

LA ADMINISTRACIÓN MACRI UN AÑO DESPUÉS:

LO QUE PASÓ Y LO QUE VENDRÁ



LA ADMINISTRACIÓN MACRI UN AÑO DESPUÉS: LO QUE PASÓ Y LO QUE VENDRÁ

POR EL EQUIPO DE INVESTIGACIÓN DE INVERSOR GLOBAL

DIRECTOR: FEDERICO TESSORE (@FEDETESSO)

ECONOMISTA JEFE: DIEGO MARTÍNEZ BURZACO (@DIEGOMB80)

ECONOMISTA MACRO: IVÁN CARRINO (@IVANCARRINO)

ECONOMISTA BURSÁTIL: NERY PERSICHINI (@NERYPERSI)

PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS 2017

BREVE RESUMEN DE 2016

El año 2016 marcó el fin de un largo ciclo de macroeconomía populista. La economía argentina hasta diciembre de 2015 venía acumulando una serie de distorsiones y desequilibrios que habían minado las bases de un crecimiento sostenible.

La elevada inflación, combinada con el cepo cambiario y un déficit fiscal en alza permanente, no podía seguir sosteniéndose en el tiempo sino a costa de mayores “profundizaciones del modelo”. Es decir, avanzando más aún sobre la autonomía de la economía de mercado, con más regulaciones y, por tanto, más dificultades para el sistema productivo.

En 2015 la economía cumplió 4 años de crecimiento nulo, caída del producto per cápita, multiplicación del nivel de precios y estancamiento del mercado laboral. Además, este estancamiento habría sido una caída de no haber mediado la intervención del gobierno como “contratante de última instancia”.

Este año el rumbo macroeconómico dio un giro y se decidió sincerar las variables económicas. Las medidas tomadas fueron: 1) el fin del cepo cambiario; 2) el acuerdo con los

holdouts; 3) la eliminación de las retenciones y la modificación parcial del impuesto a las ganancias; 4) el intento de ajuste de las tarifas de los servicios públicos, a fin de reducir el déficit fiscal y fortalecer el sistema energético nacional.

Las medidas que se tomaron fueron en la buena dirección. Todas buscaron mejorar el clima institucional en Argentina y dar mayor certidumbre a los inversores y demás agentes económicos.

Sin embargo, cuando la economía se sincera, aparece la realidad que antes estaba oculta detrás de los controles.

El efecto de la salida del cepo y el ajuste de tarifas (que no fue tan profundo como se planteaba en primer lugar) repercutió en los costos de las empresas, dificultándoles la producción. La industria fue uno de los sectores más afectados y caerá este año en torno a un 4,5%. Por otro lado, también afectó el consumo, ya que las familias debieron gastar más en los servicios públicos y menos en supermercados y shoppings. Los datos de ventas minoristas reflejan este efecto.

Debemos destacar las similitudes entre 2016 y 2014, año en que el gobierno anterior también había decidido hacerle algunos ajustes al modelo económico. En ese año, la industria cayó entre 4% y 5,1% según estimaciones privadas, mientras que las ventas minoristas se contrajeron 6% según datos de la CAME. El salario real, al igual que en 2016, también retrocedió.

Panorama para 2017

El año que viene volverá el crecimiento a la Argentina. Después de todo, las economías no mueren y luego de la crisis viene la recuperación, igual que como sucedió en 2014 y 2015.

Sin embargo, hoy hay diferencias entre esos dos períodos que permiten ser incluso más optimistas. La diferencia entre 2014 y 2016 es que los cambios que empezaron con la nueva gestión son percibidos como **permanentes**.

El cepo cambiario ya no existe, y el sistema cambiario es uno de flotación limpia (con intervenciones puntuales) en el marco de metas de inflación.

