

# El esperado segundo semestre

Como llegamos. Lo que viene.

Presentación Agosto 2016

Juan José Battaglia

[juan@cucchiara.sba.com.ar](mailto:juan@cucchiara.sba.com.ar)

[www.cucchiara.com.ar](http://www.cucchiara.com.ar)

# Temas a discutir

- Complicado primer semestre.

*-El desastroso esquema heredado requería una coordinación absoluta en la política económica. Pocos márgenes de maniobra. En el primer semestre el nuevo equipo económico no tuvo la coordinación que la brutal herencia demandaba. **La principal medida a tomar fue muy mal ejecutada.***

*-La coyuntura es complicada pero reversible. Esperanza: Profesionales idóneos y con capacidad de reacomodar el camino.*

*-Amenaza 1: Que la justicia comprometa todas las metas fiscales/monetarias por freno al ajuste tarifario*

- El ansiado segundo semestre

*-La dinámica inflacionaria será la clave. Determinará las posibilidades de algún tipo de reactivación y lo que pase con la relación dólar-tasas.*

*-Límites de la política monetaria y sostenibilidad fiscal. Todas las miradas en el Blanqueo.*

- Renta Fija en dólares, sigue siendo atractiva pero con selectividad

*-Valuaciones y oportunidades en bonos soberanos y deuda corporativa doméstica. Conformarse con la renta, las espectaculares ganancias de capital se terminaron.*

# Contexto Externo

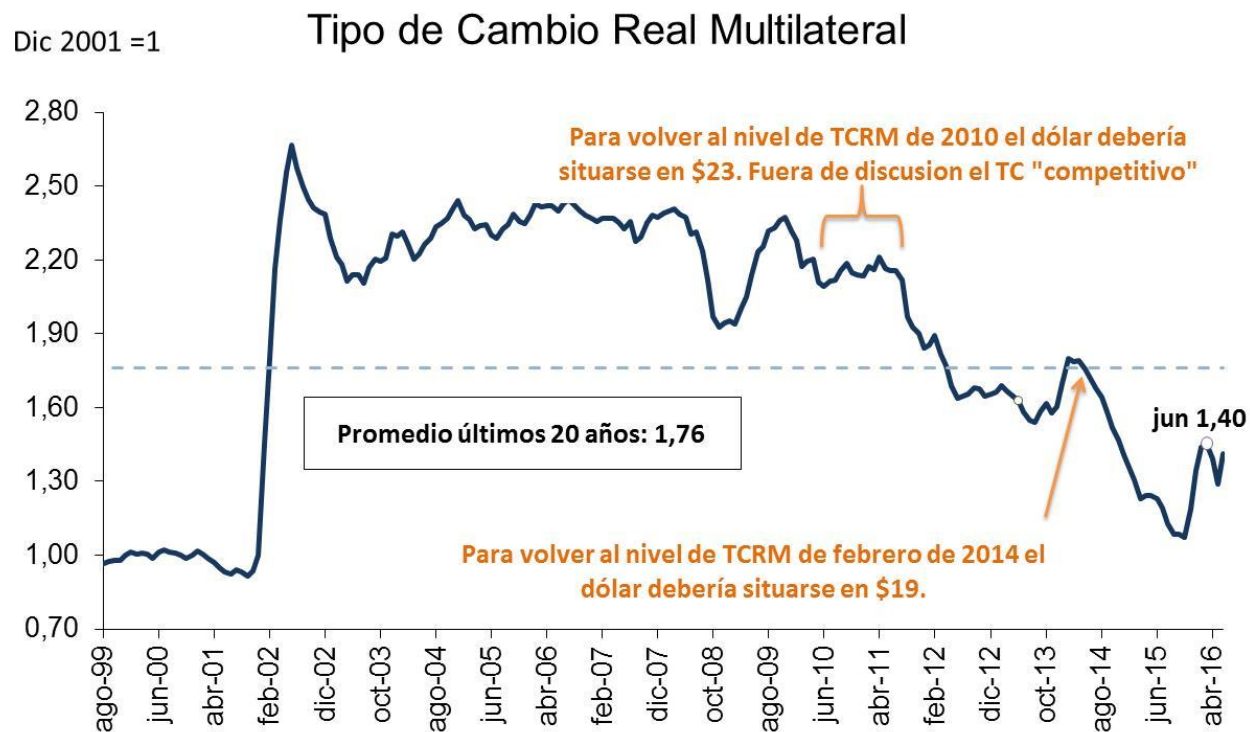
- El **mundo de vibrante crecimiento** (2003-2008) para los emergentes de commodities súper altos y tasas de crecimiento del comercio internacional de dos dígitos **se terminó**.
- Sin embargo, los fantasmas de una crisis a escala global que atravesamos a principios de este año se esfumaron, la reacción de los mercados post Brexit es la mejor evidencia.
- Todo parece indicar que el mundo seguirá creciendo lento. Riesgo: una posible desaceleración, algo más cercano a una recesión pero nada como la crisis de 2008-2009.

