



El ajuste macro sigue en curso

Resumen y conclusiones

El mejor escenario al que Argentina puede aspirar hoy es a un ajuste macroeconómico rápido que permita reducir los desequilibrios fiscal y externo y la deje en condiciones de volver a crecer: una recuperación en V.

Las buenas noticias vienen por el lado de los resultados fiscal y externo que muestran progresos importantes. La intensidad de la recesión es la contracara de la velocidad de ese ajuste, y todavía no hay certezas de la actividad haya tocado un piso.

Las colocaciones de Lecaps a tasas tan altas con un programa financiero cubierto hasta 2020 sólo adquieren sentido en el marco de mejorar la sostenibilidad de la deuda comprometida en el acuerdo con el FMI.

José M. Echagüe
Estratega

Emiliano Zenarruza
Analista

+54 11 2206 2206

Avda. Ortiz de Ocampo 3302
WO Barrio Parque Bureaux
Módulo IV - 3er Piso
C1425DFE

El ajuste macro sigue en curso

El mejor escenario al que Argentina puede aspirar hoy es a un ajuste macroeconómico rápido que permita reducir los desequilibrios fiscal y externo y la deje en condiciones de volver a crecer: una recuperación en V.

Lo que muestran los datos fiscales, de sector externo y nivel de actividad conocidos la semana pasada es que la economía está encaminada en esa dirección, aunque todavía queda mucho camino por recorrer. El sendero hacia el equilibrio no es lineal y la probabilidad de desvío todavía es considerable.

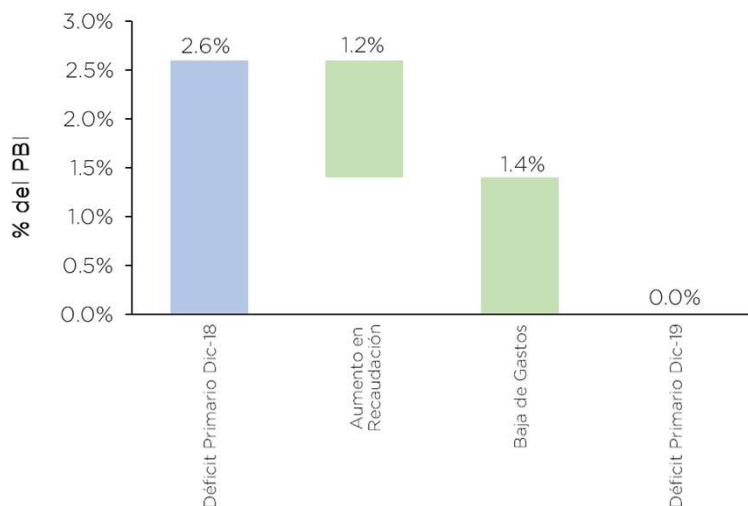
Las buenas noticias vienen por el lado fiscal y externo. Los datos fiscales de septiembre del sector público muestran un ajuste muy fuerte desde la implementación del acuerdo con el FMI que coloca al gobierno en una situación confortable para sobre cumplir la meta de 2.7% de déficit primario para este año.

El gasto en lo que va del año sigue creciendo (+20.3%) aunque a un ritmo menor y bien por debajo de lo que lo hacen los ingresos (+28.1%). El ajuste en términos reales es muy relevante. El resultado primario (antes de computar intereses) refleja bien esa tendencia (mejora de 31% en lo que va del año) pero el impacto de la depreciación impide ver todavía esos esfuerzos plasmados en el resultado financiero, que se deteriora 3.5% en el acumulado del año. El objetivo de déficit cero para el año siguiente es más incierto. En las previsiones del FMI divulgadas el viernes, el objetivo se cumpliría con una combinación relativamente equilibrada de reducción de gastos (-1.5% PBI) y suba de impuestos (1.2% PBI). El desafío político que implica para el gobierno esa proyección de cara a un año electoral es imposible de subestimar.

