

Argentina: Reporte Mensual SBS

Estimulada por financiamiento, amenazada por la política

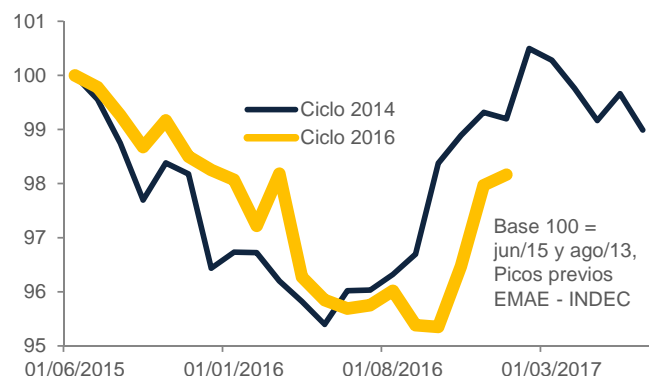
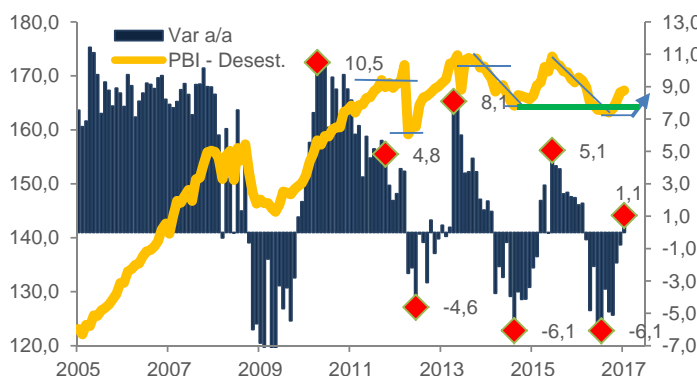
El lastre político nuevamente. Luego de un buen comienzo de año y fortalecido financieramente por un blanqueo exitoso, el gobierno nuevamente enfrenta un delicado escenario político. Potenciales conflictos de intereses y algunos errores políticos no forzados parecieron potenciar cierta desilusión con la recuperación económica en marcha. Encuestas recientes confirman no sólo una caída en la popularidad del Presidente Macri, sino también una mayor desesperanza sobre la perspectiva económica. El gobierno todavía cuenta con algunas ventajas, como ser amplio financiamiento para mantener una política expansiva, los beneficios de la desaceleración inflacionaria en curso, y el empuje de algunos sectores privilegiados. También sigue enfrentando una oposición muy dividida, lo que permite mantener viva la posibilidad de continuidad política por unos años más. Sin embargo, la mayor incertidumbre política muy probablemente haga inclinar las medidas económicas al cortoplacismo electoral, relegando la agenda de mediano plazo y haciendo más vulnerable la trayectoria de los meses venideros.

Actividad. El 4T16 reportó una recuperación firme aunque muy heterogénea. Es todavía esperable que el 2017 muestre un crecimiento de casi 3%, a medida que la desaceleración de precios se confirme mayor a la de los salarios, se ejecute el aumento programado del gasto de pensiones y de obra pública, y comience o se extienda el mayor gasto de inversión en sectores como el agro y la energía. La recuperación gradual de la economía Brasileña constituye otro empuje adicional. Una suba más marcada en las tasas internacionales o una creciente incertidumbre política son los principales peligros de corto plazo. Una tímida mejoría de la inversión, sigue siendo el mayor desafío de largo plazo.

Moneda e Inflación. Después de obtener un notable logro desinflacionario hacia fines del año pasado, el BCRA disfruta de muy poco espacio para bajar la guardia, muy probablemente manteniendo tasas altas en el futuro cercano. De todas maneras, el logro de las metas oficiales va a seguir parcialmente boicoteado por los ajustes tarifarios y una política fiscal expansiva, manteniendo la inflación cercana al 20% anualizada que se registró en 4T16. Asimismo, la combinación actual de políticas es probable que exacerbe el sesgo cambiario actual, con un ARS/USD que se deprecia menos que la inflación, excluyendo posibles disrupciones en el mercado internacional o ruido político local.

Fisco y Financiamiento. Beneficiado por el blanqueo, el financiamiento ha dejado de ser una fuente de riesgo para 2017. Ello permitiría eventualmente retrasar aún más ciertos ajustes inicialmente pactados para la primer mitad del año. El compromiso oficial continúa siendo un déficit primario 4,2% del PBI para 2017, pero desvíos son esperables. Como señalamos, la actual trayectoria fiscal anticipa una relación deuda producto de más del 37% hacia fin de mandato, en 2019, todavía manejable desde la perspectiva regional, pero sin espacio para evitar mayores esfuerzos a partir del 2018.

	2016	2017	2018
Actividad Económica			
PBI Real (% A/A)	-2,4	2,9	2,3
PBI Nominal (% A/A)	36,4	24,9	17,4
PBI Nominal (ARS MM)	7.988	9.968	11.703
PBI en USD (MM)	541,2	600,0	613,8
Inflación			
Inflación GBA INDEC (% dic/dic)	39,6	20,1	14,6
(% prom)	40,4	24,7	16,5
Inflación CABA (% dic/dic)	41,0	21,2	14,6
(% prom)	41,4	26,4	16,5
Mercado Monetario			
Tasa Pase 7 Días (%dic)	24,8	22,8	18,0
Lebacs 35 días (%.dic)	24,8	20,8	15,5
Badlar Privada (%.dic)	20,1	17,0	13,7
Base Monetaria (% dic/dic)	26,2	25,4	22,7
M2 Privado (% dic/dic)	23,2	26,9	20,4
Crédito Priv. en ARS (% dic/dic)	16,2	32,2	21,7
Mercado Cambiario			
ARS/USD (dic prom)	15,8	17,7	20,0
ARS/USD (prom)	14,8	16,6	19,0
TC Real (1=dic/01)	1,04	0,98	0,98
Cuentas Externas			
Saldo Comercial (USD MM)	2,2	0,9	0,3
Exportaciones (USD MM)	57,8	61,4	65,2
Importaciones (USD MM)	55,5	60,5	64,9
Cuenta corriente (USD MM)	-13,8	-16,2	-17,0
(% PBI)	-2,6	-2,7	-2,8
Reservas internacionales(USD MM)	38,8	46,6	47,4
Sector Público			
Res. Primario sin Rentas (ARS MM)	-380,0	-489,8	-563,4
(% PBI)	-4,8	-4,9	-4,8
Res. Financiero (% PBI)	-4,9	-4,6	-4,5
Deuda pública total (USD MM)	262,0	294,4	330,0
(% PBI)	51,9	52,4	56,3
D. con S.Privado + IFIs (USD MM)	123,3	151,9	180,3
(% PBI)	24,4	27,0	30,8
Stock Lebacs (ARS MM, fin p.)	650,0	980,4	1250,4
(% PBI)	8,2	9,8	10,7