- El tema a seguir es la **dinámica del dólar** (por ende commodities). La **FED comenzó a acomodar la política monetaria** mientras que el **BCE recién comienza con su plan de relajamiento** cuantitativo. **Clave:** cuanto de esto ya fue incorporado en la suba del dólar del ultimo tiempo.
- **Amenaza 2: Un fortalecimiento del dólar al estilo 2001/2002.**



# Atraso Cambiario

- Claramente el tipo de cambio esta atrasado. Gracias al cepo y al proteccionismo, el gobierno anterior lo dejó en niveles similares a la convertibilidad. La inercia inflacionaria de los últimos meses ya se comió una parte de la devaluación.
- Lo más importante de la devaluación fue que permitió levantar el cepo.
- Las ventajas de una aumento del tipo de cambio nominal hoy no son tan claras a corto plazo. Con la inercia de precios actual, el efecto en términos reales es incierto.
- Las expo industriales se hunden desde el 2011, parte por atraso cambiario pero parte importante por caída de demanda (Brasil). El TC no corrige esto en el corto plazo.
- El agro ya tuvo un fuerte estímulo por combo entre devaluación y retenciones.



# Atraso Cambiario (2)

- La posibilidad de tomar deuda en dólares permite estirar el atraso cambiario.
- Hoy el sector externo argentino esta medianamente en equilibrio, con estancamiento y deuda, pero equilibrio al fin. Posibilidad remota de una crisis tipo balanza de pagos. Por eso no hay apuro en corregir el atraso cambiario en el corto plazo (si en el largo si queremos crecer sostenidamente!!!).

## Estimación del Balance Cambiario

En millones de dólares

Conceptos	1er Sem 2013	1er Sem 2014	1er Sem 2015	1er Sem 2016
<u>Cuenta Corriente</u>	<u>-2.300</u>	<u>-939</u>	<u>-2.146</u>	<u>-8.578</u>
Balance transferencias por mercancías	4.984	4.770	5.098	5.774
<i>expo</i>	38.935	36.042	30.810	29.989
<i>impo</i>	33.951	31.272	25.712	24.215
Servicios (turismo)	-4.533	-2.547	-3.676	-4.749
Rentas (intereses y dividendos)	-2.884	-3.272	-3.628	-9.795
<u>Cuenta capital y financiera</u>	<u>-2.994</u>	<u>-609</u>	<u>4.821</u>	<u>13.126</u>
Inversión directa de no residentes	1.287	1.044	712	1.290
Inversión de portafolio de no residentes	-7	-15	-33	869
Formación de activos externos	261	-1.666	-3.046	-5.996
Sector Público	635	204	1.375	13.693
<u>Variación de Reservas</u>	<u>-5.294</u>	<u>-1.548</u>	<u>2.674</u>	<u>4.548</u>

- Creo que **no veremos una suba abrupta del dólar. Condicionado a la Amenaza 1 y 2.**
- **¿Se viene nuevamente el ancla cambiaria? NO.** El BCRA es consiente en no dejar atrasarlo más desde el nivel actual (compras por debajo de \$15).
- Probablemente se **mueva** (con volatilidad) **en los próximos trimestres para compensar la inflación futura. Si la inflación se modera podrá escalar aún más** (ver más adelante).

