

Argentina: Reporte Mensual SBS

Apostando por continuidad después de Octubre

Las elecciones son un test, y una oportunidad también. El gobierno espera la elecciones de Octubre con confianza. Un crecimiento económico mediocre ha impedido un apoyo popular más amplio, pero optimismo sobre el futuro sigue siendo el principal aliado oficial. Una oposición dividida y representando una historia no deseada entre los sectores independientes también colabora con las autoridades. La posible candidatura de CFK representa riesgos pero también ventajas. El alto rechazo que genera CFK puede exacerbar la polarización del voto. Más importante, puede prevenir el reordenamiento del Partido Peronista como opción viable para las elecciones del 2019. La receptibilidad del Congreso al cambio necesario va a depender del resultado electoral, pero apostamos a continuidad, invirtiendo en riesgo Argentino y ARS.

Brotos verdes pero aún heterogéneos. Datos de Marzo y estimaciones para Abril/Mayo sugieren un cuarto trimestre de crecimiento ininterrumpido. Exportaciones e inversión siguen liderando la recuperación, particularmente en la agricultura, los servicios regulados, y la construcción, o los sectores favorecidos por los cambios recientes. Una desaceleración de precios mayor a la de los salarios, una ejecución del mayor presupuesto de pensiones y de obra pública, y un continuo gasto de inversión en sectores beneficiados debieran facilitar un crecimiento económico cercano al 2,5% para este año. La recuperación gradual de la economía Brasileira constituye otro empuje adicional, sumado al abundante financiamiento externo disponible. Una creciente incertidumbre política constituye el principal peligro de corto plazo; una tímida mejoría de la inversión, el mayor desafío de largo plazo.

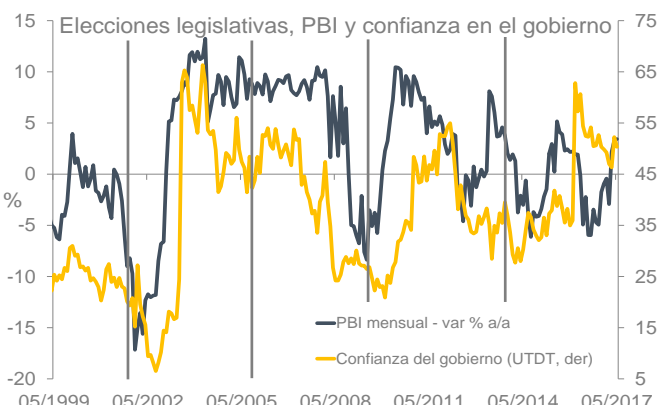
El BCRA reafirma su convicción. La sorpresa positiva de Mayo no ha borrado el recuerdo de alta inflación en meses previos. Sin embargo, ha ayudado al BC para confirmar su ruta para este año y el próximo. Aún con una perspectiva de desaceleración inflacionaria en 2S17, la necesidad de mantener una política monetaria contractiva 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. Desafíos fiscales pendientes y la necesidad de volver a subir tarifas públicas probablemente exigirá mantener las tendencias recientes en tasas y ARS, excluyendo shocks externos o ruidos locales.

Financiamiento abundante por ahora. El gasto público sigue expandiéndose rápido, pero el gobierno mantiene su promesa de déficit primario de 4,2% del PBI, aunque contando con casi un punto de recursos extraordinarios. 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 fiscal anticipa una relación deuda producto de casi 40% hacia 2019. Todavía manejable desde una perspectiva regional, pero sin ofrecer ningún margen para retrasar una mejora en las cuentas públicas después de la elecciones.

| | 2016 | 2017 | 2018 |
|-----------------------------------|--------|--------|--------|
| Actividad Económica | | | |
| PBI Real (% A/A) | -2,3 | 2,5 | 2,4 |
| PBI Nominal (% A/A) | 37,6 | 27,8 | 18,9 |
| PBI Nominal (ARS MM) | 8056 | 10.292 | 12.236 |
| PBI en USD (MM) | 545,6 | 647,6 | 686,2 |
| Inflación | | | |
| Inflación GBA INDEC (% dic/dic) | 39,6 | 21,1 | 15,6 |
| (% prom) | 40,4 | 25,0 | 17,8 |
| Inflación CABA (% dic/dic) | 41,0 | 23,2 | 15,6 |
| (% prom) | 41,4 | 28,1 | 17,8 |
| Mercado Monetario | | | |
| Tasa Pase 7 Días (%dic) | 24,8 | 22,5 | 18,0 |
| Lebacs 35 días (%dic) | 24,8 | 21,5 | 16,8 |
| Badlar Privada (%dic) | 20,1 | 17,7 | 15,5 |
| 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 |
| Mercado Cambiario | | | |
| ARS/USD (dic prom) | 15,8 | 16,6 | 18,7 |
| ARS/USD (prom) | 14,8 | 15,9 | 17,8 |
| TC Real (1=dic/01) | 1,04 | 0,91 | 0,91 |
| Cuentas Externas | | | |
| Saldo Comercial (USD MM) | 2,1 | -1,0 | 0,5 |
| Exportaciones (USD MM) | 57,7 | 60,3 | 65,6 |
| Importaciones (USD MM) | 55,6 | 61,4 | 65,1 |
| Cuenta corriente (USD MM) | -15,0 | -18,8 | -17,6 |
| (% PBI) | -2,8 | -2,9 | -2,6 |
| Reservas internacionales(USD MM) | 38,8 | 48,2 | 52,8 |
| Sector Público | | | |
| Res. Primario sin Rentas (ARS MM) | -343,5 | -436,2 | -505,1 |
| (% PBI) | -4,3 | -4,2 | -4,1 |
| Res. Financiero (% PBI) | -5,9 | -6,3 | -6,2 |
| Deuda pública total (USD MM) | 275,4 | 315,9 | 358,0 |
| (% PBI) | 54,2 | 50,8 | 54,8 |
| D. con S.Privado + IFIs (USD MM) | 126,6 | 161,0 | 195,1 |
| (% PBI) | 24,9 | 25,9 | 29,9 |
| Stock Lebacs (ARS MM, fin p.) | 705,4 | 1226,4 | 1526,4 |
| (% PBI) | 8,2 | 11,9 | 12,5 |

Elecciones de medio término y economía

| | Conf. Gobierno UDTT | Resultado Nacional | | Resultado P. Buenos Aires | |
|--------|---------------------|--------------------|-------------|---------------------------|---------------|
| | | Oficialismo | Oposición 1 | Oficialismo | Oposición 1 |
| may-01 | 1,23 | Alianza | PJ | Alianza | PJ |
| oct-01 | 1,11 | 23,3 | 36,7 | 15,4 | 37,4 |
| may-05 | 2,47 | FPV | UCR | FPV | Frente PJ |
| oct-05 | 2,25 | 41,6 | 15,3 | 45,8 | 20,4 |
| ene-09 | 1,42 | FPV | ARI | FPV | Unión PRO |
| jun-09 | 1,38 | 30,3 | 28,8 | 32,1 | 34,6 |
| may-13 | 1,76 | FPV | FCyS | FPV | Frente Renov. |
| oct-13 | 1,74 | 33,6 | 24,8 | 32,3 | 44,0 |
| may-17 | 2,46 | | | | |



Octubre, la hora de la verdad

Un escenario político que se vislumbra incierto y complejo augura una dosis no menor de volatilidad para el mercado local en los próximos meses, pero también oculta oportunidades. Las primeras encuestas no son favorables para el gobierno, la economía se recupera lentamente y el oficialismo todavía no posee un candidato propio ya instalado en la provincia de Buenos Aires. La ansiedad política probablemente irá en aumento con el transcurso del proceso electoral, especialmente a medida que se confirmen los candidatos y se conozcan los primeros sondeos de opinión. Sin embargo, de cara a octubre el gobierno cuenta con varios elementos que le jugarán en su favor.