El lastre político amenaza nuevamente

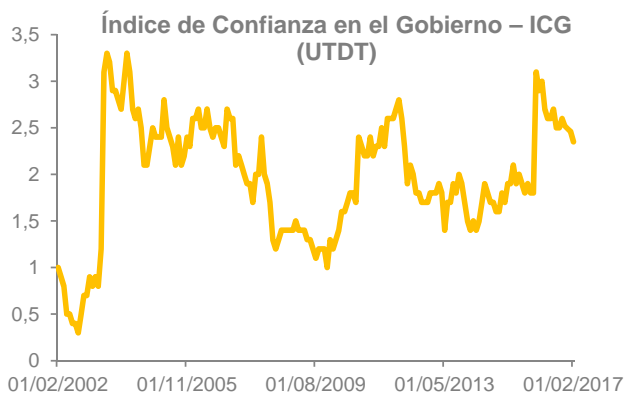
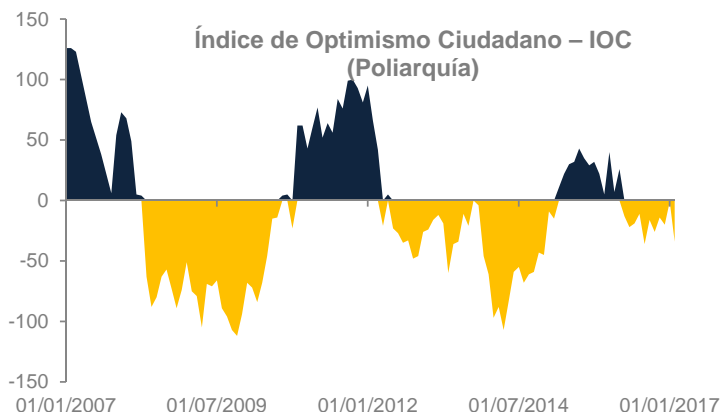
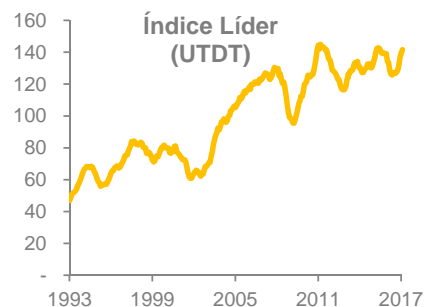
Transcurrido poco más de un año desde el inicio de la nueva administración, el 2017 todavía no muestra un horizonte despejado para la economía y la política. Por un lado se nota la aparición de los primeros brotes verdes en la economía, y es consenso la expectativa de un crecimiento razonable este año al menos. Por otro, se ven las primeras señales de fatiga social. La recesión del 2016 y la lenta y heterogénea recuperación han velado los beneficios de la política de normalización económica que encaró el gobierno. Y el oportunismo político de la oposición, sumado algunos errores no forzados del gobierno, han colaborado en constituir un contexto político frágil, o un desafío importante en un año eminentemente electoral.

Como comentamos en nuestro reporte anterior, el éxito del blanqueo y una buena respuesta al principio de rebelión fiscal que intentó ser el nuevo proyecto del impuesto sobre las ganancias, devolvieron nuevamente la iniciativa política al gobierno hacia principio de año, augurando un buen 2017. Esa situación, sin embargo, pareció cambiar en las últimas semanas. Un primer detonante del aparente cambio de humor social fue la revelación de un acuerdo indemnizatorio entre el Correo Argentino (propiedad de la familia del Presidente) y el gobierno nacional, terminando 12 años de inacción política y legal. Aunque el acuerdo pareciera estar encuadrado en la normativa correspondiente, la oposición denunció al Presidente y aprovechó para despertar el estigma siempre latente de los conflictos de intereses que un gobierno de ex directivos privados enfrenta día a día. Después de una semana de críticas crecientes por falta de transparencia, el Presidente Macri anunció que el acuerdo se anulaba y otorgó amplios poderes a los organismos auditores para encontrar una solución satisfactoria para todos. Esto no evitó, sin embargo, cierto daño político, evidenciado por las encuestas de opinión.

Simultáneamente, el gobierno sufrió otro traspie político cuando se conoció que había redondeado las cifras del cálculo de reparación histórica para los jubilados, restando unos pocos pesos a la percepción de cada jubilado (un 4% de la jubilación en promedio aunque hay demandas por hasta 40% de corrección), que aplicado a casi 6 millones de jubilados significaba un ahorro no despreciable para el fisco nacional. Nuevamente, las autoridades admitieron el error y ordenaron rehacer el cálculo siguiendo estrictamente la legislación.

Mostrando un entrenado olfato político, la reacción de la oposición no se hizo esperar. Los partidos opositores criticaron la aparente falta de moral del gobierno para discutir la corrupción en el período precedente, sin negar la evidencia creciente de una monumental malversación de los fondos públicos en la década pasada. Los sindicatos llamaron a una marcha general y amenazaron con una huelga nacional en contra del ajuste económico, la caída del empleo, o la creciente penetración de las importaciones, a pesar que la caída de subsidios se ha compensado plenamente con mayor gasto público, el empleo muestra señales de recuperación, y la importaciones prácticamente no han aumentado a pesar de la creciente apreciación real del peso. Y los maestros retrasaron el comienzo de las clases exigiendo aumentos salariales muy por encima de la inflación objetivo.

Casi conformando las razones para cierta insatisfacción política, el mes de marzo comenzó con un repunte en la suba de precios y malos datos de pobreza. Primero fue el organismo oficial de estadística INDEC reportando un 2,5% de inflación para febrero, muy superior al 1,3% de enero y al promedio de 1,7% de 4Q16, pero mayormente explicado por un nuevo ajuste en el precio de la energía. Luego fue el Observatorio de la Deuda Social Argentina (ODSA), que depende de la Universidad Católica Argentina (UCA),



...afectando la confianza del consumidor

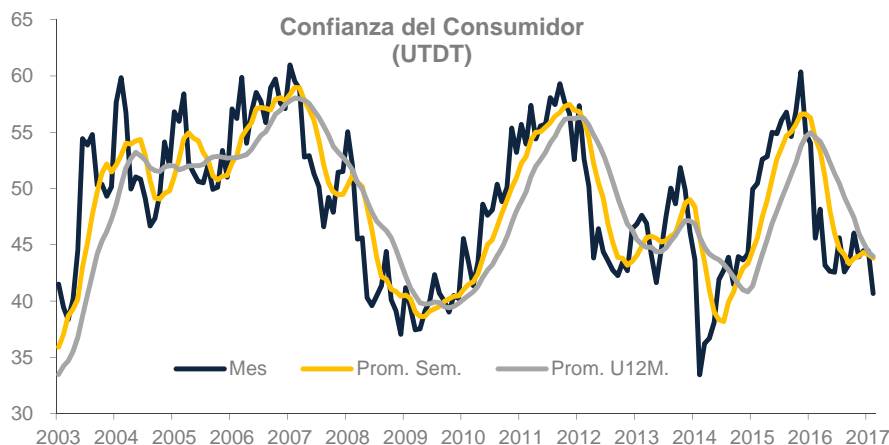
reconociendo que los datos de 3Q16 muestran un aumento en el número de pobres de 1,5 millones desde fines del año 2015, ubicando el índice de pobreza en 32,2% (29% en 4Q15). Justo es reconocer que el índice calculado por ODSA mostró una mejora marginal comparada con el trimestre previo, que había reportado un pico de 32,9% en 2Q16, y es muy probable que haya mejorado sustancialmente en 4Q16 con la recuperación observada de la actividad y la desaceleración marcada de la inflación.

