

## La calma que precede a la tormenta

- Internacional
  - Sigue dicotomía de países según su estado de situación frente a la pandemia. Los países que picaron en punta con la vacunación ven una caída en el número de contagios y la economía se encamina a la normalización. Por otro lado, los países que vienen rezagados en la vacunación se ven obligados a endurecer las restricciones. Argentina está en el segundo grupo, e implementó un confinamiento total de 9 días a fines de mayo, **con lo cual los sectores ligados a la gastronomía, a los eventos sociales y al entretenimiento se perfilan como los más gravemente afectados.**
  - Los mercados globales están experimentando un aumento en la volatilidad. A la ya conocida incertidumbre sobre la velocidad y magnitud de la recuperación en la actividad global se sumó en las últimas semanas el aumento en la inflación en Estados Unidos, que marcó en abril un avance mensual de 0.8% y llevó el acumulado de 12 meses a 4.2%. Si bien una parte importante del aumento es por el rubro transporte (que acumula un aumento en 12 meses de 14.9%) **lo cierto es que la inflación del último año pasó de niveles de 1.3% a principio de año al 4.2% de abril, lo que encendió todas las alarmas de los inversores.**
  - Los Bancos Centrales y los gobiernos continúan con programas de estímulo, y los inversores siguen expectantes para tratar de estimar en qué momento esas medidas de apoyo se van retirando. Nadie puede sacar los pies del plato, pero lo que llama la atención es que Estados Unidos está saliendo con fuerza de la pandemia, y con eso deberían aflojar los estímulos, pero el resto del mundo sigue recuperándose mucho más lentamente.
  - El dólar a nivel global se ha estabilizado en las últimas semanas, pero creemos que en breve retomará la senda de debilidad. Las materias primas han marcado records, especialmente las agrícolas, por una combinación de debilidad del dólar y mejores proyecciones de actividad. El oro físico se mantiene en niveles record cercanos a los 2.000 dólares por onza, mientras que las criptos corrigieron con fuerza (Bitcoin por ejemplo se negocia en la zona de 37.000 frente a un máximo histórico de 63.000, otros criptoactivos retrocedieron más aún).
  - El escenario internacional sigue siendo favorable para Argentina, pero el frente doméstico no se aclara. El cierre de la economía por pandemia, la demora en el proceso de vacunación y la inflación que no cede son factores que contribuyen al deterioro económico, social y de ánimo de la población. El gobierno está poniendo toda la carne al asador (literalmente, luego del cierre de las exportaciones de carne) para salir lo más peinado posible en la foto de las elecciones, y se desconoce el plan para el día después. En esas condiciones, es muy difícil entender cuáles van a ser las palancas para accionar y que Argentina vuelva a crecer (estamos prácticamente estancados desde hace más de una década).
  - **Moderamos nuestra visión de tomar riesgo de precio de acciones.** Gradualmente consideramos que es mejor ir arriando las velas. La recuperación global ya está bastante factoreada en los precios, y como los activos financieros están valuados bajo el supuesto de que los estímulos continúan para siempre, cualquier sorpresa en ese campo va a ser negativa. Los árboles no crecen hasta el cielo. Es momento de buscar un poco de prudencia y pararse del lado seguro de la vereda.
- Política local
  - Hubo un fuerte cruce entre Martín Guzmán y Federico Basualdo, sub secretario de Energía Eléctrica. Finalmente, fue un empate técnico porque ninguno de los dos salió del gobierno, pero fue una muestra clara de la fragmentación que hay en la alianza gobernante y de la visión contrapuesta que tienen cada uno de sus padrinos: Alberto y Cristina, respectivamente. La controversia se dio por el pedido de Guzmán de subir tarifas (y así bajar subsidios y el déficit fiscal) no acatado por Basualdo, que responde al sector camporista de la coalición. En

términos de credibilidad, Guzmán perdió, pero también perdieron todos los ministros: si cualquier decisión de una cartera puede ser resistida por un funcionario de la segunda o tercera línea, pues entonces nadie va a estar dispuesto a exponerse de esa manera en público.