# Dólar y Atraso Cambiario

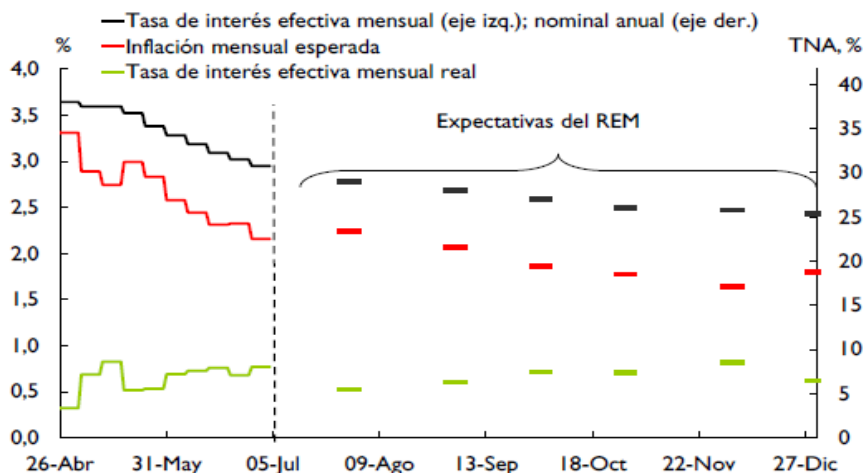
- El sector externo esta en equilibrio, pero con estacionalidad por liquidación. En los próximos meses seguramente veremos una caída de la oferta de divisas comerciales y quizás un aumento de las importaciones a medida que se estabiliza el nivel de actividad.
- El BCRA no quiere que el blanqueo haga caer el tipo de cambio, esta implementando todas las medidas al respecto. Alguna oferta adicional al mercado de cambios traerá.
- A corto plazo será clave el movimiento de cartera, tasa vs dólar.
- “Nuevo” BCRA implementará un régimen de metas de inflación. Principal instrumento es la tasa y el objetivo prioritario la inflación.
- El BCRA dejó claro que no bajará la tasa hasta no contar con una “clara” evidencia que este cayendo la inflación.
- Para posicionarnos a corto plazo, **creo que lo más conveniente es invertir el orden al que estamos acostumbrados a razonar** (carro delante de los caballos).
- **El dólar no subirá porque subió la inflación. El dólar subirá cuando baje la tasa y esta bajará cuando ceda la inflación.**
- **Movimientos más graduales que bruscos.**



# En busca de una tasa real positiva...

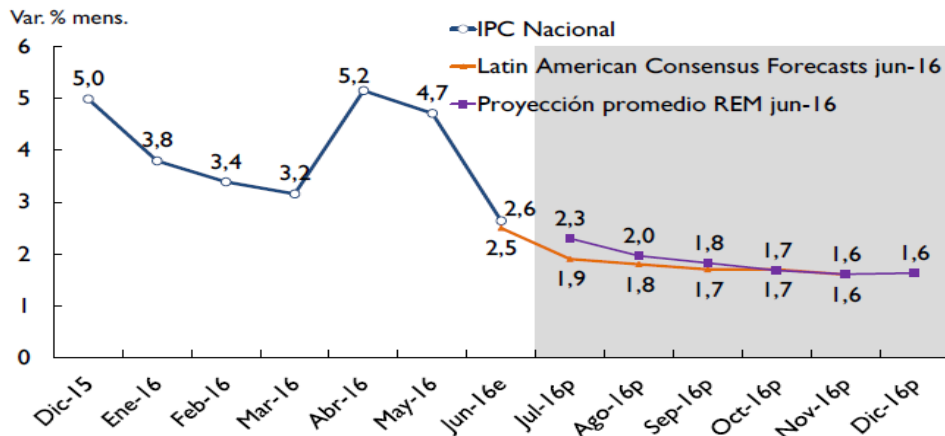
- El Banco Central busca una tasa de interés real positiva de entre el 4% y 5%. Pero “real” contra la inflación futura, por ende, la inflación esperada.
- Volvió el REM, más Latin Consensus, hay una expectativa de inflación de donde agarrarse.
- De convalidarse estas expectativas, el BCRA bajaría las tasas paulatinamente hasta el 25%.
- En esos niveles, junto con el atraso cambiario y los todavía atractivos rendimientos en dólares, seguramente las carteras se dolarizan paulatinamente.
- El dólar subirá cuando baje la tasa. La tasa bajará cuando el BCRA tenga certezas que la inflación se dirige al 1,5% buscado. Se cumplirán las expectativas.