Un escenario político con un resultado más incierto que meses atrás para las próximas elecciones implicará mayor riesgo y volatilidad para la economía y los activos domésticos. La reciente caída de la imagen Presidencial junto al deterioro de las perspectivas futuras de la población reduce el espacio del gobierno para avanzar y profundizar con las políticas de normalización. El escalamiento del ajuste tarifario en el gas, recientemente anunciado, es una evidencia perfecta de la disyuntiva actual. La moderación adicional de la reducción del gasto público es otra, aunque el gobierno confirmó su compromiso de déficit primario de 4,2% del PBI para el año.

Días atrás, el Ministro de Economía Nicolas Dujovne sentenció que la recesión económica había quedado atrás. El buen nivel de actividad del 4Q16 más la suba esperada del ingreso real ayudada por el gasto fiscal y la caída de la inflación debiera confirmar esa expectativa. A pesar de ello, las últimas encuestas de Poliarquia, Aresco, e Isonomia mostraron que entre diciembre y febrero no sólo cayó la popularidad del Presidente Macri, sino que también empeoraron las expectativas económicas: los que pensaban que en un año iban a estar mejor pasaron de 55% a 49%, mientras que los que esperaban un empeoramiento de la economía subieron de 28% a 31%

El gobierno todavía cuenta con algunas ventajas en los meses previos a las elecciones parlamentarias. Primero, tiene resuelto el financiamiento del año, permitiéndole seguir con una política fiscal relativamente expansiva. Segundo, ha mostrado fuerte convicción para seguir bajando la inflación, que es esperable siga desacelerándose aunque a un ritmo mucho más moderado que los últimos meses. Tercero, los ajustes salariales le están ganando a la inflación por venir, condicionando el grado de deceleración inflacionaria pero sin poner a riesgo los logros alcanzados, y asegurando un impacto positivo adicional sobre el ingreso agregado. Cuarto, la oposición política sigue muy dividida, con Cristina Fernandez de Kirchner todavía mostrando bastante apoyo popular pero un mayor rechazo electoral, y Sergio Massa aún sufriendo el costo político que le representó sumarse a la oposición Kirchnerista para impulsar una reforma impositiva que terminó siendo hábilmente rechazada y modificada por el gobierno nacional.

En el contexto descrito, es probable que la necesidad política de un triunfo electoral en octubre próximo comience a primar sobre la agenda económica de mediano y largo plazo. Esto va a hacer a la política económica más corto-placista, probablemente dándole al escenario 2017 un sesgo de más crecimiento y más inflación que el pensado originariamente, pero manteniendo por ahora viva la posibilidad de sostener el cambio político por unos años más. Lamentablemente, como discutimos en nuestro primer reporte, este esquema de política económica conlleva una mayor apreciación real del tipo de cambio, contrabalanceando en parte la perspectiva de una recuperación rápida del empleo, y estableciendo un delicado balance económico-político camino a las elecciones de medio término.



Saliendo de la recesión

De acuerdo a información preliminar de enero y febrero último, el nivel de actividad experimentaría un segundo trimestre de crecimiento consecutivo, técnicamente saliendo de la recesión. Sin embargo, esta recuperación se está verificando a un ritmo moderado y de forma heterogénea, con sectores expandiéndose a una velocidad importante y otros contrayéndose de manera significativa, diluyendo la sensación de dicha mejora.

Según el estimador mensual de actividad económica elaborado por el INDEC, el nivel de producción total registró un crecimiento del 3,7% T/T en 4T16, quebrando cuatro trimestres de caída consecutiva. Específicamente, la información preliminar respecto de enero y febrero, junto al arrastre estadístico que dejó diciembre para el primer trimestre del año, indicarían que la incipiente recuperación iniciada en el 4T16 continuó en el 1T17, con un PBI creciendo a un ritmo promedio entre 3/4% anualizado.

Esta mejora de la actividad económica está siendo motorizada por la política de gobierno de fuerte expansión del gasto público, un repunte de la demanda de inversión que partía de niveles muy bajos y un aumento de la demanda externa, producto de la mayor producción del campo y de un incipiente empuje desde Brasil. Estos tres motores están compensando el amesetamiento del consumo privado observado en los últimos seis meses, que habría dejado de caer recientemente.

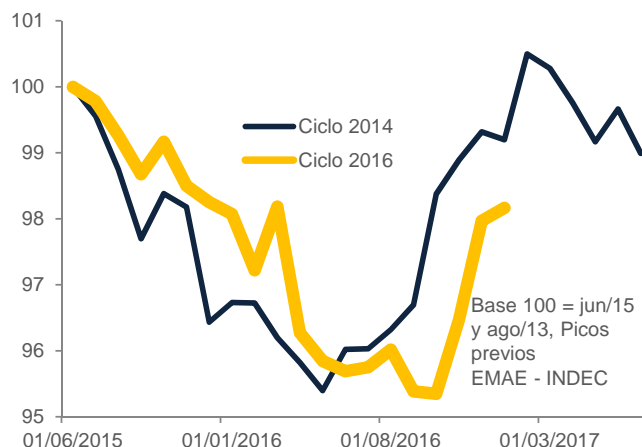
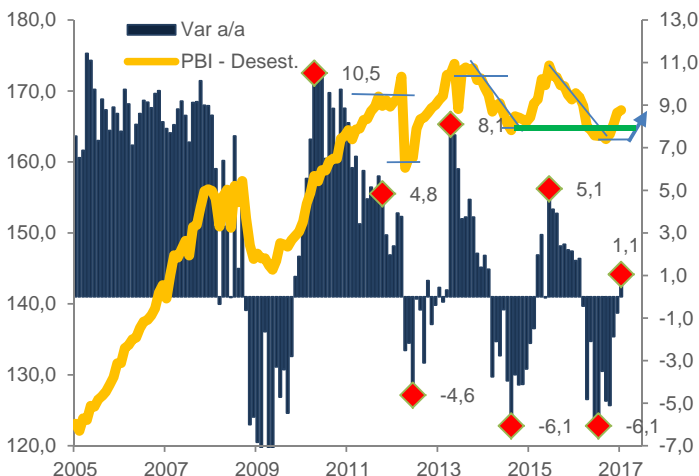
El gasto primario del Sector Público Nacional creció en términos reales 15,7% A/A entre octubre y diciembre de 2016, moderando este ritmo en enero (1,9% A/A). La información preliminar de febrero no estaría mostrando señales de cambio en el sesgo expansivo de la política de gasto público, dado que las erogaciones devengadas de la Administración Nacional aumentaron en términos reales 2,5% A/A.

La demanda de inversión luego de mostrar una fuerte recuperación en el último trimestre de 2016 se habría moderado en el primero de 2017, tanto la de construcción como la de maquinaria y equipo de producción. En el primer bimestre del corriente año, los despachos de cemento crecieron 2,0% T/T, tras experimentar un incremento del 6,9% T/T en el 4T16. La producción de bienes de capital medida a través del índice que elabora FIEL registró una expansión del 2,5% M/M en enero de 2017, prolongando la recuperación que comenzó en el 4T16 (22,2% T/T). El patentamiento de vehículos utilitarios (muchos de ellos destinados al campo) experimentó un crecimiento del 53% A/A en los primeros dos meses del año, registrando una aceleración con relación a la tendencia previa (23,5% A/A en el 4T16). A su vez, las importaciones de bienes de capital se incrementaron 12,1% A/A en enero 2017, tras registrar un crecimiento de 16,3% A/A en el 4T16, y una contracción de 1% A/A en el 3T16.