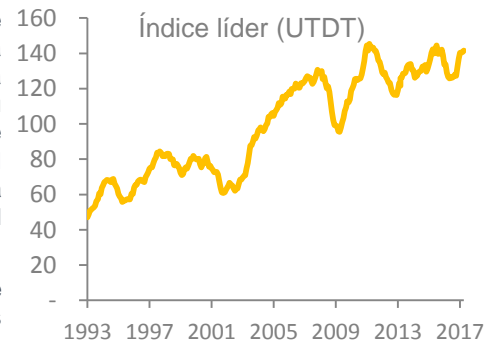
En primer lugar, el gobierno no está siendo responsabilizado por el pobre performance económico, mientras es reconocido por algunos avances institucionales. Pese a la recesión de 2016 (el PBI cedió 2,3%) y la fuerte caída de los salarios reales, la confianza en el gobierno se mantiene en valores consistentes con los de un triunfo electoral. A su vez, es destacable que las expectativas de la población respecto de su situación futura se mantengan elevadas aún cuando las políticas impulsadas no hayan tenido todo el resultado deseado por el momento (ver los gráficos de encuestas de opinión en esta página). En gran parte esto refleja que gran parte de la sociedad todavía rechaza el modelo económico/político de la administración anterior.

Segundo, la oposición se mantiene relativamente atomizada y no parece probable que de esta elección pueda emerger un líder opositor radicalizado con chances nítidas para las elecciones presidenciales en 2019. Del mismo modo, pese a contar con el apoyo de muchos intendentes del PJ bonaerense, un eventual triunfo de Cristina Fernandez de Kirchner (CFK) no parece suficiente para reunir al PJ en el futuro. La desaprobación de CFK se mantiene superior al 60%, el kirchnerismo luce debilitado fuera de Buenos Aires (como reflejaron las tres primeras elecciones provinciales en Corrientes, Chaco y La Rioja), y la mayoría de los gobernadores del PJ no respalda a Cristina.

Tercero, el Gobierno continuará optimizando el mix de políticas favoreciendo al crecimiento económico e inflación de cara a octubre próximo, flexibilizando la agenda de reformas económicas e incrementando el nivel de endeudamiento. Con una economía que probablemente brindará magros dividendos electorales, pero que decididamente no le jugará en contra, la estrategia del Gobierno se basará en los aspectos republicanos y profesionales de la administración, contrastando con las debilidades del kirchnerismo. La apuesta central del oficialismo es por la polarización entre posturas extremas. En este escenario de polarización, el margen para cometer errores en materia de gestión, idoneidad, y transparencia será muy estrecho. Una repetición de los errores no forzados de principio de año ("Precios transparentes", "correo", entre otros) podría ser lapidario para las chances de continuidad.

Aunque el escenario internacional pareciera ofrecer financiamiento para un relajamiento fiscal duradero, un crecimiento económico sustentable requerirá, tarde o temprano, un conjunto de políticas y reformas estructurales capaces de reducir el déficit fiscal y el peso del estado en la economía, demandando amplios consensos y acuerdos políticos

El gobierno manifestó reiteradamente la necesidad de avanzar en una agenda estructural con cambios de fondo como lo son la reforma impositiva, laboral, una ley de responsabilidad fiscal e incluso eventualmente una reforma del sistema previsional. Sin embargo, sus posibilidades de avanzar en este frente dependerán exclusivamente de los resultados electorales y el grado de cooperación que consiga por parte de la oposición no kirchnerista en el Congreso a partir de octubre.



| 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 |
| 13-ago | Elecciones PASO |
| 12-sep | Oficialización de candidatos para la elección nacional |
| 17-sep | Inicio de la campaña electoral nacional |
| 22-oct | Elección legislativa |
| 10-dic | Asumen los nuevos legisladores |

Se afirma la recuperación, aunque lenta y heterogénea

En línea con nuestro escenario base, los indicadores adelantados de actividad siguen reflejando una recuperación moderada y heterogénea, que si bien no le dará al gobierno un impulso determinante para ganar las elecciones, la mejora marginal debiera ser beneficiosa para el partido oficial.

Con el fuerte repunte económico observado en marzo (1,9% m/m ajustado por estacionalidad –a.e.) y lo que muestran los datos parciales de abril y mayo, la actividad estaría expandiéndose alrededor del 4% anualizada en el segundo trimestre, registrando una aceleración respecto del primer trimestre (2,4% anualizado) y especialmente del último de 2016 (1,9% anualizado). Así, la recuperación estaría acumulando cuatro trimestres de crecimiento consecutivo, aunque más lentamente que en los dos ciclos de recuperación previos.

Esta mejora de la actividad, liderada por las exportaciones, está siendo acompañada por un repunte de la inversión, que parte desde niveles bajos, y un persistente incremento de los inventarios agrícolas (reflejo del mayor dinamismo del campo), la construcción y otros sectores regulados. Al impulso inicial que se favoreció de la quita de retenciones al agro, la desregulación del comercio exterior y la liberalización y normalización de la cuenta capital (fin del default y salida del cepo), se sumó una expansión del gasto en infraestructura.

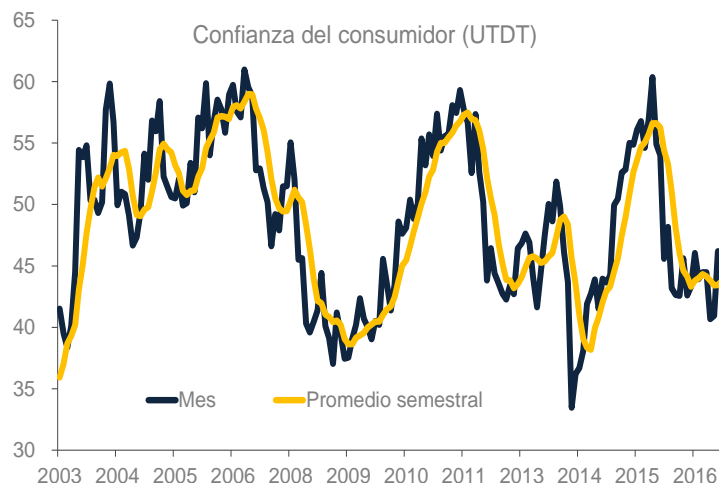
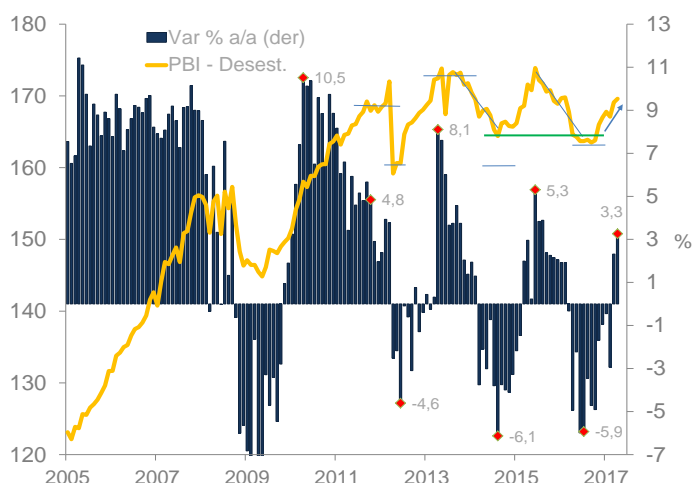
En el primer trimestre la producción agropecuaria se expandió 3,2% t/t anualizado (a.e.), la actividad financiera trepó 14,1% t/t y el sector de transporte y comunicaciones creció 6,2% t/t. Por su lado, la construcción repuntó marcadamente (+32% t/t) de la mano de la obra pública y, en menor medida, a un aumento de la construcción privada (motivada por el blanqueo). A éstos sectores se fueron sumando otros, como la actividad inmobiliaria y empresarial (+8,8% t/t), las vinculadas con la provisión de servicios públicos (+12,9% t/t a.e.) y algunas industrias asociadas al agro y la construcción pública (alimentos, siderurgia e insumos). En este sentido, y en línea con la dinámica electoral, el gasto de capital de la Administración Nacional creció 51% a/a en términos reales (devengado) en el primer cuatrimestre del año, lo que marca una vuelta a niveles similares a los de 2015 (cabe recordar que el comienzo de 2016 estuvo marcado por una baja ejecución de gastos de capital).