Además, el fin de las retenciones y el ajuste de tarifas –que ahora se hará anualmente con audiencias públicas- también muestran cambios permanentes, y ofrecen beneficios a los sectores productores del campo y de la energía, lo que ayudará a contrarrestar el impacto negativo de las medidas tomadas y servirá de punta de lanza de la recuperación.

En 2015 la recuperación existió, pero también continuaba el sistema de control cambiario y el gobierno de Cristina Fernández, con la amenaza permanente de una profundización del modelo que había generado los desequilibrios.

Análogamente a 2015, 2017 mostrará un rebote de la caída de 2016. Pero a eso hay que agregarle las **mejoras reales en la productividad**, derivadas de:

- 1) Reducción de impuestos y trabas a la exportación (cepo, retenciones, ROE).
- 2) Mejor calidad institucional (más libertad económica, mejor clima de inversión).
- 3) Mayor integración con el mundo.

En este marco de nuevas políticas económicas, vemos un escenario optimista con un crecimiento de la actividad económica de 4%, y uno menos optimista de 3,0% en 2017. La actividad económica avanzará en 2017 producto de la recuperación de los sectores anteriormente castigados de la economía, y también por la recuperación del consumo producto de la baja de la inflación.

Sobre este último tema, nuestro escenario optimista es una inflación en línea con el objetivo del Banco Central, del 17% en diciembre en comparación con diciembre de 2016. Esto como respuesta a una política monetaria de metas de inflación, cuyo instrumento clave es la tasa de interés, y que ha dado buenos resultados en países tan disímiles como Chile, Israel y Nueva Zelandia.

En el peor escenario, la inflación estaría apenas por encima de 20%, producto de una emisión monetaria mayor a la prevista y una coordinación de expectativas que se aleje del objetivo deseado. De cualquier forma, en ambos escenarios estaríamos hablando del **aumento de precios más reducido en 7 años** y con una tendencia marcada hacia la baja, mejorando las condiciones macroeconómicas del país.

Respecto del precio del dólar, seguimos viendo una tendencia a la apreciación en términos reales. De terminar este año en \$ 15,8, el año que viene el dólar podría cerrar el año entre \$ 18 y \$ 18,5; lo que implicaría un movimiento hacia arriba de entre 13,9% y 16,8% para 2017 diciembre contra diciembre.

El motivo de esta menor suba del tipo de cambio en comparación con la inflación está en el ingreso de capitales, que se dará por tres vías. En primer lugar, un superávit de la balanza comercial. En segundo lugar, ingreso de divisas en concepto de inversión extranjera directa. En tercer lugar, llegada de dólares para financiar el gasto deficitario del gobierno. Estos tres conceptos superarán la salida de divisas, colaborando con la apreciación cambiaria real.

Riesgos hacia adelante

A pesar de ver crecimiento con desinflación en el 2017, no podemos dejar de destacar tres riesgos importantes que podrían, o bien debilitar el vigor de la recuperación, o bien emerger con fuerza en 2018, generando un crecimiento muy inferior al proyectado por el gobierno.

Los tres riesgos que vemos hacia adelante son: el gradualismo fiscal financiado con deuda, el atraso cambiario y la presión fiscal.

Gradualismo fiscal financiado con deuda. El gobierno eligió una estrategia gradual para encaminar el problema de enorme déficit fiscal que heredó del gobierno anterior. Esto le exige tomar deuda tanto en el mercado local como en el internacional. El problema es que cuando toma deuda en el mercado local se genera un efecto “*crowding out*” de la inversión privada, lo que ralentiza la recuperación y no lleva a una asignación eficiente de recursos, deteriorando la productividad de la economía.

Si el gobierno coloca deuda en los mercados internacionales, entonces los dólares que están en el país son superiores a lo que la actividad económica por sí sola generaría y aparece la apreciación real del tipo de cambio. Este tema lo tocaremos en el siguiente inciso.