La demanda de exportaciones de bienes aumentó un 4% A/A en términos de cantidades en enero último, desacelerando su ritmo de expansión respecto del 4T16 (14,6% A/A). El crecimiento de las exportaciones está siendo liderado por las mayores ventas de productos primarios (+14,6% A/A) principalmente por la notable cosecha de trigo (que está creciendo 33% A/A), y por el aumento de las colocaciones de manufacturas de origen industrial (18% A/A) producto, en parte, de la incipiente recuperación de la demanda de Brasil.

El consumo privado, en cambio, se estaría manteniendo relativamente estable desde el cuarto trimestre del año pasado. Las ventas minoristas de CAME se estarían ubicando en el

Fecha datos	INDICADOR	% M/M	% A/A
Dic-16	EMAE	1,6	-0,2
Ene-17	EMI	n,a	-1,1
Ene-17	ISAC	n,a	-2,4
Feb-17	Despachos de Cemento	-8,5	-0,9
Ene-17	Costo de Construcción	2,4	33,1
Dic-16	Ventas Super.	22,1	24,4
Dic-16	Ventas Shoppings	22,10	18,7



El escenario 2017-2019

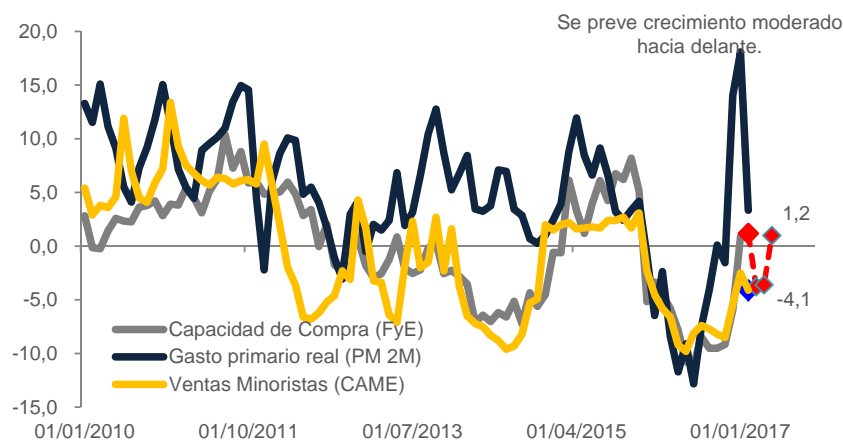
1T17 ligeramente por encima de las registradas en el 4T16, pero situándose todavía un 3,3% por debajo de las verificadas en el primer bimestre de 2016. La facturación de los supermercados exhibió un crecimiento de 1,9% M/M en diciembre, revirtiendo la tendencia contractiva observada en el cuatro y tercer trimestre de 2016 (-2,2% y -3,9% T/T, respectivamente). Una performance similar se pudo observar en las ventas de shopping centers que aumentaron 4,7% M/M en el último mes de 2016 tras registrar una contracción importante en los dos trimestres anteriores (-4,3% y 6,2% T/T, respectivamente). Por último, las ventas de automóviles al mercado interno treparon 22% T/T en el 1T17, tras registrar una expansión del 32% 4T16, revirtiendo la merma observada en el 3T16 (-10,7% T/T).

El amesetamiento del consumo, especialmente de los bienes no durables, obedecería al deterioro observado en la capacidad de compra de las familias. De acuerdo al indicador elaborado por FyEConsult, si bien la capacidad de compra de las familias experimentó un crecimiento del 6,4% T/T en el 1T17, registrando un segundo trimestre de crecimiento consecutivo, todavía la capacidad de compra de las familias se está ubicando casi un 10% por debajo del nivel previo al inicio de la actual administración.

La curva de la recuperación económica iniciada hacia fines de 2016 no está resultando muy diferente a la recuperación observada en el ciclo anterior de 2014. La intensidad y la duración de la caída del nivel de producción verificada en 2016 son relativamente similares. Entre octubre de 2013 y septiembre 2014, el PBI real disminuyó 4,6% en 11 meses, lo que implicó un ritmo de contracción del 5% anualizado, mientras que entre julio 2015 y octubre 2016 el nivel de producción cayó 4,6% en dieciséis meses, lo que significó un ritmo de contracción del 3,5% anualizado, ligeramente inferior al ciclo recesivo anterior.

A pesar de la similitud de la forma de ambas recuperaciones, la mejora del nivel de actividad que se perfila para 2017-2018 debiera ser más sustentable. La recuperación iniciada a fines de 2014 estuvo basada en las políticas de empuje del gobierno, específicamente a través de políticas fiscales, monetarias, cambiarias, y financieras muy expansivas que buscaron estimular el consumo privado y público, maximizando el efecto multiplicador y acelerador de las mismas. Sin embargo, este mix de políticas expansivas se basaba en el uso intensivo de las reservas del Banco Central y la emisión monetaria (debido a la imposibilidad de acceder a financiamiento por el default).

De todos modos, aun cuando la estrategia de recuperación con gradualismo económico actual se presenta más sólida que la anterior, también enfrenta riesgos importantes en el futuro próximo. En primer lugar, un crecimiento económico más basado en inversión y exportaciones que en consumo tiene menos beneficios políticos en el corto plazo. En segundo término, y tal como lo venimos planteando en informes previos, el riesgo de un deterioro importante de las condiciones financieras internacionales que provoque una reducción abrupta y duradera de la disponibilidad de crédito para el país no puede descartarse. El gobierno tiene asegurado el financiamiento de este año, y eso permite aislar temporalmente a la economía del país. Pero el sendero elegido va a seguir demandando financiamiento abultado en los años venideros, estableciendo una gran sensibilidad/vulnerabilidad del ciclo económico local con el global.



Tarifas boicotean la ambición del BC

En enero 2017, la tasa de inflación y su núcleo se situaron en niveles de 1,3% mensual, alcanzando los guarismos más bajos desde que el nuevo INDEC volvió a publicar la serie. A pesar de este avance en el proceso de desinflación, el incremento observado de las presiones inflacionarias de febrero, reportando una suba de 2,5%, junto a la decisión del Gobierno Nacional de impulsar un nuevo round de ajuste de tarifas en el mismo momento de inicio de las negociaciones salariales, llevó al Banco Central a mantener la tasa de interés de Pases a 7 días en 24,75% y a adoptar una actitud de cautela en su política monetaria.

Esta actitud de mayor cautela de la autoridad monetaria también se reflejó en la decisión de no intervenir en el mercado de cambios para imponerle un freno al proceso de apreciación real del peso, que alcanzó el nivel más apreciado desde la salida del cepo. De hecho, el tipo de cambio ya perforó niveles reales previos en los cuales intervino en 2016 el Banco Central para fijarle un límite al “súper-peso”.