Por su parte, aunque la industria habría dejado de contraerse en términos desestacionalizados, aún hay sectores que presentan caídas significativas, como lo son cigarrillos (-10,9% a/a), textil (-19,2% a/a), y edición e impresión (-6,6% a/a).

Con el “arrastré” que estaría dejando el primer trimestre, la buena cosecha de granos esperada (se prevé un aumento de la producción del 13,5% en 2017), el crecimiento de los despachos de cemento en abril y mayo (10% a/a) y el dinamismo que muestra el sector financiero, esperamos una expansión de la actividad en el segundo trimestre del año cercana al 1,4% t/t desestacionalizada, o en línea con las estimaciones oficiales citadas por el Presidente del BCRA Federico Sturzenegger.

De esta forma, se va configurando una dinámica económica que resulta más moderada que la observada en los dos ciclos de recuperación previos (2012 y 2014), donde el nivel de actividad tardó entre 13 y 20 meses en retornar al “pico” previo. En la actualidad, transcurridos 22 meses, el nivel de actividad permanece 2,6% por debajo del máximo anterior, con una recuperación que responde a un ciclo motorizado por sectores puntuales (con otros contenidos por el atraso cambiario) que no ésta basado en el consumo privado, que representa el 72% del PBI.

| Fecha datos | INDICADOR | % M/M | % A/A |
|-------------|-----------------------|-------|-------|
| Mar-17 | EMAE | 1,9 | 0,8 |
| Abr-17 | EMI | n.a. | -2,3 |
| Abr-17 | ISAC | n.a. | 10,5 |
| May-17 | Despachos de Cemento | 14,6 | 9,8 |
| Abr-17 | Costo de Construcción | 4,4 | 25,0 |
| Mar-17 | Ventas Super. | 7,3 | 18,2 |
| Mar-17 | Ventas Shoppings | 16,2 | 10,6 |



Perspectivas para 2017-2019

Esperamos que esta dinámica de recuperación liderada por el agro, la energía, la construcción y el sector financiero se prolongue en lo que resta de 2017. La continuidad de una política fiscal expansiva centrada en la obra pública, una política monetaria contractiva, una política de ingresos que busca mejorar el ingreso real sin afectar la competitividad y una política comercial de apertura gradual configuran el escenario para un crecimiento de la actividad de 2,5% (con un arrastre de 1,1-1,3% para 2018).

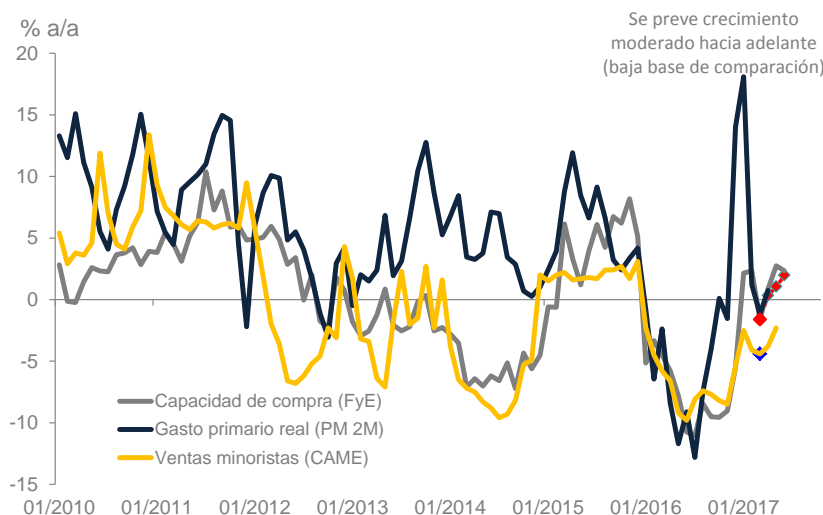
Este crecimiento moderado estaría impulsado por el de las exportaciones agrícolas, que continuarían liderando el ciclo, y la inversión, que recuperaría cierto dinamismo por la obra pública y los bajos niveles desde los que parte. A su vez, esperamos que las políticas de incentivos y desregulatorias dispuestas por el gobierno comiencen a incidir en forma favorable en la demanda de inversión. Entre estas destacamos mayores facilidades para compras de bienes de capital (quita de aranceles a informática y régimen simplificado para importación de bienes de capital usados), el relanzamiento del plan de créditos ProCrear y el dinamismo de los créditos UVA para la construcción de viviendas (con ARS10.601 M de préstamos UVA otorgados en el año contra ARS754 M en igual período de 2016), la Ley de Participación Público Privada y los proyectos de producción de energías alternativas (entre las licitaciones Rondas 1 y 1.5 del Plan RenovaAR, la inversión comprometida sería de USD4,0 MM).

Sin embargo, esta recuperación sostenida con financiamiento externo genera un tipo de cambio real apreciado en términos históricos. El tipo de cambio efectivo real hoy es comparable al de 1998, aunque con un precio de la soja 10% más alto hoy en términos reales, pero importando petróleo y gas contra la exportaciones de antaño. Un peso fuerte y una mayor apertura comercial (respecto de 2015), anticipa la continuidad de un ritmo de crecimiento lento y heterogéneo. Sin una mejora en la rentabilidad esperada, y partiendo de niveles altos de financiamiento externo y tipo de cambio real apreciado, se anticipa un crecimiento moderado y desparejo. De no mediar reformas fundamentales es improbable observar un boom generalizado de inversiones que consolide un sendero de fuerte crecimiento de la oferta. Mientras tanto, la expansión del gasto quedará limitada y sesgada hacia las importaciones, lo que no contribuirá a generar una recuperación extensiva que abarque a la mayoría de los sectores.