Por último, el endeudamiento, tarde o temprano, impone un límite al crecimiento económico, ya que comienzan a aparecer las dudas sobre la capacidad de pago del gobierno. Cuando eso sucede, la incertidumbre crece, las tasas de interés suben y el freno de la actividad económica le sigue.

Atraso cambiario. Si el gobierno coloca deuda en los mercados internacionales, y la cantidad de divisas excede su demanda, entonces el tipo de cambio se aprecia en términos reales. Esto afecta negativamente al sector exportador, y también fomenta la compra de importaciones, complicando la supervivencia de los productores locales.

Presión fiscal. A pesar de haber reducido algunos impuestos, el gasto público no muestra señales de reducirse. Y el gasto público, a la larga, son más impuestos, ya sea porque deba financiarse con inflación (impuesto inflacionario), o porque haya que subirlos en algún momento para cancelar deuda.

Además, se ven proyectos que modifican el impuesto a las ganancias pero imponen, al mismo tiempo, nuevas escalas más altas para ciertos niveles de ingresos, y sectores de la oposición proponen gravar la renta financiera. Es decir **que no solo estamos en un escenario de presión fiscal récord sino que incluso podría incrementarse en los próximos años**. Esto será un peso adicional para nuestro sector productivo y podría minar las bases de una recuperación sostenible en el tiempo.

¿DÓNDE INVERTIR EN 2017?

Renta fija argentina en 2017

La mirada de la renta fija local podemos desglosarla entre las variantes en pesos (tasa fija y tasa variable) y en dólares (*hard-dollar* y *dollar-linked*).

Renta fija en pesos

En cuanto a las alternativas en pesos, constituyen la elección correcta ante la expectativa de una continuidad o profundización del atraso cambiario. Si esperamos que el dólar se mueva menos que los precios locales, invertir una porción importante del portafolio es un mandato.

En este contexto, las Letras del Banco Central (Lebac) seguirán siendo atractivas. La razón encuentra sustento en las declaraciones del Presidente del Banco Central, Federico Sturzenegger, quien aseguró que “las tasas reales seguirán siendo positivas”. En otras palabras, la rentabilidad nominal de las Letras del Banco Central continuará siendo superior a la inflación esperada.

Según el Programa Monetario, la inflación se ubicaría entre 12% y 17% anual a fin de 2017. **Si los inversores confían en el cumplimiento de este objetivo, las Lebac serían la mejor alternativa de corto plazo.** Además, si la confianza sobre el sendero de inflación descendiente (apunta a un 5% de inflación en 2019) se extiende hacia el futuro, los inversores tienen a disposición bonos a tasa fija en pesos que rinden entre 16% y 22% según en el plazo.

Sin embargo, si el Banco Central no cumple con sus metas de inflación, la rentabilidad expost de los instrumentos a tasa fija será menor a la esperada en términos reales. **Para este caso de eventual incumplimiento de los targets inflacionarios, lo mejor sería posicionarse en títulos en pesos que ajusten por el Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER).** Asimismo, estos títulos pagan un spread o tasa real sobre la inflación de entre 3% y 4% dependiendo de la maturity elegida.

Renta fija en dólares

Las perspectivas de los títulos en dólares plantean un escenario marcadamente dual entre el tramo corto y el largo de la curva de rendimientos.

Por un lado, el tramo corto de la curva tiene el atractivo de la cobertura cambiaria y de una baja volatilidad. Estas características hicieron que estos títulos fueran muy buscados tras la victoria de Trump, a pesar de que las posibilidades de una mejora de las cotizaciones en dólares (o compresión de spreads) fueran bajas.

Si bien creemos que la tendencia del atraso cambiario no se revertirá en 2017, esperamos una mayor volatilidad del tipo de cambio en 2017 derivada de los acontecimientos internacionales. Esta flexibilidad tendrá más vigor que en el pasado debido al Esquema de Metas de Inflación adoptado por el Banco Central, en el cual la variable de ajuste ante los desequilibrios comerciales y financieros desde el exterior es el tipo de cambio y no las reservas internacionales.