Tasa de interés de política monetaria nominal y real



Fuente: Elaboración propia en base a Latin American Consensus Forecasts

Precios minoristas y expectativas de inflación

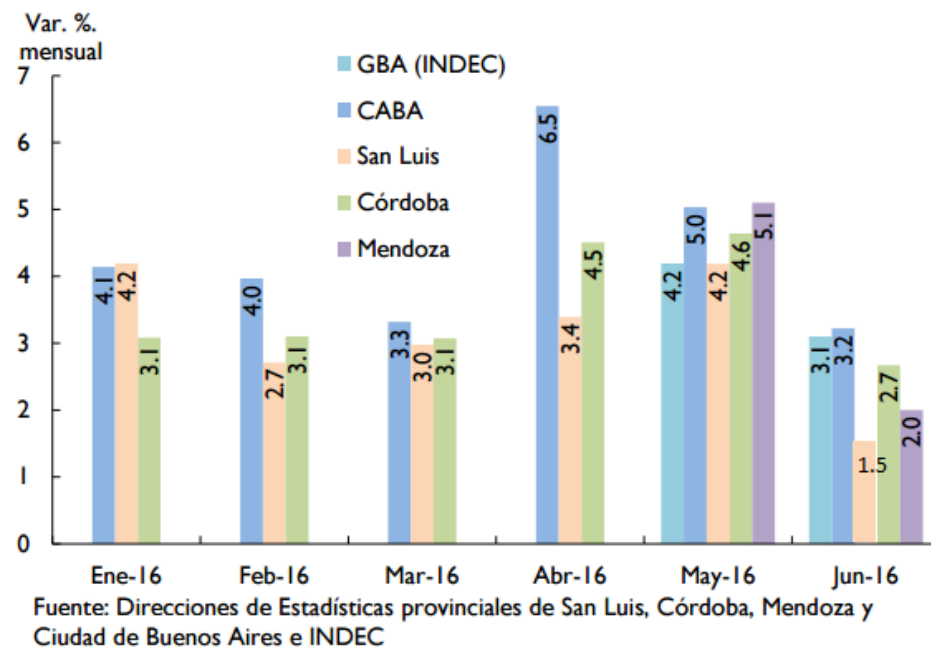
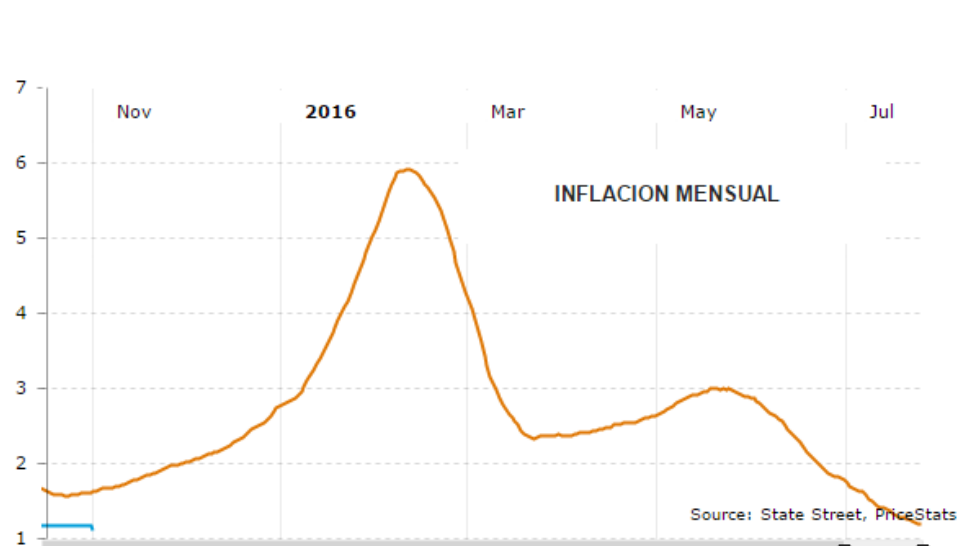


e: Estimado; p: Proyectado

Fuente: Elaboración propia en base a Dirección General de Estadísticas y Censos - GCBA, Dirección Provincial de Estadísticas y Censos de San Luis, Dirección General de Estadísticas y Censos de Córdoba y Consensus Economics