Aún prediciendo una recuperación económica contenida, consideramos que es probable que este ciclo sea más sustentable que los anteriores. Las decisiones de política económica del nuevo gobierno relajaron la restricción externa de forma más duradera (apertura de la cuenta capital), en un contexto de abundante liquidez global (que esperamos que se mantenga) y bajos niveles de endeudamiento privado y público, lo que ayuda a evitar una contracción del gasto doméstico. Sin embargo, la estrategia de crecimiento basada en gradualismo fiscal financiado con deuda enfrenta riesgos.

Desde el frente externo, el principal riesgo es una reducción en la disponibilidad de financiamiento, aunque no se vislumbra un cambio desfavorable en el corto plazo. En cuanto a lo doméstico, la combinación de una reactivación suave con una inflación que aún no fue controlada podría quitar apoyo al gobierno y sensibilizar el humor social. Por lo pronto, sigue ayudando al gobierno la inexistencia de un sector político que logre aglutinar la creciente ansiedad económica, la relativa fatiga al ajuste y la incipiente demanda de cambios. De todas formas, la transición hacia una economía impulsada por la "oferta" implica cambios que podrán causar conflictos sectoriales no despreciables.

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



El BCRA mantiene sus convicciones

Luego de tres meses complicados donde la tasa de inflación trepó en abril al 2,6% mensual y los precios aumentaron 9,1% en lo que va del año, la tasa de inflación retomó el sendero de desinflación previo y se ubicó en niveles del 1,3% en mayo.

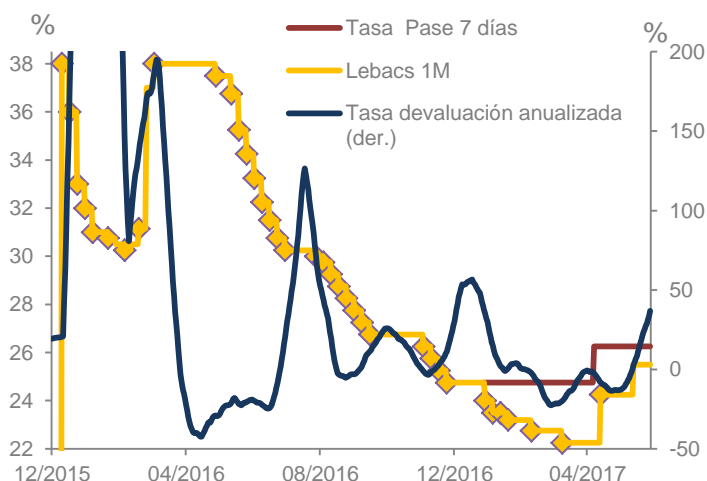
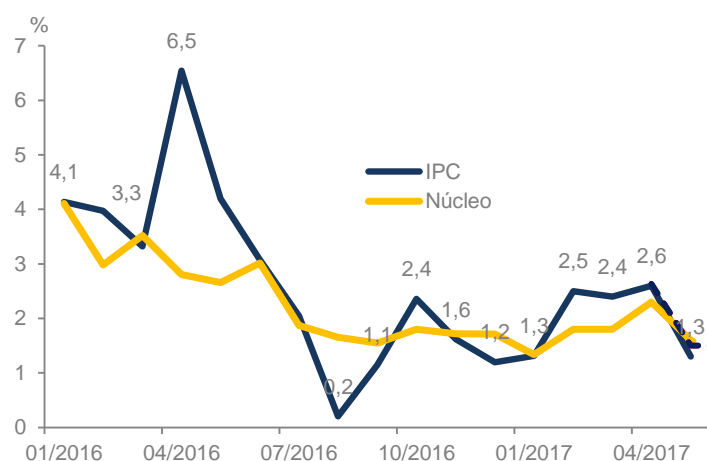
La fuerte reducción de inflación en mayo con relación al trimestre previo respondió a tres factores. En primer lugar, a la finalización de la política de recomposición tarifaria llevada adelante por el gobierno que incluyó alzas en gas y electricidad que se reflejaron en una fuerte suba de los precios regulados (4,0% promedio mensual). En segundo término, al endurecimiento de la política monetaria desde marzo último mediante: (i) la remoción de excedentes de liquidez que generaron las condiciones para la suba de los precios núcleo (al 2,0% promedio mensual entre febrero y abril); y (ii) la decisión de ratificar la meta de inflación de 17% para el año, contribuyendo a anclar las expectativas de inflación (aun cuando se requería una fuertísima reducción de la tasa de inflación al 0,82% mensual en los próximos siete meses para cumplir la meta anual). Y, finalmente, a la marcada disminución de los precios estacionales (del 2,2% a -0,5% entre febrero-abril y mayo), comportamiento que no debería repetirse durante los próximos meses.

Interpretando las declaraciones recientes del Presidente del BCRA "con la inflación ya confirmando su sendero descendente ... debemos empezar a poner, desde ahora, el foco en el cierre del año y en el 2018", es probable que la autoridad monetaria busque llegar a fin de año con una inflación en torno al 1% mensual, en línea con la meta de inflación de 2018 (8-12%).

Por ende, finalizado el ajuste de tarifas y con el BCRA manteniendo una política monetaria contractiva, es de esperar que se reactive el proceso de desinflación previo. Si se repite el comportamiento observado entre el primer y segundo semestre del año pasado, es probable que veamos la inflación en torno a 1,2/1,6% en los próximos meses, convergiendo a 1/1,2% mensual en diciembre. Este proceso de desinflación, sin embargo, no sería lineal. En tal sentido, la tasa de inflación núcleo todavía se mantiene en niveles elevados (1,6% en mayo). Además, en julio y agosto próximo estará incidiendo la suba de la medicina prepaga (0,2 puntos porcentuales en cada mes). La posibilidad de que la inflación llegue a fin de año en torno al 1% mensual dependerá si el gobierno mantiene o no el cronograma de ajuste de tarifas.

En este marco, es esperable que el BCRA retome el sendero de baja de tasas entre fines de junio y principio de julio. Si bien creemos que el BCRA optará por mantener una política monetaria prudente y no repetirá el error de flexibilizar en forma prematura la política monetaria, creemos que la inflación acumulada hasta el momento no permitirá cumplir la meta y la inflación cerrará el año en 21%. No obstante, es posible que este desvío sea levemente inferior una vez que el BCRA reemplace el IPC-GBA por un índice nacional (que será difundido en julio).

La más rápida convergencia de la tasa de inflación con el sendero planeado por el BCRA para 2017-18 respecto de meses anteriores puede provocar una revisión a la baja de las expectativas de inflación. Si bien esto creará condiciones para que el BCRA avance con la baja de tasas, es lógico pensar que una política fiscal expansiva financiada con crédito externo mantendrá las tasas de interés reales elevadas y el tipo de cambio apreciado.