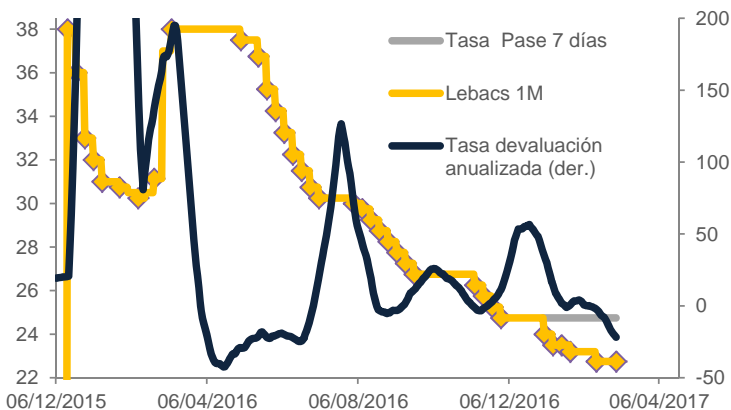
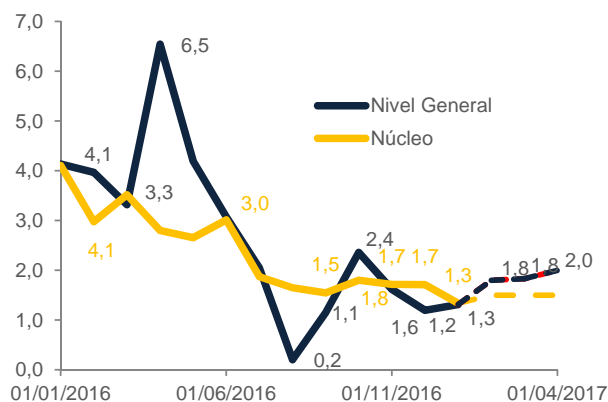
Naturalmente estas decisiones de política monetaria no fueron independientes del cierre de las primeras paritarias y del ajuste de precios regulados previsto para los próximos meses. En particular, el cierre de la paritaria bancaria, que convalidó un incremento salarial de 24,3% para 2017, que se tomará como referencia para las próximas negociaciones, se ubicó en un nivel desafiante para la meta de inflación de 17% del Banco Central.

En marzo y abril es probable que el ajuste tarifario oficial mantenga la tasa de inflación en niveles cercanos al 2% promedio mensual. En la inflación de febrero incidió el ajuste de la tarifa de luz (que agregará 0,2/0,3 puntos porcentuales a la inflación del mes), el alza en las prepagas del 6% (0,2 p.p.), el aumento de cigarrillos (0,05 p.p.), y las subas (proporcionales) de combustibles (menos de 0,07 p.p.), peajes y celulares, entre otros. El incremento de los precios en febrero no fue mayor debido al impacto de la política de “Precios Transparentes”, cuya incidencia estimamos en aproximadamente 0,3 p.p. menos de inflación.

Para marzo, nuestra primera estimación se ubica en torno al 2,0% mensual dado que se esperan subas de colegios privados, cuyo efecto podría ser considerable, como también de agua (no definitivo), peajes y telefonía (proporcional). Y para abril proyectamos un alza de precios de 2,0/2,3%, porcentaje que dependerá crucialmente de las decisiones de política de precios regulados (y subsidios) que adopte el Gobierno (y si se implementa algún programa adicional tipo “precios transparentes”). Puntualmente, estará incidiendo la suba de gas (ya se convocó audiencias públicas), un impacto menor del aumento de colegios privados, la probable suba de las naftas (según el cronograma acordado entre el Gobierno y el sector) y un posible ajuste en transporte, aunque bien pudiera retrasarse.

En este marco y en la medida en que no se produzca algún evento inesperado, todo parecería indicar que el margen que tendrá el Banco Central para adoptar una política monetaria o cambiaría más laxa será prácticamente nulo. Por ende, es probable que la autoridad monetaria mantenga la tasa de interés de Pase a 7 días en 24,75% hasta fines de abril, y que de persistir las fuertes ventas de divisas del sector público, veamos un tipo de cambio real más apreciado en los próximos meses. Un incremento significativo del ruido político interno sería el principal riesgo en este escenario.

Fecha datos	INDICADOR		% M/M	% A/A
Monetarios				
Feb-17	BM (ARS M)	829.893	1,6	41,9
Feb-17	M2 (ARS M)	1.239.186	-2,9	26,2
Feb-17	Stock Lebacs (ARS M)	582.576	-2,1	45,0
Feb-17	Prestamos Priv.	1.089.696	1,8	33,9
	Prendarios	58.688	3,8	48,6
	Personales	233.836	3,7	41,8
	Tarjetas de Crédito	240.717	0,6	28,5
	Hipotecarios	65.507	2,2	16,4
	Depósitos Priv.	1.487.9918	0,4	39,3
	CC	267.044	-2,5	24,7
	Caja de Ahorro	573.197	-0,1	97,3
	A plazo	606.870	2,2	14,1
	En USD	22.960	0,9	100,7
Feb-17	Inflación		2,5	
	Alimentos y bebidas		1,9	
	Indumentaria		-0,5	
	Vivienda y serv. Básicos		8,4	
	Equipamiento y mant. del hogar		0,4	
	Atención médica y gasto en salud		3,3	
	Transporte y comunic.		2,3	
	Esparcimiento		-0,2	
	Educación		4,0	
	Otros		3,8	



El financiamiento externo no se detiene

A pesar de la creciente incertidumbre externa luego de las elecciones americanas de Noviembre, el continuo ingreso de flujos financieros al país junto al notable éxito del blanqueo de capitales y las fuertes colocaciones de deuda tanto del sector corporativo como del sector público (Nacional y Provincial) descomprimieron las necesidades de financiamiento del país (sector Privado y Público), aunque a costa de generar una mayor presión vendedora sobre el mercado de cambios.

En efecto, las colocaciones de deuda corporativas y provinciales totalizaron USD 5.413 M hasta la primera semana de marzo, a un ritmo de USD 85 M diarios, lo cual implicó un fuerte incremento respecto del ritmo observado en 2016 (USD 38 M diarios). Por su parte, las colocaciones de deuda del Sector Público Nacional sumaron USD 9.272 M en 2017, cifra que se elevaría a USD 15.272 M incluyendo la operación de repo con bancos internacionales.

Este boom de ingreso de capitales, al momento, tuvo dos efectos. En primer lugar, produjo un fuerte incremento del stock de reservas del Banco Central, que aumentó de USD 38.772 M a USD 51.647 M entre fines de 2016 y el 10 de marzo último, alcanzando el nivel más elevado desde agosto de 2011. Este aumento refleja una mayor tenencia de activos del sector privado y público que tiene como contrapartida pasivos del sector financiero, incluido el propio Banco Central. En segundo término, esta avalancha de fondos externos provocó una marcada presión vendedora sobre el mercado de cambios local, generando una apreciación del Tipo de Cambio Real, el cual alcanzó los niveles más apreciados de la administración actual.