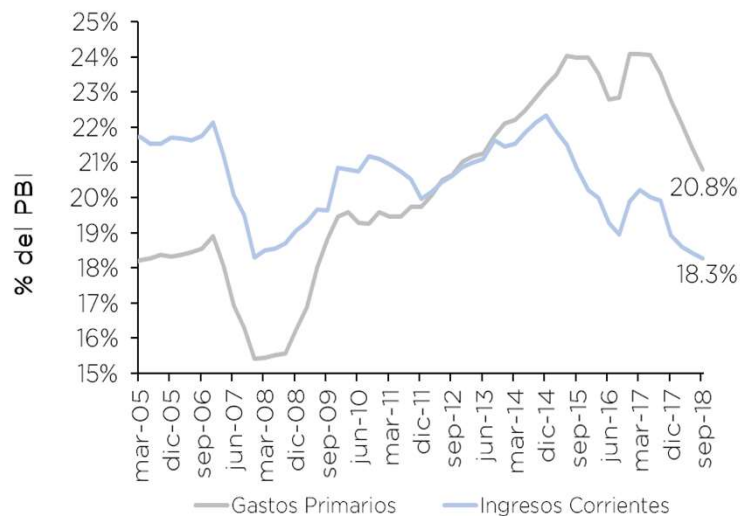
Simultáneamente, el Banco Central pudo estabilizar en un nivel su tasa de política y la demanda de activos en pesos está empezando a dar signos claros de recomposición, como quedó de manifiesto en las licitaciones de Lebacs y Lecaps de esta semana. Aún con tasas de interés que todavía son muy altas en términos nominales, el alargamiento del cronograma de vencimientos y el fortalecimiento de la hoja de balance del Banco Central que representa el desarme de las Lebacs son activos intangibles que se están acumulando en favor de la reducción de la vulnerabilidad financiera de corto plazo.

El ajuste macro sigue en curso

El camino hacia el déficit 0 en dic-19



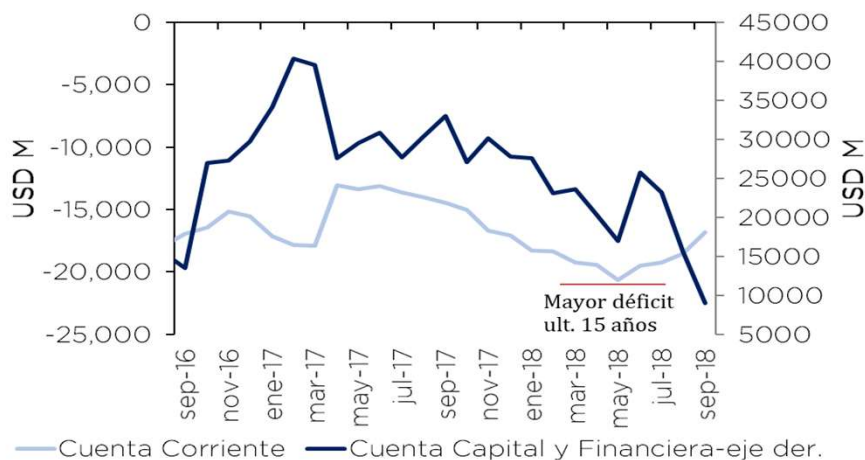
Recaudación y gasto creciendo por debajo del PIB



El ajuste macro también muestra importantes avances en los números de sector externo de septiembre. El resultado de la cuenta corriente cambiaria fue positivo por primera vez en 32 meses (+ USD 106 millones), aunque todavía no alcanza para revertir la reversión de flujos externos de la cuenta capital (USD -4136 millones). Como resultado, el banco central siguió perdiendo reservas en septiembre por USD 3535 millones. Para destacar, salida de capitales se desaceleró fuertemente (USD 1979 millones vs promedio de 3458 millones de los cuatro meses previos) pero sigue en niveles altos. La apreciación que registró el peso en Octubre permiten ser optimistas respecto de que esa tendencia pueda mejorar en el corto plazo.