# Inflación: insoportablemente alta.

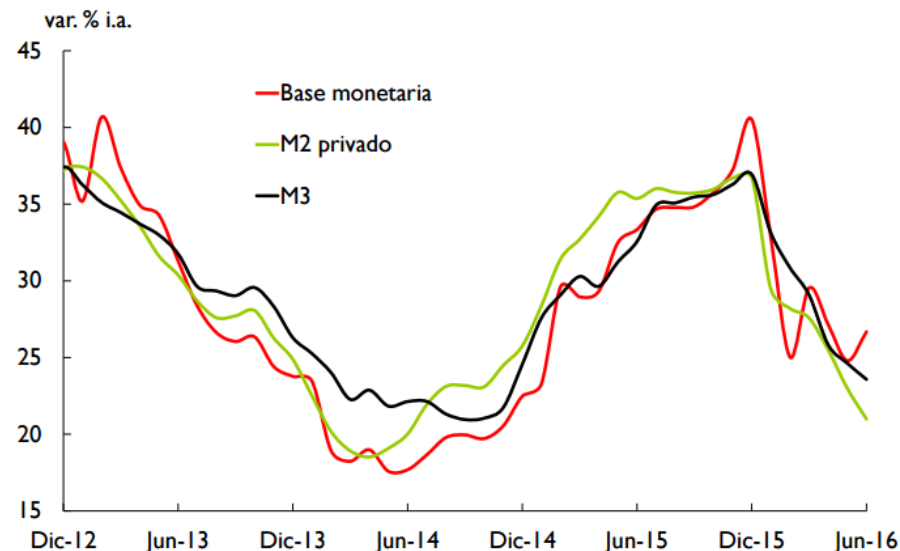
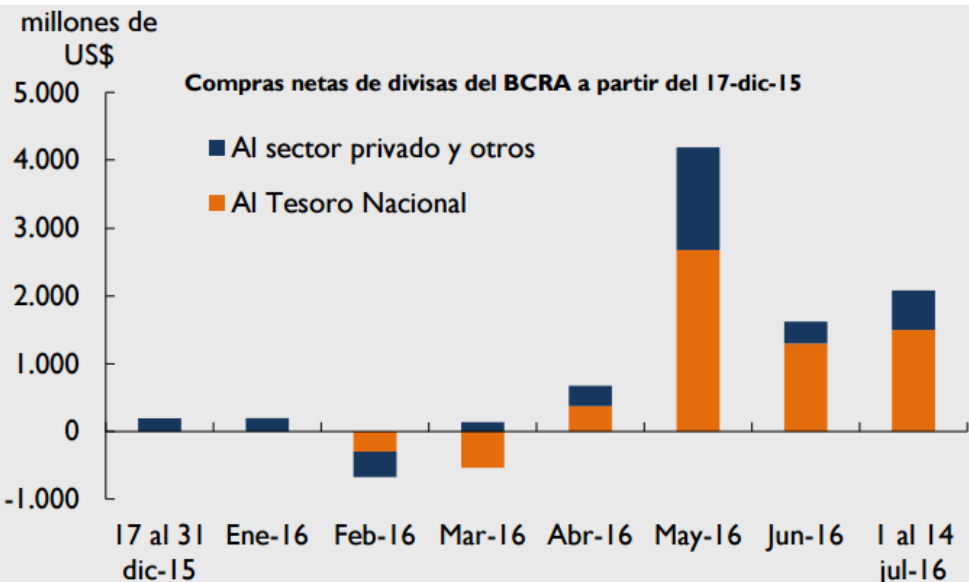
- Bajó hasta abril digiriendo de a poco la unificación cambiaría. Acá el equipo económico no tenía una visión tan errada de la inercia, podía ser contenida.
- Sin embargo, todo el equipo económico subestimó los efectos secundarios de los aumentos de tarifas sobre los costos, que siguió actuando sobre la inflación subyacente.
- Inconsistencias graves entre el Ministerio de Hacienda y Energía. Prat Gay: “cuando nosotros anunciamos una meta del 4,8% de déficit para este año, no preveíamos aumentos en las tarifas de gas superiores al 400%”. Por ende la meta de inflación esta comprometida de entrada.
- Indicadores dispersos, no se confirma hasta junio un claro descenso. En julio, algo de luz trae el dato semanal de PriceStats (mide únicamente la canasta alimentaria).