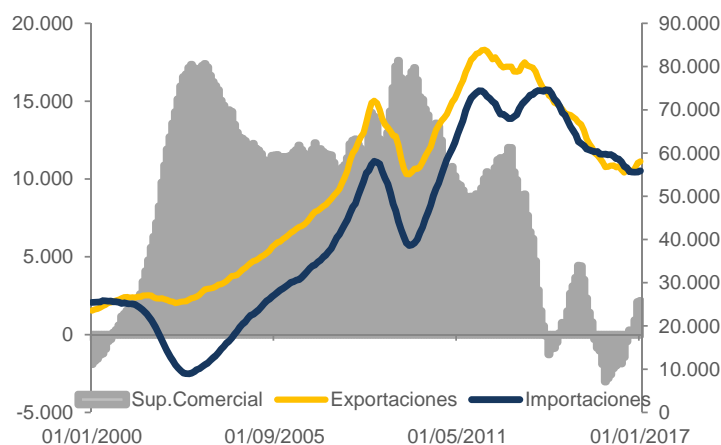
De todas maneras, cabe esperar que una parte del fuerte incremento del stock de reservas del BCRA sea transitorio. En el caso de las colocaciones privadas, que fueron realizadas mayormente por empresas de servicios públicos y entidades financieras, es probable que estén anticipando decisiones de inversión en los sectores que, como venimos anticipando, enfrentan un escenario más favorable gracias a las decisiones de política económica adoptadas por el Gobierno. En cambio, en el caso de las colocaciones públicas, especialmente las provinciales, es probable que la propensión a invertir resulte menor y una porción mayor de tales dólares se traduzca en una expansión del gasto de consumo.

De este modo, la dinámica de la cuenta capital y financiera continuará determinando el comportamiento de las cuentas comerciales. Por ello es muy probable que se vea un deterioro de la cuenta corriente, que según nuestras estimaciones elevaría el déficit marginalmente de 2,6% a 2,7% del PBI entre 2016 y 2017. Sin embargo, tal deterioro no esperamos que resulte muy significativo debido al aumento esperado de las exportaciones producto de la buena performance del campo (y, en menor medida, a la probable recuperación de la economía de Brasil), y a que entendemos que el Gobierno mantendrá cierto gradualismo en su política de apertura comercial.

Fecha datos	INDICADOR		% M/M	% A/A
Ene-17	Impo. (USD MN)	4.340	-4,1	7,1
Ene-17	Expo (USD MN)	4.234	-7,7	9,3
Ene-17	Saldo (USD MN)	-106	-273,8	-40,1
Feb-17	RRII (USD MN)	50.608	7,9	78,2
Feb-17	RRII NETAS* (USD MN)	16.040	22,5	47,90

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

Saldo Comercial - USD BN



Balanza de Pagos	2015	2016	2017
2015-2017 USD MN			
Cuenta Corriente	-16.805	-14.154	-16.179
(% PBI)	-2,7	-2,6	-2,7
Balanza Comercial	-3.008	2.092	879
Export.	56.780	57.700	61.415
Import	59.788	55.608	60.536
Rentas y otros	-13.797	-16.246	-17.058
Cuenta Capital y Financiera	10.925	27.363	23.992
Stock Reservas Internacionales	-5.880	13.209	7.813
Variación Reservas Internacionales	25.563	38.772	46.585

Gradualismo fiscal gradualizado

El flamante Ministro de Hacienda anunció un nuevo Programa Fiscal que incluye metas de reducción del déficit primario hasta 2019, con el objetivo de recuperar la credibilidad, reducir el costo de financiamiento local, e impulsar la inversión privada. En función de ello, el Plan Fiscal prevé una reducción del déficit primario que bajo la nueva metodología pasaría del 4,4% estimado para 2016 a 4,2% del PBI para 2017, 3,2% en 2018 y 2,2% en 2019. Tales metas incluirán pautas fiscales trimestrales indicativas para cada año. Según el Ministro, el nivel de déficit previsto a alcanzar en 2019 "permitiría ir estabilizando" el ratio deuda / producto.

Este sendero de reducción del déficit fiscal se prevé lograr mediante una caída del gasto primario en términos del PBI a través de dos mecanismos. Por un lado, mediante una licuación vía el propio crecimiento de la economía, previsto en 3,5% anual para 2017-2019. Y, por el otro, a través de una nueva regla fiscal (informal) que establecerá que el gasto primario no podrá crecer en términos reales.

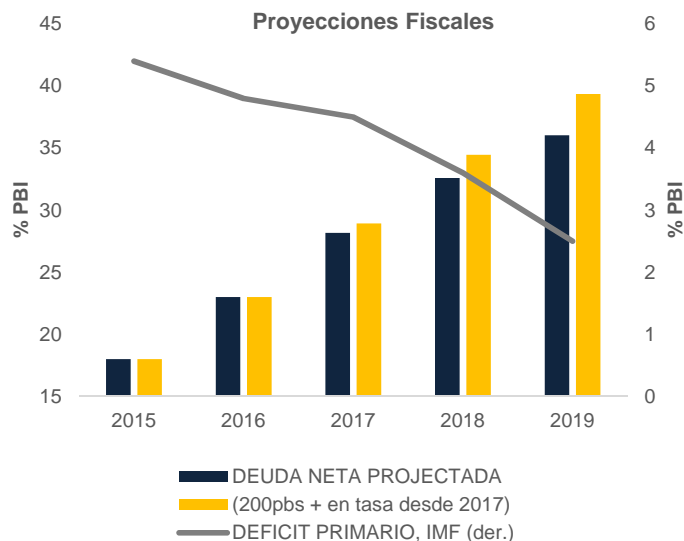
De acuerdo a la nueva Metodología Fiscal, el déficit fiscal primario se calculará como la diferencia entre los ingresos y el gasto primario. Los ingresos ahora incluirán las rentas percibidas por las Agencias del sector público por su tenencia de activos del sector privado (que con la metodología 2016 se excluían y que con la metodología hasta 2015 se incluían junto a las rentas que se percibían de las tenencias de rentas por títulos públicos en poder de las Agencias Públicas, como también las rentas del Banco Central). Por su parte, el déficit financiero se calculará como la suma entre el déficit primario más los intereses pagados al sector privado (con la metodologías anteriores, también se computaban los intereses pagados entre las diversas Agencias Públicas). Así, las rentas del Banco Central quedarán totalmente excluidas de las cuentas públicas.

Estos anuncios del Gobierno implican un avance y una señal de mayor compromiso público, vuelven a imponerle un rumbo fiscal a la economía Argentina, que se había perdido en septiembre del año pasado. Sin embargo, el prontuario argentino, exigiría un comportamiento fiscal estricto acompañado de una hiper-transparencia fiscal que todavía no se percibe. Tomando en conjunto el fuerte crecimiento del gasto primario observado en enero, la liviandad de las metas fiscales trimestrales y la continuidad del gradualismo fiscal, el gobierno pone a prueba la robustez de su credibilidad fiscal.

En tal sentido, en el primer mes de ejecución del Programa Fiscal 2017 el gasto primario creció 37,9% A/A. Además, este crecimiento del gasto se verificó con la obra pública aumentando apenas 14,1% A/A, el gasto en subsidios económicos cayendo 6,7% A/A (energía y transporte) y luego de haber adelantado erogaciones en diciembre (que creció 84,5% A/A con el objetivo de limpiar el gasto del ejercicio 2017). Esto muestra que si la obra pública comenzara a crecer en "serio", el ahorro en subsidios económicos fuera menor y no se hubieran adelantado erogaciones, el gasto público estaría creciendo a tasas todavía más elevadas.