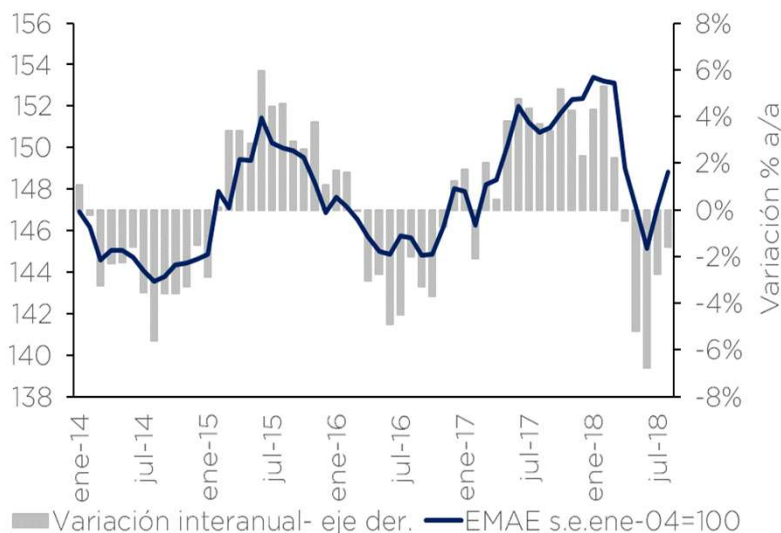
El ajuste macro sigue en curso

Resultado Cuenta corriente y cuenta capital- Acumulados 12 meses



La intensidad de la recesión es la contracara de la velocidad del ajuste macro. La economía pasó de crecer 5.3% a/a en Febrero a caer 1.6% en agosto. Aunque la actividad muestra cierto nivel de estabilización cuando se la mide en términos desestacionalizados (subió por segundo mes consecutivo en agosto), los datos están muy influenciados por el efecto de la sequía que impactó plenamente entre abril y julio (-26% promedio). Los indicadores adelantados de industria, construcción y consumo posteriores todavía no permiten ser optimistas respecto de se haya alcanzado un piso de nivel de actividad.

EMAE s.e. y variaciones interanuales



Componentes EMAE- Variaciones a/a

| EMAE y Componentes | Variación % a/a | | |
|---------------------------|-----------------|--------------|--------------|
| | jun-18 | jul-18 | ago-18 |
| EMAE | -6.8% | -2.7% | -1.6% |
| Bienes * | -10.2% | -4.4% | -1.6% |
| Agropecuario | -31.2% | -10.1% | 2.2% |
| Pesca | -16.7% | 5.9% | 13.2% |
| Minería | 4.8% | 1.4% | -1.4% |
| Industria | -7.9% | -5.1% | -4.1% |
| Electricidad, gas y agua | 4.6% | 3.9% | 3.3% |
| Construcción | 0.9% | 1.0% | -0.7% |
| Servicios* | -2.1% | -1.3% | -1.1% |
| Comercio | -9.7% | -6.4% | -5.0% |
| Restaurantes y hoteles | -3.1% | -2.1% | -1.3% |
| Transp.y comunic. | -5.7% | -2.9% | -3.0% |
| Bancos | 4.7% | 7.1% | 7.1% |
| Actividades inmobiliarias | 2.1% | 2.3% | 1.2% |
| Administración pública | -0.5% | -0.3% | -0.6% |
| Otros servicios | -0.4% | -1.2% | -0.9% |

* Promedios ponderados
Fuente: INDEC

El ajuste macro sigue en curso

La colocación de Letes y Lecaps de la semana pasada fueron dos buenas noticias para destacar. El gobierno logró renovar el 90% de los vencimientos de Letes (USD 815m, TNA 5.5%), un registro bien por encima de lo que aparece en el escenario base comprometido en el programa financiero (50%) y las colocaciones previas (65%) y a una tasa menor. Adicionalmente el viernes el Tesoro colocó Lecaps en pesos a 7 meses (ARS 40.000 millones, TNA 53.91%) y 18 meses (ARS 27.400 millones, TNA 51.89%) de plazo.

Ratio de renovación y tasas- Letes en USD



Retomar acceso a financiamiento voluntario es un elemento central de la salida de la crisis. Las tasas todavía son altas -especialmente para las colocaciones en ARS- y los plazos son cortos, pero representan una mejora para lo que se venía registrando, especialmente en el contexto del desarme del stock de Lebacs.