| Fecha datos | INDICADOR | | % M/M | % A/A |
|-------------------|----------------------------------|-----------|-------|-------|
| Monetarios | | | | |
| May-17 | BM (ARS M) | 784.815 | -1,4 | 34,0 |
| May-17 | M2 (ARS M) | 1.264.367 | 0,5 | 33,0 |
| May-17 | Stock Lebac (ARS M) | 780.006 | 9,9 | 54,1 |
| May-17 | Prestamos Priv. | 1.159.799 | 3,1 | 35,4 |
| | Prendarios | 65.952 | 2,2 | 37,2 |
| | Personales | 264.595 | 4,4 | 50,7 |
| | Tarjetas de Crédito | 240.966 | 3,8 | 44,9 |
| | Hipotecarios | 72.271 | -0,1 | 27,6 |
| | Depósitos Priv. | 1.530.498 | 0,9 | 41,5 |
| | CC | 281.233 | 1,8 | 27,4 |
| | Caja de Ahorro | 587.910 | 0,0 | 95,9 |
| | A plazo | 620.507 | 1,6 | 16,9 |
| | En USD | 23.786 | -1,8 | 100,3 |
| May-17 | Inflación | | 1,3 | |
| | Alimentos y bebidas | | 1,2 | |
| | Indumentaria | | 0,6 | |
| | Vivienda y serv. Básicos | | 1,9 | |
| | Equipamiento y mant. del hogar | | 3,0 | |
| | Atención médica y gasto en salud | | 1,5 | |
| | Transporte y comunic. | | 0,9 | |
| | Esparcimiento | | 0,7 | |
| | Educación | | 1,8 | |
| | Otros | | 1,3 | |

Déficit externo, reflejo de una política fiscal laxa

El deterioro de déficit de cuenta corriente entre enero y abril (medido a través del balance cambiario del BCRA) continuó reflejando la combinación de un escenario mundial de abundante liquidez y el mantenimiento de la política de gradualismo fiscal financiado con deuda externa. Dicha combinación aprecia el peso y se traduce en un aumento del gasto en bienes importados, turismo, atesoramiento y servicios diversos.

Con ingresos por financiamiento externo al sector público por USD10.593 M en 1T2017, el gobierno siguió eludiendo un potencial “crowding out” en el mercado interno y financió la política fiscal de fuerte expansión del gasto social y obra pública. Asimismo, para evitar una apreciación real mayor, el BCRA le compró USD5.100 M al sector público, emitiendo pesos que luego esterilizó parcialmente mediante la colocación de Lebac y Pases (que aumentaron ARS296,1 MM en el año).

Como contrapartida de este fuerte ingreso de capitales del sector público, el déficit de cuenta corriente totalizó USD3.175 M en enero-abril, registrando un aumento de USD1.329 M en relación al mismo período de 2016 (corregido por el impacto por “única vez” del acuerdo con los hold-outs). Este mayor déficit estuvo relacionado al aumento de las importaciones (USD951 M, 6,4%), el gasto en turismo (en USD982 M) y una merma de las exportaciones (USD467 M, 2,5%).

El ingreso de fondos del sector público y en menor medida el ingreso de portfolio del exterior (USD1.333 M), no sólo financió el déficit de cuenta corriente sino que también derivó en un mayor del atesoramiento de dólares del sector privado (USD 1.520 M) y un aumento de las reservas (USD9.110 M), que en gran parte responde al aumento de los depósitos del sector público y no a mayores tenencias del BCRA.

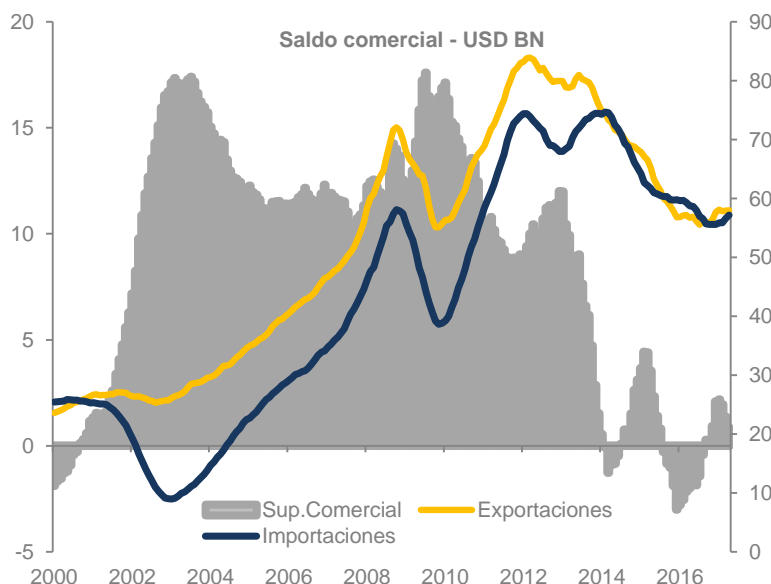
La continuidad de un escenario financiero internacional favorable junto al actual mix de política económica no nos hace prever un cambio significativo en la dinámica de las cuentas externas y del mercado de cambios en el corto plazo. Conforme el sector público tenga financiamiento externo y lo utilice para financiar su política fiscal expansiva, la oferta de dólares del gobierno será importante y generará un exceso de oferta en el mercado cambiario. En la medida en que el BCRA opte por intervenir, emitirá pesos que posteriormente terminará esterilizando a una tasa de interés que no podrá ser reducida dado que tendrá que ser consistente con su objetivo de desinflación, lo cual tenderá a estimular una mayor oferta de divisas.

De este modo, mientras que el tipo de cambio siga apreciado cabe esperar mayores importaciones, menores ventas al exterior, un aumento del turismo emisivo y un incremento de la demanda de activos externos de residentes.

Sin que opere un evento de restricción financiera (que afecte mayormente al sector público) y con el BCRA teniendo compromisos de emisión cambiaria, todo hace prever un escenario local de corto plazo con tipo de cambio real apreciado y con tasa de interés real positiva. De todos modos, aunque el contexto financiero internacional hoy permite financiar grandes desvíos fiscales, esta dinámica financiera y cambiaria no luce sostenible de manera indefinida.

| Fecha datos | INDICADOR | % M/M % A/A | | |
|-------------|----------------------|-------------|----------|--------|
| | | | | |
| Abr-17 | Impo. (USD MN) | 4.964 | -9,2 | 13,6 |
| Abr-17 | Expo (USD MN) | 4.825 | 13,3 | 1,7 |
| Abr-17 | Saldo (USD MN) | -941 | -1.522,4 | -243,4 |
| May-17 | RRII (USD MN) | 47.722 | -4,8 | 51,2 |
| May-17 | RRII NETAS* (USD MN) | 19.833 | 6,7 | 288,8 |

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



| Balanza de Pagos | | | | |
|------------------------------------|----------|---------|---------|---------|
| 2015-2017 | USD MN11 | 2015 | 2016 | 2017 |
| Cuenta Corriente | | -16.805 | -15.025 | -18.784 |
| | (% PBI) | -2,7 | -2,8 | -2,9 |
| Balanza Comercial | | -3.008 | 2.092 | -1.043 |
| Export. | | 56.780 | 57.700 | 60.344 |
| Import | | 59.788 | 55.608 | 61.387 |
| Rentas y otros | | -13.797 | -17.117 | -17.740 |
| Cuenta Capital y Financiera | | 10.925 | 28.234 | 28.197 |
| Stock Reservas Internacionales | | -5.880 | 13.209 | 9.413 |
| Variación Reservas Internacionales | | 25.563 | 38.772 | 48.185 |

Política fiscal: el gasto no se detiene

Con una política fiscal en modo electoral, el gasto primario sigue creciendo a tasas muy superiores a las consistentes con el sendero de desinflación planeado por el BCRA y con un escenario macroeconómico y financiero sustentable. En efecto, el gasto primario (base caja) del gobierno central creció 38,1% a/a en abril, acelerándose respecto del aumento del primer cuatrimestre (35,8%), aunque en línea con la media de 2016 (38,2%). El crecimiento del gasto estuvo marcado por la política previsional (41,5% a/a), una política salarial que no muestra señales de moderación (35,8% a/a) y a las políticas de obra pública (44,6% a/a), y gobernabilidad (116,2% a/a).

