría hacer que las autoridades prioricen el fortalecimiento de las cuentas públicas, relegando cualquier avance ambicioso en materia de reformas. Sin embargo, es lógico esperar que el Gobierno presente la siguiente lista legislativa de mínima: (i) reforma del estado (probable reducción de ministerios y secretarías); (ii) reforma tributaria (neutra, con algún sesgo pro-inversión y pro-eficiencia, postergada para tratarse en 2018); (iii) reforma previsional (probablemente se dilate, dada la relación costo político-urgencia); (iv) reforma laboral (estímulo acotado al nuevo empleo, avanzando sobre en la duplicación que implica el costo por despido y el pago del seguro de desempleo); y (v) reforma en la relación fiscal con las provincias (mediante un acuerdo que apunte a limitar el déficit fiscal y la creciente intervención de los estados provinciales en sus economías con topes de crecimiento de gasto/producto).

INDICADOR		% M/M	% A/A
<b>Spreads</b>			
EMBI Arg.	429	+30bps	-74 bps
EMBI	332	-4 bps	-22 bps
<b> Mercados</b>			
MERVAL	21787	2,9	40,8
MSCI EM	1041	2,7	20,2
MSCI LATAM	2688	5,4	13,2
<b> Monedas</b>			
ARG/USD	16,85	6,1	14,4
BRL/USD	3,183	-2,8	-2,1
CLP/USD	657,4	-0,4	1,0
MXN/USD	17,57	-1,9	-4,3



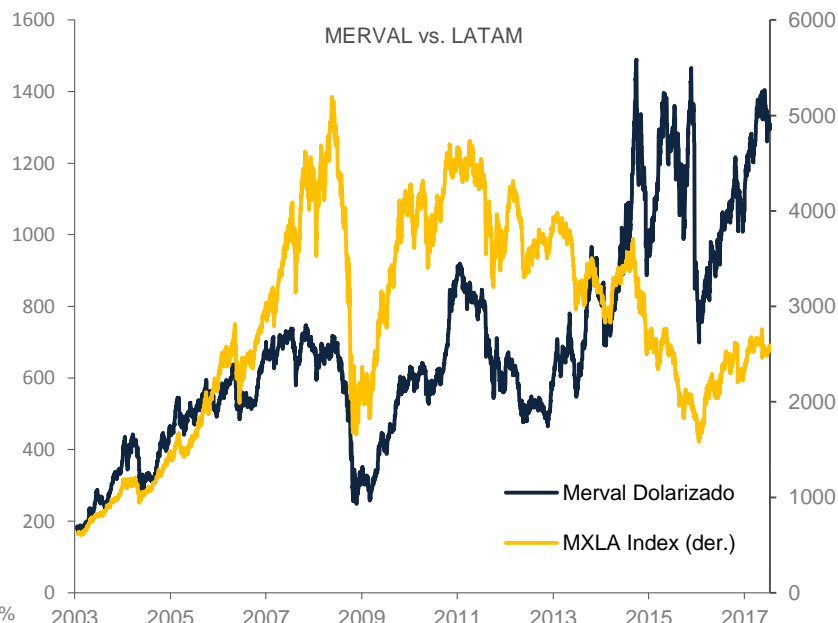
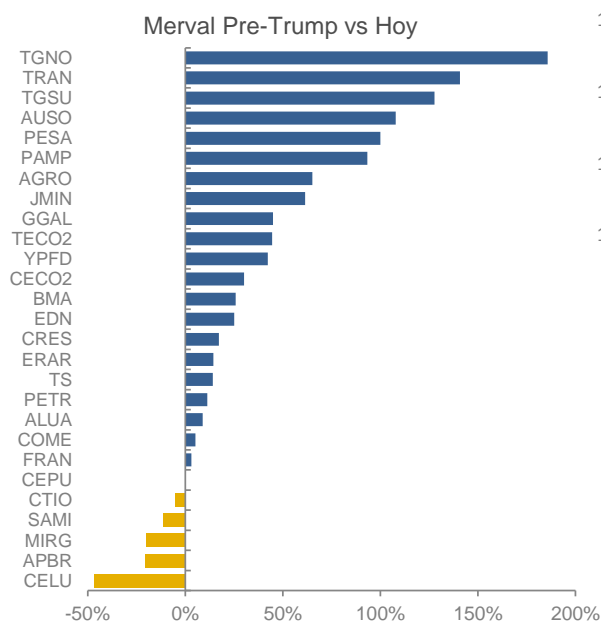
## Y las sugerencias de inversión son...

Por lo discutido en las secciones anteriores, el escenario local todavía se perfila volátil e incierto, en mayor parte producto de una estrategia económica que no alcanza a todos los sectores por igual, y genera réditos políticos en forma gradual y lenta. Mientras tanto, el escenario internacional también empieza a complicarse, con una perspectiva creciente de suba en el costo de financiamiento, pero de modo gradual y sin disrupciones en los mercados. En este contexto, Argentina todavía pareciera estar ofreciendo retornos relativamente atractivos, aunque contingentes a la confirmación electoral que esperamos en Octubre.