Fecha datos	INDICADOR	MM ARS	%M/M	%A/A
Ene-17	Ingresos % PBI	170,3 2,08	27,2	40,0
	Gastos % PBI	166,6 2,03	-43,6	37,9
	Rdo. Primario % PBI	3,6 0,04	-106,1	384,3
	Rdo. Financiero % PBI	-5,6 -0,1	-93,44	521,6

Sector Público Nacional	2015 %PBI	2016 %PBI	2017 %PBI
Ingresos Totales	20,4%	20,2%	20,1%
Ingresos tributarios	19,3%	19,2%	19,1%
Resto 1/	1,1%	1,0%	1,0%
Gasto Primario	24,4%	24,7%	25,0%
Salarios	4,2%	4,1%	4,2%
Bienes y Servicios y otros	1,7%	2,0%	2,2%
Jubilaciones	9,2%	9,2%	10,2%
Subsidios	5,5%	6,3%	5,2%
Provincias	0,5%	1,0%	1,1%
Obra pública	2,7%	2,3%	2,4%
Resultado Primario	-4,0%	-4,5%	-4,9%
Intereses	2,1%	2,3%	2,6%
Rentas (BCRA y Anses)	2,2%	2,3%	2,3%
Res.Fiscal	-3,9%	-4,6%	-5,2%



Gradualismo y política de pre-financiamiento

Además, las metas trimestrales hasta septiembre lucen relativamente fáciles de cumplir. Estacionalmente, la mayor parte del déficit primario se concentra en el último trimestre del año y, más específicamente, en diciembre (40% del déficit en el 4T en los últimos 3 años). Las metas para 2017, en cambio, prevén que el 75% del déficit se concentre entre enero y septiembre. De forma implícita, el Gobierno habría relajado las metas de los primeros tres trimestres del año, dejando un eventual ajuste fiscal para después de las elecciones.

Del mismo modo, al momento, las metas fiscales anunciadas no incluyen ningún tipo de penalidad ni marco legal que implique algún compromiso relativamente firme. Sólo anuncios del Ministro y sin la presencia de otras autoridades del Gabinete. A modo de comparación, en Brasil, el reciente compromiso fiscal se impulsó vía una enmienda Constitucional.

Finalmente, el Gobierno ha decidido reafirmar la estrategia de gradualismo fiscal al establecer un objetivo de reducción del déficit primario a niveles de 2,2% del PBI en 2016, levemente por encima de aquel valor que mantendría constante el ratio deuda pública/producto, según el propio Ministro. La continuidad de una estrategia basada en un incremento del nivel de endeudamiento, implica mantener en el tiempo una política económica que asume riesgos financieros no menores ante un eventual deterioro del escenario internacional.

De todos modos, el contexto financiero luce favorable, con disponibilidad de financiamiento relativamente abundante. En el escenario más probable, el Gobierno no debería tener mayores problemas para financiar el 2017. En tal sentido, el éxito del blanqueo y la política de prefinanciamiento impulsada han contribuido a reducir el riesgo de iliquidez de manera importante en el corto plazo y han mejorado la base inversora de la deuda pública de Argentina. Con objetivo de maximizar el pre-financiamiento requerido para cubrir sus compromisos del año (déficit primario más servicios de deuda), el Tesoro obtuvo financiamiento por USD 19,8 MM en los primeros dos meses del año, completando así casi el 50% del monto planeado a obtener en 2017 en los mercados voluntarios de deuda local e internacional. Según el Programa Financiero oficial restarían USD 3,0 MM para el mercado internacional y USD 11,7 MM en el mercado interno.

Si bien esta política de financiamiento activa ha permitido una reducción notable de cualquier riesgo de iliquidez, a punto tal que el problema de financiamiento ya no forma parte de la agenda económica “mediática” local, también es cierto que no ha sido neutral sobre el mercado cambiario y de bonos local. Aunque los títulos argentinos acompañaron la buena performance de los bonos de la región hasta principios de marzo, la prima de riesgo país implícita en los títulos domésticos aumentó marginalmente con relación al promedio de los países emergentes (22 puntos básicos, según el índice EMBI del JP Morgan) y, en particular, con relación a Brasil (45 puntos básicos). Esto estaría revelando que la expansión relativa de la oferta de bonos argentinos ha tenido algún impacto en su mercado.

USOS (USD M)	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
Banco Central	-10.838	-8.400
Acuerdo hold-outs	10.600	
Otros (diferencia no explicada)	18.347	
Necesidades de Financiamiento:	58.145	40.350

FUENTES (USD M)	2016	2017
	Estimado	Oficial
Organismos internacionales y bilaterales	3.000	3.850
Entes Públicos	7.500	2.000
Refinanciación Letes	7.645	4.500
Facilidad Privada con Bancos (repo)	0	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 Hold-outs	12.400	10.000
Fuentes de financiamiento:	58.145	40.350



Perspectivas y oportunidades

Como consecuencia de errores no forzados del Gobierno (correo, la actualización fallida de las jubilaciones y pensiones, Avianca, etc.) y la demora de la reactivación económica, el escenario político local se ha enrarecido, la imagen positiva del Presidente se ha deteriorado y la probabilidad de un resultado electoral favorable para el Gobierno en 2017 que le permita reimpulsar la agenda de reformas pendiente se ha reducido. Los tiempos políticos todavía le brindan un margen importante al Gobierno, pero este tiene que enfrentar una coyuntura difícil y aún definir su candidato para las cruciales elecciones de la Provincia de Buenos Aires.

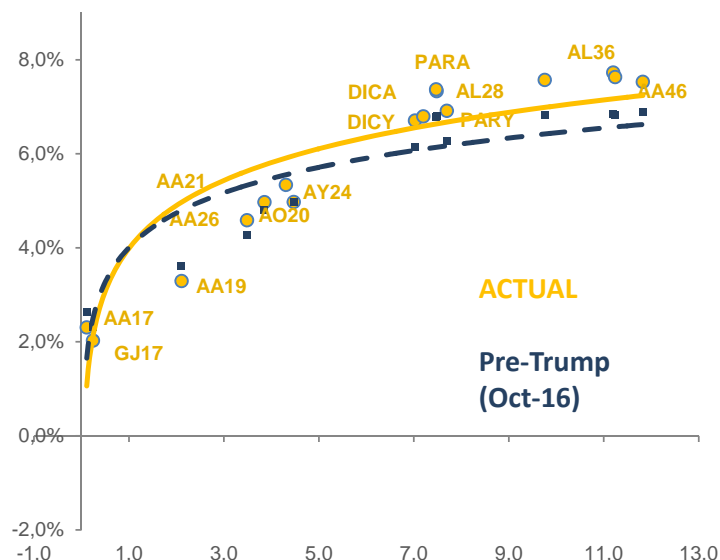
Naturalmente, esta menor probabilidad de triunfo del oficialismo se traducirá en un aumento del riesgo y la volatilidad en la performance económica y de los activos domésticos. Sin embargo, no se espera que el gobierno cambie de rumbo de manera significativa. El mismo ha optado por preservar la agenda económica, que incluye un ajuste de tarifas importante, aunque retrasado y en cuotas. Y no se avizora un conflicto explícito entre el Poder Ejecutivo con el Banco Central sobre el énfasis en seguir buscando una baja de la tasa de inflación, aún a pesar del nivel de la tasa de interés de política monetaria y el tipo de cambio.