# BCRA: Por ahora lo dejaron sólo.

- No está utilizando el tipo de cambio como ancla antiinflacionaria, quiere evitar que el tipo de cambio real se atrase demasiado (muy positivo). Si bien no tienen vocación de juntar reservas, ha salido a intervenir en el mercado con compras cuando fue necesario.
- La Secretaría de Finanzas y las Provincias no colaboran mucho. Se financian en dólares y después se los venden al Central que se ve obligado a esterilizarlos vía Lebacs. Esto está por fuera del tope de la monetización del déficit acordada por U\$ 160.000 millones.
- Continúa la prudencia monetaria. La base monetaria aumentó por aumento de encajes, pero la cantidad de dinero muestra un crecimiento más que prudente.
- Tarde o temprano el Tesoro tiene que dejar de “molestar” al BCRA o la sostenibilidad de la política de esterilización puede verse comprometida.



Fuente: BCRA

# Quiebre de la política fiscal: muchas promesas

- El primer semestre Hacienda mostró una buena conducta fiscal, consistente con la meta del 4.8% del PBI. Manteniendo esta dinámica, el gobierno lograría el objetivo. Pero ya sabemos que la política fiscal será más expansiva durante el segundo semestre.
- La contracción económica dificulta el camino. Caen los ingresos y aumenta la presión por políticas más expansivas contra cíclicas.
- Haciendo cálculos muy estimados, para cumplir la meta pactada solamente podrá ser expansivo por el equivalente a la recaudación del blanqueo. Por eso la expectativa. Una adhesión exitosa le podría brindar recursos fiscales por el equivalente a 1% del PBI (U\$5.000).
- La meta del 3,3% para el 2017 es demasiado optimista considerando los anuncios efectuados. Promesas 2017: alícuotas de ganancias y reparación jubilados. La única forma de alcanzarla será mediante otro importante ajuste tarifario. Con lo cual, a corto plazo, la meta fiscal compromete la meta inflacionaria por la corrección de los precios relativos. A largo plazo es otra la película.
- De no lograr las metas, entra a jugar otra circunstancia: hasta cuando el mercado te perdona en términos de tasa de interés.

	I SEM 2015	I SEM 2016	% a/a
<b>INGRESOS CORRIENTES</b>	<b>558.527</b>	<b>707.937</b>	<b>26,8%</b>
- INGRESOS TRIBUTARIOS	338.967	421.353	24,3%
- CONTRIBUCIONES A LA SEG. SOCIAL	189.814	254.377	34,0%
- OTROS INGRESOS	29.744	32.206	8,3%
<b>GASTOS TOTALES</b>	<b>653.593</b>	<b>829.140</b>	<b>26,9%</b>
- GASTOS DE CONSUMO Y OPERACION	116.608	143.384	23,0%
- PRESTACIONES DE LA SEGURIDAD SOCIAL	244.007	338.859	38,9%
- TRANSFERENCIAS CORRIENTES	180.115	235.885	31,0%
- OTROS GASTOS CORRIENTES	29.142	30.766	5,6%
- GASTOS DE CAPITAL	83.718	80.244	-4,1%
<b>RESULTADO PRIMARIO</b>	<b>-95.066</b>	<b>-121.203</b>	<b>27,5%</b>
<b>INTERESES</b>	<b>-60.541</b>	<b>-95.836</b>	<b>58,3%</b>
<b>RESULTADO FINANCIERO</b>	<b>-155.607</b>	<b>-217.039</b>	<b>39,5%</b>

## Resultado proyectado con la conducta fiscal del primer semestre

<b>RESULTADO PRIMARIO</b>	-311.193	-382.936
<b>% del PBI</b>	-5,3%	-4,9%
<b>INTERESES</b>	-121.141	-163.540
<b>RESULTADO FINANCIERO</b>	-432.333	-546.476
<b>% del PBI</b>	-7,4%	-6,9%

Nos queda pendiente para la próxima semana ver actividad, empleo y blanqueo.

# Buen fin de semana!!!

(Recuerde que los pronósticos económicos son incluso más inexactos que los climáticos)

sábado		domingo	
			
Mañana	Tarde/Noche	Mañana	Tarde/Noche
<b>Mín:</b> 7 °C	<b>Máx:</b> 17 °C	<b>Mín:</b> 6 °C	<b>Máx:</b> 17 °C
Cielo algo nublado. Vientos leves a moderados del sudoeste.	Cielo algo nublado. Vientos moderados a leves del sudoeste, rotando al oeste.	Cielo algo nublado. Vientos leves del oeste.	Cielo algo a parcialmente nublado. Vientos leves del sector oeste, rotando al sector norte.