Es por ello que la decisión de inversión dependerá del grado individual de convicción y horizonte temporal respectivo. Para aquellos preocupados por la volatilidad pre-electoral, lamentablemente no hay muchas más opciones que esperar en Letes largas, todavía mostrando un relación riesgo retorno inmejorable. Para los más audaces, y sin tanta sensibilidad al *mark to market*, seguimos favoreciendo, además de las Letes, los bonos en USD de larga duración (PAR y el nuevo AC17), y el BONAR 24 después del repricing reciente. Para complementar el tramo corto se pueden incorporar algunos fondos fiduciarios en USD, aunque asumiendo un mayor riesgo de iliquidez. Por otra parte la suba en los spread observada en la curva soberana se vio superada por lo sucedido en bonos de la provincia de Buenos Aires. En este sentido la provincia mostró una ampliación en su rendimiento de 20 pbs con relación a lo sucedido con la curva argentina. Creemos que este comportamiento está relacionado no solo con su menor liquidez sino adicionalmente por el efecto que tuvo en flujos la emisión nueva. Para perfiles que toleren volatilidad del tramo largo creemos que las emisiones de Buenos Aires ofrecen una oportunidad de reducir duración.

Luego de la corrección cambiaria que siguió al cierre de las PASO y la suba de tasas globales, y a pesar de los riesgos políticos descritos en secciones previas, creemos que la perspectiva para la moneda local aún es favorable. No obstante, seguimos sugiriendo algún grado de una cobertura activa, pero menor que antes dado el nivel del ARS/USD. Encontramos valor en la parte corta de la curva de Lebac con una perspectiva de baja gradual de la inflación y las tasas. Por el contrario, no vemos atractivo a la curva CER en el actual contexto de tasas de Lebac observadas en el mercado secundario. Asimismo la corrección vista esta semana en el BOPOM nos pone a la expectativa de encontrar un nuevo punto de entrada. Ambos tipos de activos en tasas nominales tienen una mejor perspectiva que los bonos CER.

El calendario electoral jugará en contra del mercado de acciones desde el punto de vista de la volatilidad, por lo que nombres propios pueden no ser el camino más eficiente para jugar al *equity* local en las próximas semanas. En este sentido una cartera diversificada como la ofrecida por SBS Acciones parece ser la mejor opción (YTD 50,6% vs 31,6% Merval). Sin perjuicio de lo anterior, CEPU/TGNO/ERAR/YPF/TECO creemos que tienen valor desde el punto de vista de sus fundamentos aunque no inmunes a la volatilidad electoral.



## INDICADORES RELEVANTES

↓ [Resumen Títulos Públicos](#)

↓ [Resumen Bonos Corporativos](#)

↓ [Resumen Títulos Públicos - Dollar Linked](#)

↓ [Resumen Bonos Provinciales](#)

↓ [Acciones Argentinas – Precios](#)

↓ [Resumen de Fondos Comunes de Inversión](#)

↓ [Acciones Argentinas – Valuación](#)

↓ [Calendario de emisiones Primarias](#)

↓ [Bolsas, Commodities, Monedas y Tasas](#)

↓ [Futuros ROFEX](#)

## Premio S&P Top Managers de la Revista Apertura



Para mayor información comuníquese con los siguientes contactos:  
(54 11) 4894-1800

### FONDOS

**Leandro Trigo**

Int. 220  
[lt@sbsfondos.com](mailto:lt@sbsfondos.com)

**Damián Zuzek, CIAA**

Int. 223  
[dz@sbsfondos.com](mailto:dz@sbsfondos.com)

**Cristian Brau, CFA**

Int. 218  
[cb@sbsfondos.com](mailto:cb@sbsfondos.com)

**Emilio Muña**

Int. 120  
[em@sbsfondos.com](mailto:em@sbsfondos.com)

**Gustavo Giugale**

Int. 132  
[gg@sbsfondos.com](mailto:gg@sbsfondos.com)

### ESTRATEGIA

**Gustavo Cañonero**

Int. 160  
[gc@gruposbs.com](mailto:gc@gruposbs.com)

**Adrián Yarde Buller**

Int. 167  
[ayb@gruposbs.com](mailto:ayb@gruposbs.com)

### TRADING

**Jorge Miteff**

Int. 147  
[jm@gruposbs.com](mailto:jm@gruposbs.com)

**Sebastián Cisa, CFA**

Int. 116  
[scc@gruposbs.com](mailto:scc@gruposbs.com)

**María Laura Segura**

Int. 115  
[mis@gruposbs.com](mailto:mis@gruposbs.com)

**Francisco Bordo Villanueva**

Int. 114  
[fbv@gruposbs.com](mailto:fbv@gruposbs.com)

La información incorporada en este documento proviene de fuentes públicas. Nada en este documento podrá ser interpretado como una oferta, invitación o solicitud de ningún tipo para realizar actividades con valores negociables u otros activos financieros. Tampoco constituye en sí una recomendación de contratación de servicios o inversiones específicas, ni suplanta la toma de decisiones de inversión, con el debido y previo asesoramiento legal, fiscal y contable a cargo del inversor. No se garantiza la genuinidad o veracidad de la información, ni se asume obligación alguna de actualizar cualquiera de los datos incorporados en el documento. Se encuentra prohibida la distribución o reproducción –total o parcial– de la información contenida en el documento.