De este modo, más allá de que es probable (y hasta entendible) que las metas fiscales resulten difíciles de cumplir (o, en rigor, se logren cumplir con maquillaje contable típico electoral), es dable pensar que algunos lineamientos básicos se mantengan en los próximos meses. Con el cronograma de ajuste de tarifas en marcha, aunque con algunos retrasos, el gasto público primario no debería espiralizarse, con lo cual cabría esperar que el déficit primario no termine ubicándose demasiado lejos de la meta (4,6/5,0% "real" versus 4,2% del PBI). A su vez, con una política monetaria que se mantiene relativamente independiente y enfocada sobre el objetivo de inflación, también es dable pensar que la tasa de inflación no termine desviándose de manera significativa de la meta techo prevista para el año (20% versus 17%, incluso no podría descartarse alguna sorpresa positiva para el gobierno si finalmente se publicara el IPC Nacional, que modera el efecto inflacionario de la suba de tarifas).

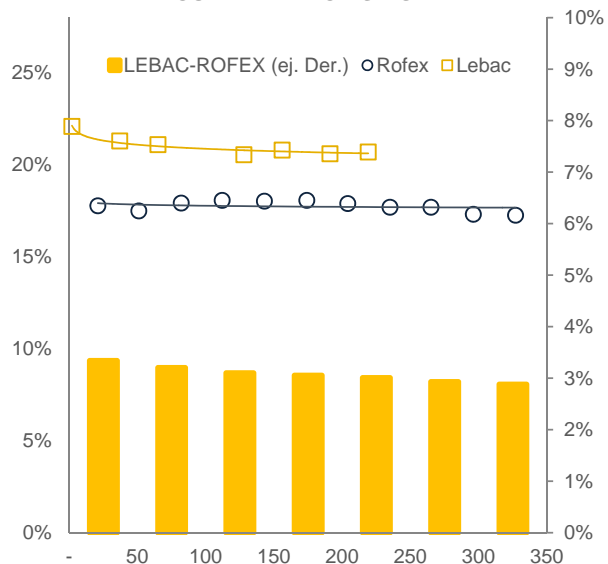
Dado este escenario local, que se perfila volátil, riesgoso e incierto, y frente a un contexto de suba de tasas de interés en EE.UU., entendemos que conviene mantener una posición relativamente conservadora respecto al riesgo argentino, tal como venimos recomendando desde el informe anterior. Dada la relación riesgo/rendimiento, seguimos encontrando mayor valor en el tramo medio de la curva de rendimientos en dólares de Argentina, en la parte corta de la curva de pesos de Lebac, aunque con cobertura activa dado el fuerte peso, y en los títulos ajustados por CER. La preferencia por CER responde más a la expectativa de inflación relativamente alta en los próximos meses que a una tasa real atractiva. Una tasa real rondando 1% para bonos con duración media menor a los 5 años no pareciera ser sustentable en el mediano plazo, pero si razonable mientras la tasa de inflación no encuentre un piso por debajo del actual.

INDICADOR	Dato	% M/M	% A/A
Spreads			
EMBI Arg.	451	4 bps	14 bps
EMBI	332	-4 bps	-107 bps
Mercados			
MERVAL		-2,2	46,2
MSCI EM		-0,4	15,3
MSCI LATAM		-2,3	23,4
Monedas			
ARG/USD	15,53	-0,3	-4,7
BRL/USD	3,15	-1,3	16,2
CLP/USD	666,74	-3,6	2,2
MXN/USD	19,56	3,7	-9,3

CURVA SOBERANOS ARG.



CURVA LEBAC VS ROFEX

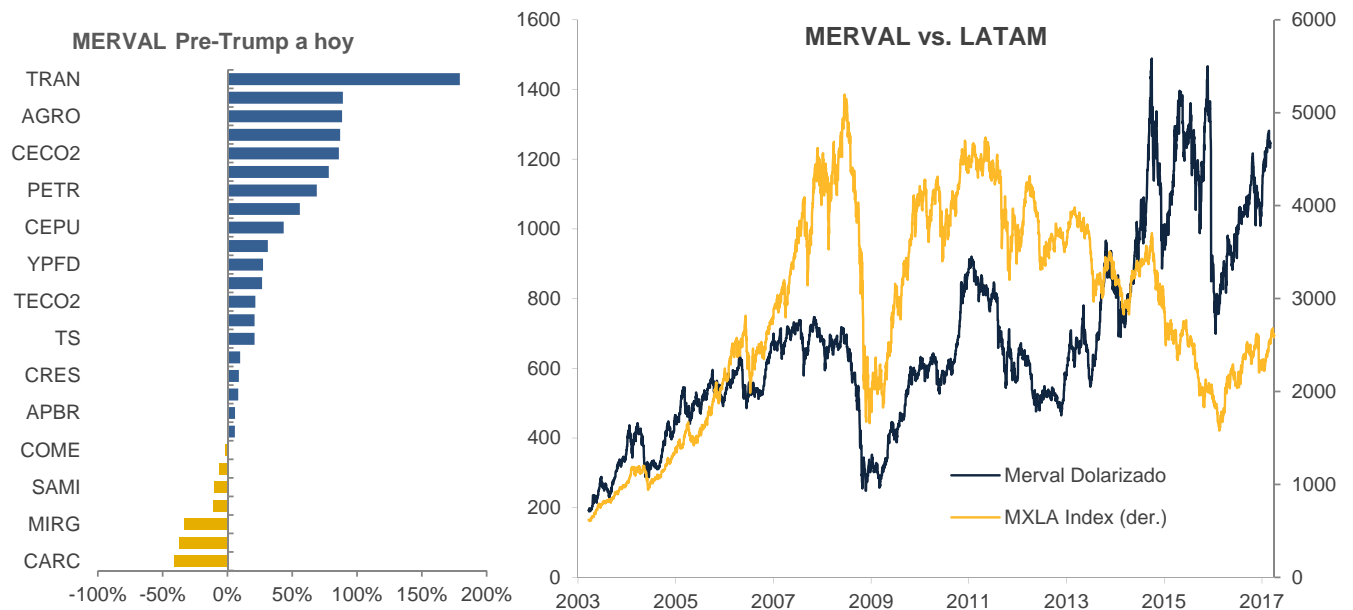


Perspectivas y oportunidades

En acciones, mientras que se van consolidando las señales de recuperación económica, recomendamos selectividad en sectores puntuales (vinculados al campo y a sectores de precios regulados).

En particular, mantenemos una posición constructiva en utilities y bancos. Si bien la posibilidad de un mayor gradualismo en el proceso de ajustes de tarifas ante las necesidades políticas representa un riesgo para las compañías de este sector, consideramos que su normalización es clave dentro de un proceso de crecimiento sustentable. Por todo es esperable que el sendero actual siga sin modificaciones, aunque algo más lento que lo previsto. En este sentido destacamos Pampa, TGS y Transener. Asimismo, las nuevas licitaciones realizadas por el Ministerio de Energía pueden darle un impulso a otros nombres como CEPU, aunque con un riesgo mayor al de los nombres previos.

En segundo lugar, el sector bancario está en condiciones de anticipar un proceso de crecimiento. Favorecemos especialmente a GGAL y también a Banco Francés.



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, CIIA
Int. 223
dz@sbsfondos.com

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

Emilio Muiña
Int. 120
em@sbsfondos.com

Gustavo Giugale
Int. 132
gg@sbsfondos.com

ESTRATEGIA

Gustavo Cañonero
Int. 160
gc@gruposbs.com

TRADING

Jorge Miteff
Int. 147
jm@gruposbs.com

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

Maria Laura Segura
Int. 115
mls@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.