Las colocaciones de Lecaps a tasas tan altas con un programa financiero cubierto hasta 2020 solo adquieren sentido en el contexto de mejorar la sostenibilidad de la deuda comprometida en el acuerdo con el FMI. Entre las metas señaladas en la primera revisión conocida el viernes figura el desarrollo de un mercado de deuda en pesos, preferiblemente con un esquema de creadores de mercado que facilite la liquidez de las emisiones. Con esta iniciativa, el organismo está apuntando a varios a dos objetivos mismo tiempo: i) reducir la vulnerabilidad macro derivada de la dolarización de la deuda pública mejorando así su sostenibilidad, y ii) facilitar la transición hacia un esquema de financiamiento, menos dependiente del cronograma de desembolsos anunciados.

Disclaimer

El presente documento es propiedad de Consultatio Investment S.A. y Consultatio Asset Management Gerente de Fondos Comunes de Inversión S.A. (ambas en conjunto, "Consultatio"), no pudiendo su contenido ser modificado, transmitido, copiado, y/o distribuido sin el consentimiento expreso de Consultatio. El presente tiene un fin exclusivamente informativo y se ha basado en información proveniente de fuentes públicas, siendo que Consultatio no ha verificado su veracidad, integridad y/o exactitud, ni ha sometido la misma a un proceso de auditoría. Consecuentemente, Consultatio no efectúa declaración alguna, ni otorga garantía alguna, sobre la veracidad, integridad y/o exactitud de la información sobre la cual se basa este informe. Todas las opiniones y estimaciones aquí expresadas están sujetas a cambio sin previo aviso.

El presente no constituye asesoramiento en inversiones ni una invitación a operar con valores negociables a través de Consultatio. Cualquier persona interesada en analizar y, en su caso, operar los valores negociables aquí descritos, deberá consultar la información contenida en sus documentos de emisión. La información aquí inserta ha sido confeccionada exclusivamente para la República Argentina, no debiendo interpretarse destinado a cualquier otra jurisdicción o territorio. Se advierte que parte de la información del presente documento está constituida por estimaciones futuras. Debido a riesgos e incertidumbres, los resultados reales o el desempeño de los valores negociables podrían diferir significativamente de lo expresado en las estimaciones futuras. La información aquí contenida está sujeta a cambios y modificaciones y no puede ser considerada definitiva por aquellas personas que tomen conocimiento de ella. El receptor deberá basarse exclusivamente en su propia investigación, evaluación y juicio independiente para tomar una decisión relativa a la inversión en valores negociables.

Consultatio Investment S.A. es un Agente de Liquidación y Compensación - Propio registrado bajo la matrícula n° [351], Agente de Colocación y Distribución de FCI registrado bajo la matrícula n° [18] y Agente de Colocación y Distribución Integral de FCI registrado bajo la matrícula n° [47], todos ellos de la CNV. Consultatio Asset Management Gerente de Fondos Comunes de Inversión S.A. es un Agente de Administración de Productos de Inversión Colectiva registrado bajo la matrícula n° 13 de la CNV.

Los rendimientos pasados manifestados por valores negociables son un indicador y no implican, bajo ningún concepto, promesas de rendimientos futuros. En particular ha de tenerse presente que las inversiones en cuotapartes de fondos comunes de inversión no constituyen depósitos en el agente de custodia de tales fondos a los fines de la Ley de Entidades Financieras ni cuentan con ninguna de las garantías que tales depósitos a la vista o a plazo puedan gozar de acuerdo a la legislación y reglamentación aplicables en materia de depósitos en entidades financieras. Asimismo el agente de custodia los fondos comunes de inversión se encuentra impedido por normas del Banco Central de la República Argentina deasumir, tácita o expresamente, compromiso alguno en cuanto al mantenimiento, en cualquier momento, del valor del capital invertido, al rendimiento, al valor de rescate de las cuotapartes o al otorgamiento de liquidez a tal fin.