Como consecuencia del fuerte crecimiento del gasto, el déficit primario sin ingresos del Sinceramiento Fiscal aumentó de ARS56.807 M a ARS95.094 M en los primeros cuatro meses de 2017. Computando el pago de intereses, el deterioro de las cuentas fiscales fue aún mayor: el déficit financiero trepó de ARS81.641 M alcanzando niveles de ARS154.736 M. Con todo, el déficit financiero acumulado en los últimos 12 meses totalizó ARS654.650 M, lo que significa unos USD42.000 M o 7,5% del PBI, aunque computando los intereses brutos de la deuda.

Para los próximos meses no prevemos un cambio significativo en materia de gasto. Habiéndose agotado el efecto del adelantamiento del gasto realizado en diciembre último que mantuvo acotado el gasto en el primer trimestre del 2017, cabe esperar que deje de operar el ahorro que se venía observando en menores transferencias en subsidios.

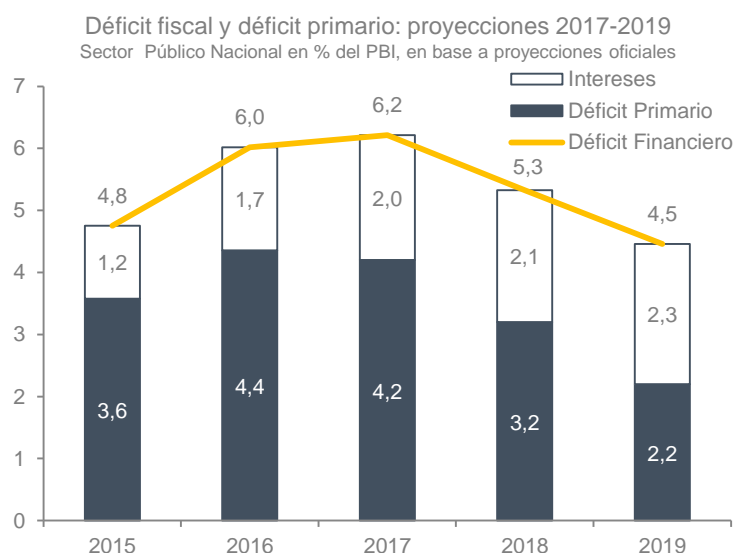
A pesar del elevado ritmo de crecimiento del gasto primario y la desaceleración de la recaudación tributaria en mayo (21,0% a/a), estimamos que el Gobierno lograría cumplir con las metas trimestrales del año (que consideramos laxas) como así también la anual (4,2% del PBI), ya que la confianza de las autoridades de Hacienda parece indicar que se logrará gracias a un incremento de la deuda flotante y algún artilugio fiscal adicional.

De cara al futuro, una agenda de reformas que apunte a hacer consistente la dinámica de gasto y déficit con los objetivos de inflación y crecimiento requiere de cambios profundos. Estos implicarían quebrar el comportamiento inercial de las cuentas públicas (aproximadamente 60% de las partidas están indexadas) y hacen que la meta fiscal de 2018 represente un gran desafío. En tal sentido, partiendo de un déficit primario que sin ingresos extraordinarios rondará el 5% del PBI (Sinceramiento fiscal más Moratoria), el gobierno deberá reducirlo en 1,8% del PBI a 3,2% del PBI, teniendo que frenar un gasto fuertemente indexado y con un compromiso de reducción de impuestos (0,5% por mes de retenciones a la soja). Sin ajuste en los gastos de capital, el cumplimiento de la meta de 2018 recaería en una fortísima suba de tarifas que luce inconsistente con la meta de inflación del BCRA y poco viable políticamente.

Partiendo de tales condiciones iniciales, el margen de acción del gobierno será escaso después de las elecciones, ya que la desindexación del gasto requerirá de amplios consensos y acuerdos políticos. Si el gobierno mantiene cierta prudencia fiscal, la agenda fiscal quedará centrada en mantener la reducción gradual del déficit, sancionar una nueva ley de Responsabilidad Fiscal, una reforma impositiva que apuntará a ser neutra en términos fiscales, y el cumplimiento de la pauta de reducción de subsidios de 0,5% del PBI por año.

| Fecha datos | INDICADOR | MM ARS | %M/M | %A/A |
|-------------|-----------------|--------|------|-------|
| Abr-17 | Ingresos | 159,5 | -0,9 | 35,0 |
| | % PBI | 1,51 | | |
| | Gastos | 178,2 | -0,5 | 38,1 |
| | % PBI | 1,69 | | |
| | Rdo. Primario | -18,7 | 2,6 | 71,3 |
| | % PBI | -0,18 | | |
| | Rdo. Financiero | -49,0 | 39,7 | 187,0 |
| | % PBI | -0,46 | | |

| Sector Público Nacional | 2015 %PBI | 2016 %PBI | 2017 %PBI |
|----------------------------|-----------|-----------|-----------|
| Ingresos Totales | 20,8% | 20,2% | 20,5% |
| Ingresos tributarios | 19,3% | 19,1% | 19,3% |
| Resto 1/ | 1,5% | 1,2% | 1,2% |
| Gasto Primario | 24,4% | 24,5% | 24,7% |
| Salarios | 4,2% | 4,1% | 4,5% |
| Bienes y Servicios y otros | 2,2% | 1,8% | 1,9% |
| Jubilaciones | 9,2% | 9,1% | 10,0% |
| Subsidios | 5,5% | 6,3% | 5,8% |
| Provincias | 0,5% | 1,0% | 1,1% |
| Obra pública | 2,7% | 2,3% | 2,4% |
| Resultado Primario | -3,6% | -4,3% | -4,2% |
| Intereses | 2,1% | 2,3% | 1,9% |
| Rentas (BCRA y Anses) | 2,2% | 2,3% | 2,3% |
| Res.Fiscal | -5,6% | -6,6% | -6,1% |



Dominancia fiscal en el endeudamiento externo

La dominancia fiscal seguirá condicionando la política económica, ya que el gradualismo fiscal seguirá alimentando el stock de deuda del gobierno, mientras que el BCRA seguirá emitiendo para evitar una apreciación adicional. Proyectamos que el stock de deuda pública neta aumentaría a 25,9% del PBI este año (24,9% en 2016), aunque este ratio sería mayor de no ser por la apreciación del tipo de cambio. También esperamos un fuerte crecimiento del stock de Lebac y Pases del BCRA, que alcanzaría ARS1.200-1.250 MM a fin de 2017, aumentando de 8,8% a 12,2% del PBI.

Con condiciones financieras de abundante liquidez, niveles todavía bajos de deuda pública y necesidades financieras que se atenúan en 2018, el gobierno no debería tener mayores problemas para financiarse en el futuro inmediato. No obstante, la necesidad encarrilar las cuentas fiscales se torna inevitable a medida que pasa el tiempo. De acuerdo a nuestras estimaciones, las necesidades financieras del gobierno central serían de USD35.859 M entre junio y diciembre de 2017 (excluyendo el rollover de las Letes). De este total, USD6.871 M corresponden a vencimientos de deuda en dólares (sin Letes), mientras que USD28.988 M son obligaciones financieras en pesos.