- **Las PASO se van a realizar en septiembre, y las elecciones en noviembre.** Todavía falta un siglo para que se conozcan los candidatos, por el lado de Juntos por el Cambio también hay fragmentación interna, con Macri-Bullrich por un lado, Rodríguez Larreta-Vidal por el otro, y Elisa Carrió por las suyas.
  - Estamos en incumplimiento para el pago de la última cuota al Club de Paris por USD 2.400 millones. El vencimiento se produjo el 31 de mayo, y ya ingresamos en un período de gracia de 60 días. El sindicato de países agrupado en el Club ya se manifestó en el sentido de que para hacer prórrogas, es necesario tener un programa vigente con el FMI.
  - **En la negociación con el FMI, no se han notado avances,** a pesar de las reuniones que Alberto Fernández y Martín Guzmán tuvieron con el cuerpo técnico del FMI en su gira europea. En agosto entrarán los USD 4.500 millones por la recapitalización que los países miembro del FMI aprobaron recientemente. No está claro si con esos fondos se cancelarían los pagos de septiembre y una parte del de diciembre, ya que el FMI salió a aclarar que esos fondos sólo sirven para fortalecer reservas y no para cancelar pagos o evitar reestructuraciones, con lo cual el plan oficial continúa en revisión.
  - **Los dólares CCL y MEP rebotaron hacia el rango de 161 a 167** (subieron 15 pesos en el último mes, luego de haber pasado por un piso de 140 pesos con el ingreso de fondos para el pago del aporte extraordinario de las grandes fortunas hacia fines de abril. El billete también se recuperó a niveles de 156 pesos.
- **Monetario y Cambiario**
    - La inflación de Abril fue 4.1%, acumulando 46.3% en los últimos 12 meses. Las mayores alzas fueron en prendas de vestir y calzado (+6.0%), y transportes (+4.7%). Los componentes de la canasta que menos subieron fueron recreación y cultura (+1.5%) y comunicación (+0.5%).
    - El gobierno sigue recurriendo a pisar el tipo de cambio nominal como principal herramienta anti inflacionaria. En segunda medida, se recurre a pisar tarifas (la única excepción es combustible) y también las paritarias salariales, aunque prácticamente todos los sindicatos han contemplado una instancia de revisión de los acuerdos a partir de julio y con la cercanía de las elecciones seguramente se reabran las discusiones.
    - El BCRA mantiene una política de tasa de interés real negativa. Al no subir la tasa frente al repique de inflación desde comienzo del año, privilegia un estímulo a la alicaída economía frente a la aceleración de la inflación. Las tasas de Leliq y los pisos de tasa para depósitos a plazo en los bancos se mantienen sin cambios desde hace varios meses.
    - **Subimos la proyección de inflación minorista a 46% para el año completo. Mantenemos sin cambios las previsiones de dólar oficial a fin de año en 120 pesos y una brecha cercana al 80% para diciembre con el dólar paralelo en 220 pesos.**
  - **Actividad**
    - El último informe mensual de actividad económica (EMAE) que publicó el INDEC corresponde al mes de Marzo. Se observa una tímida caída frente al mes anterior de 0.2 por ciento con ajuste estacional, y un rebote de 11.4% frente al mismo mes del año pasado cuando ya la vara comenzaba a mostrarse muy baja por el comienzo del aislamiento social. Como viene ocurriendo desde hace meses, las ramas con mayor contribución positiva fueron construcción, industria manufacturera y pesca. En las antípodas, Hoteles y restaurantes son la rama más golpeada por caída de actividad.
    - En lo que refiere a performance de la industria, el dato del IPI que publicó INDEC para el mes de Marzo muestra un crecimiento mensual de 0.7% y de 32.8% en la comparación interanual. En esta última medida interanual se destaca el crecimiento en Otros equipos, aparatos e

instrumentos, Automotores y otros equipos de transporte, Productos de metal, maquinaria y equipo y Textiles, prendas de vestir, cuero y calzado. En todos los casos, la comparación con Marzo 2020 ya se encuentra afectada por el comienzo del aislamiento social a mediados del mes de marzo del año pasado.

- En el plano de la construcción, en el mes de Marzo se observa una caída mensual con ajuste estacional de 0.5%, mientras que el sector se ubicó 97.6% por encima del mismo mes de 2020, siempre explicado por una muy baja base de comparación el año pasado.

- Compartimos proyecciones actualizadas:

<b>Proyecciones</b>	2017	2018	2019	2020 E	2021 E
Inflación Nacional (variación anual, dic.)	24,8%	47,6%	55,0%	33,0%	46,0%
Tipo de cambio \$/US\$ (fin dic)	18,8	37,8	59,9	85,0	120,0
Tipo de cambio informal	19,3	40,3	76,8	160,0	220,0
Brecha	2,7%	6,5%	28,1%	88,2%	83,3%
Reservas internacionales brutas (dic, en miles de M de US\$)	55,1	65,8	44,8	38,0	43,0
Tasa de política monetaria (dic.)	28,75%	59,3%	55,0%	38,0%	41,0%
Tasa Badlar bancos privados (dic.)	23,3%	48,6%	42,1%	33,0%	36,0%
PBI real (variación anual)	2,7%	-2,5%	-2,8%	-10,5%	6,0%
Consumo privado (variación anual)	4,0%	-2,4%	-6,5%	-14,0%	5,0%
Inversión (variación anual)	12,2%	-5,7%	-15,0%	-11,0%	2,0%
Desempleo (promedio anual, nueva metodología INDEC)	10,5%	9,2%	10,4%	14,0%	13,5%
Superávit primario (excl. rentas, % del PBI)	-4,2%	-2,6%	-1,0%	-6,0%	-4,0%
EMBI Global Argentina (spread en %, dic)	351	817	2000	1300	1200
Deuda pública neta (% del PBI)	27,8%	42,2%	45,8%	55,0%	51,0%
Exportaciones de bienes (miles de M de US\$, FOB)	58,6	61,6	64,2	52,0	60,0
Importaciones de bienes (miles de M de US\$, CIF)	66,9	65,4	51,8	40,0	51,0
Balance comercial (miles de M de US\$)	-8,3	-3,8	12,4	12,0	9,0
Cuenta corriente (% del PBI)	-4,9%	-5,3%	-1,0%	0,0%	0,3%