Al cierre de mayo, los depósitos en dólares del gobierno alcanzaban los USD4.100 M, registrando una baja importante respecto del saldo de fines de enero (aprox. USD8.250 M). Teniendo en cuenta las fuentes de financiamiento disponibles y comprometidas (BCRA, organismos internacionales, agencias públicas y otros), al Tesoro le restarían obtener unos USD20.648 M para cerrar el año, siendo la casi totalidad de las necesidad en pesos. De esta forma, el gobierno tendría que colocar bonos a razón de casi USD3,0 MM equivalentes por mes, un ritmo similar al observado hasta mayo (USD2,9 MM por mes).

Teniendo en cuenta que el gobierno está manteniendo una política de financiamiento prudente y quiere asegurar un escenario electoral calmo, el calendario de emisiones para el corto plazo luce sensato (colocaría un bono en pesos esta semana y uno en euros a fin de mes). No obstante, dado lo acotado del sistema financiero local, es probable que el Tesoro siga financiando sus compromisos en pesos con deuda externa, lo que lo llevaría a venderle más dólares al BCRA (entre USD10.000/15.000 M) con pesos que luego serían esterilizados.

Aunque la situación financiera no pareciera mostrar mayores riesgos para lo que resta del año y el próximo, caben al menos dos interrogantes de mediano plazo: si la trayectoria de endeudamiento es sostenible y si la dominancia fiscal/cambiaría que enfrenta el BCRA quitará efectividad a sus instrumentos de esterilización. Con necesidades de financiamiento menores en 2018 que este año (6,5% versus 8,0% del PBI, excluyendo Letes), el riesgo de iliquidez de la deuda pública debería disminuir. De todas maneras, aún cumpliendo con el programa fiscal el nivel de endeudamiento estará aumentando de 24,9% a 37,2% del PBI en 2016-20. En relación al BCRA, si bien esto podría hacer que la política monetaria quede enredada en dilemas de sustentabilidad financiera, no hay que menospreciar el aumento de la demanda por pesos que trae la estabilidad, entendiendo que esto solo sería un problema si se confirmara la falta de corrección fiscal.

| 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 | |
| Necesidades de financiamiento | 58.145 | 40.350 |

| 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 |
| Fuentes de financiamiento | 58.145 | 40.350 |



Perspectivas: aún resaltan las oportunidades

Un escenario de mayor actividad económica y financiera duradera requerirá de un conjunto de políticas y reformas que apunten a reducir los desequilibrios macroeconómicos existentes, el tamaño del estado, flexibilizar el gasto público y reponer los incentivos al trabajo.

La necesidad de un resultado electoral favorable que le permita relegitimar la agenda de cambio hará que el Gobierno profundice el mix de política económica actual, apuntando a maximizar el nivel de actividad con inflación mínima. Sin embargo, la combinación de política fiscal expansiva financiada con deuda externa, que apostará decididamente a la obra pública para reactivar el consumo, y política monetaria contractiva harán que se prolongue el escenario actual de recuperación económica contenida y heterogénea, tasa de interés real positiva, lenta desinflación y apreciación real.

Aunque es entendible que el Gobierno privilegie la agenda electoral en el corto plazo, a costa de deteriorar la solidez macroeconómica y la agenda de reformas estructurales, lo cierto es que la actual política económica no es sustentable en el largo plazo y, tarde o temprano, se impondrá la necesidad de un cambio.

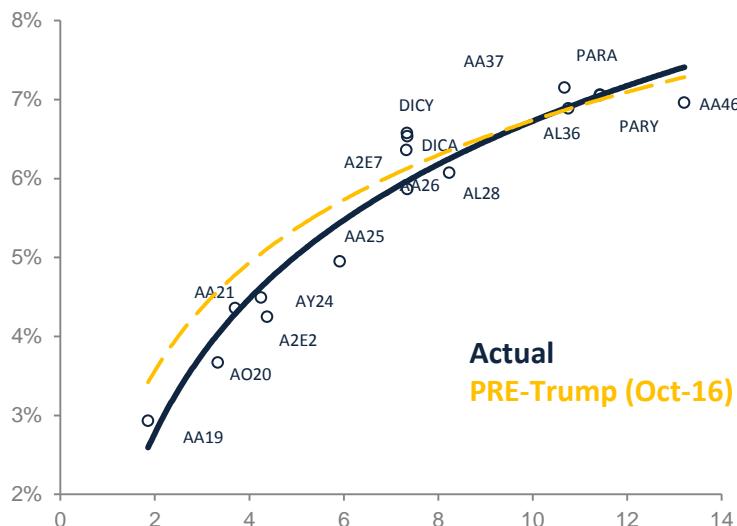
Para después de las elecciones todavía no se perciben consensos y un clima tal que permita pensar que la clase dirigente decida avanzar en las reformas requeridas que asegurarían un escenario de crecimiento económico sustentable. Sin embargo, todo parecería indicar que el contexto financiero seguirá siendo favorable y permitirá financiar desvíos macroeconómicos importantes. Los mercados han absorbido muy rápidamente el impacto del Brexit, el triunfo de Trump y, más recientemente, la crisis político-institucional de Brasil, que en otros tiempos hubiera implicado una corrección financiera significativa. Esto junto a una probable agenda económica modesta, pero que ratificará la voluntad de cambio, es probable que alcance para prolongar la actual dinámica de recuperación poco generosa y de reinserción financiera global, que daría un paso más con la mejora de la calificación accionaria de país fronterizo a emergente.

De ser así, y aún cuando el escenario local se perfila volátil, riesgoso e incierto, seguimos encontrando valor en los activos domésticos, ofreciendo rendimiento atractivo y una posible revaloración, en un contexto internacional falto de buenas oportunidades de inversión. En particular, seguimos viendo valor en los extremos de la curva soberana en dólares, como así también en ciertos bonos corporativos y provinciales. También hallamos atractiva la inversión en pesos, principalmente en los meses previos a la elección, y aún a pesar de la reciente fortaleza del ARS.

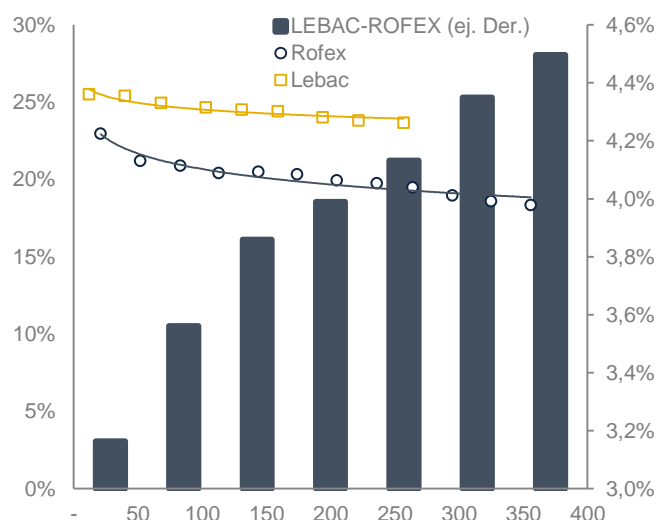
En acciones, mientras que se van consolidando las señales de recuperación económica, continuamos recomendando selectividad en sectores puntuales (vinculados al campo y sectores regulados). Aunque cautamente, dada nuestra preocupación respecto a la alta valuación del mercado accionario global.

| INDICADOR | Dato | % M/M | % A/A |
|-----------------|-------|--------|----------|
| Spreads | | | |
| EMBI Arg. | 399 | -8 bps | -135 bps |
| EMBI | 326 | 2 bps | -66 bps |
| Mercados | | | |
| MERVAL | n.a. | -1,7 | 58,7 |
| MSCI EM | n.a. | 0,8 | 23,9 |
| MSCI LATAM | n.a. | -7,3 | 19,4 |
| Monedas | | | |
| ARG/USD | 15,90 | 3,0 | 15,2 |
| BRL/USD | 3,31 | 6,1 | -3,5 |
| CLP/USD | 662,5 | -1,3 | -3,1 |
| MXN/USD | 18,08 | -3,9 | -3,0 |

Curva soberanos argentina



Curva Lebac vs. Rofex



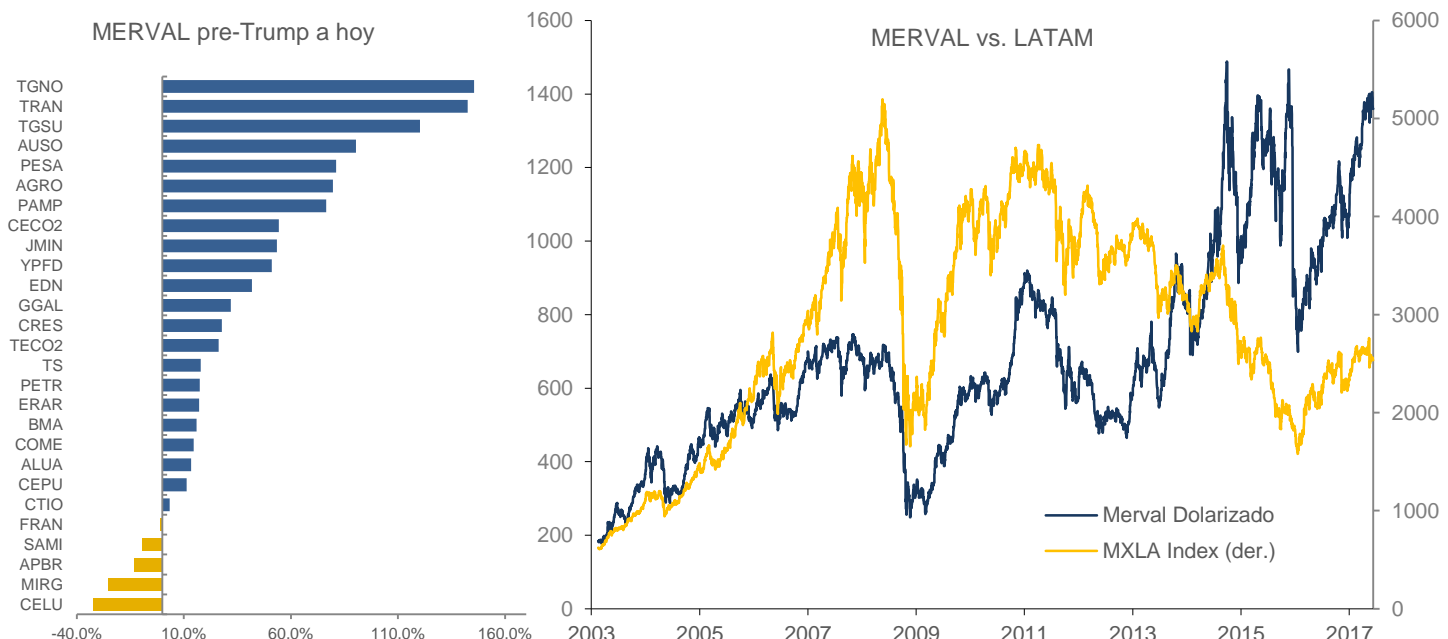
Y las sugerencias de inversión son...

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 luce conducente para la inversión en activos emergentes, y Argentina todavía pareciera estar ofreciendo retornos relativamente atractivos dentro de este universo.

Específicamente en la curva de bonos en dólares, seguimos favoreciendo tanto los activos de cortísima duración (Letes de hasta 532ds), como los bonos de larga duración (PAR, AA37 y DICY). Para complementar el tramo corto se pueden incorporar algunos fondos fiduciarios en USD, aunque asumiendo un mayor riesgo de iliquidez. Por otra parte los bonos provinciales y corporativos con duración ubicada en el tramo medio de la curva ofrecen un pickup interesante con respecto al soberano, aunque cabe destacar que el mismo se ubica en niveles bajos con relación a su pasado. Destacamos las provincias de Buenos Aires y Córdoba en el tramo '21/'26 respectivamente, ofreciendo tasas implícitas entre 120pbs y 150pbs por sobre soberano. Dentro de bonos corporativos vemos valor en utilities, particularmente.

Luego de la corrección cambiaria que siguió al más reciente shock de Brasil y a pesar de los riesgos políticos descritos en secciones previas, creemos que la perspectiva para la moneda local aún es favorable. No obstante, por lo discutido, y la decisión del Banco Central de adoptar una política de acumulación de reservas más explícita, recomendamos algún grado de una cobertura activa. Seguimos encontrando valor en la parte corta de la curva de Lebac pero con un sesgo a alargar plazos esperando un período de baja de tasas de la autoridad monetaria. En un contexto más deflacionista en 2S17, no vemos mayor riesgo en el ARS, esperando cautela por parte del BCRA, y exigiendo menos cobertura cambiaria que en meses precedentes. Por el contrario, la misma baja esperada de inflación hacen menos atractivos los bonos linkeados a la inflación, aún a pesar de los rendimientos en tasas reales alcanzados recientemente.

El equity local ha experimentado toma de ganancias en las últimas ruedas en coincidencia con un escenario en el cual la disputa electoral comienza a tomar temperatura. En este sentido, creemos que el calendario electoral jugará en contra del mercado de acciones en la próximas semanas desde el punto de vista de la volatilidad, por lo menos hasta que estén definidas las listas de candidatos y tengamos los primeros números de encuestas. Por el contrario, la decisión esperada del MSCI puede servir de contrapeso para el Merval en general y para nombres listados exclusivamente en el mercado local en particular. Sin embargo, la experiencia observada en otros países que lograron moverse de la clase de mercado de frontera a emergente muestra que si bien el año posterior a la decisión suele guardarse una suba similar a la vista en el año previo, en el plazo cercano al evento suele mostrar una contracción. En este contexto todavía nos gustan los siguientes nombres: TS, TGNO, ERAR, CEPU, YPF.



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

Damián Zuzek, CIA
Int. 223
dz@sbsfondos.com

Cristian Brau, CFA
Int. 218
cb@sbsfondos.com

Emilio Muña
Int. 120
em@sbsfondos.com

Gustavo Giugale
Int. 132
gg@sbsfondos.com

ESTRATEGIA

Gustavo Cañonero
Int. 160
gc@gruposbs.com

Adrián Yarde Buller
Int. 167
ayb@gruposbs.com

TRADING

Jorge Miteff
Int. 147
jm@gruposbs.com

Sebastián Cisa, CFA
Int. 116
scc@gruposbs.com

María Laura Segura
Int. 115
mils@gruposbs.com

Francisco Bordo Villanueva
Int. 114
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.