Con esto presente, el tramo corto de la curva es atrayente para los inversores que busquen cobertura cambiaria y además una tasa de interés. Para junio del año que viene habrán ven-

cido el Bonar X (AA17) y el Global 2017 (GJ17), las principales referencias de corto plazo. **Ante esto, una alternativa interesante para perfiles conservadores y moderados podría ser posicionarse en el Bonar 2020 (AO20), el título que sería la nueva guía cercana.** El AO20 rinde un 4,4% anual y paga una tasa de cupón de 8% en dólares.

En una línea similar, las variantes *dollar-linked* también son válidas. Son instrumentos de corto plazo (el soberano más longevo vence en 2018) que pagan en pesos pero cotizan y ajustan pagos en función de la evolución del tipo de cambio. Además, ofrecen una tasa extra por encima de la devaluación de entre 3% y 4%.

Por otro lado, en el tramo largo encontramos los mayores riesgos. Es que estos títulos tienen un elevado riesgo de *duration* o, lo que es lo mismo, sus precios son muy sensibles a cambios en la tasa de interés. En un contexto en el cual el rendimiento de los bonos del Tesoro de Estados Unidos se encuentra en alza y en el que se espera que la Reserva Federal eleve el costo del dinero, la exposición a bonos largos de Argentina podría significar cuantiosas pérdidas de capital.

Sin embargo, la contrapartida de la caída en los precios es un incremento en las tasas de retorno de estos bonos. A principios de noviembre títulos largos como el Par Ley NY (PARY) y el Bonar 2046 (AA46) rendían por debajo del 7%. Pero tras la irrupción del fenómeno Trump y el salto en las tasas internacionales, al 18 de noviembre la TIR de los mencionados bonos se acercó al 8% anual.

En el caso de que la volatilidad en el mercado internacional y la suba de tasas se tomaran un respiro, el tramo largo de la curva argentina podría tener una nueva compresión de spreads (alimentada por estrategias de “carry trade” desde el exterior) y, en consecuencia una atractiva ganancia de capital. No obstante, este tipo de oportunidades quedan reservadas para los inversores con perfiles agresivos con alta tolerancia al riesgo.

Renta Variable Argentina

El mercado de acciones argentino ya dio un fuerte respaldo a la administración de Macri y la recuperación económica esperada para 2017. Como siempre se sostiene, “*el mercado se adelanta a los ciclos económicos*” y así ocurrió en 2016.

El índice bursátil Merval, el más representativo de Argentina, cerrará el año con una suba anual en torno al 45% / 50%, superando la inflación esperada y otorgando un rendimiento real positivo a los inversores.

Con el riesgo en cuestión, las acciones han actuado como una de las coberturas más importantes para proteger el poder adquisitivo en un año de sinceramiento de muchos precios de la economía.

A nivel desagregado, los grandes ganadores del año fueron las empresas vinculadas al sector agrícola, las cuales marcaron subas superiores al 100% como **San Miguel (SAMI)** e incluso superiores al 200% como **Agrometal (AGRO)**.

También se destacó la performance de las empresas energéticas, ante los reajustes de las tarifas que dio a conocer la administración actual.

En el marco de lo que se espera para el 2017, la “selectividad” es lo que debe primar en materia de inversiones en acciones.

La demora en la recuperación económica puede dañar las expectativas de los inversores, por lo que el primer trimestre puede ser determinante para detectar el ánimo bursátil de cara a un año donde las elecciones parlamentarias tendrán un rol central.

En el plano internacional el “enigma Donald Trump” y las tasas de interés más altas son las principales restricciones y limitantes que afrontarán las economías emergentes, incluida la Argentina, para el año que viene.

En las últimas semanas, el Gobierno intentó revertir el driver de crecimiento ante la demora de las inversiones en la economía real, dando lugar a una mayor preponderancia al consumo.

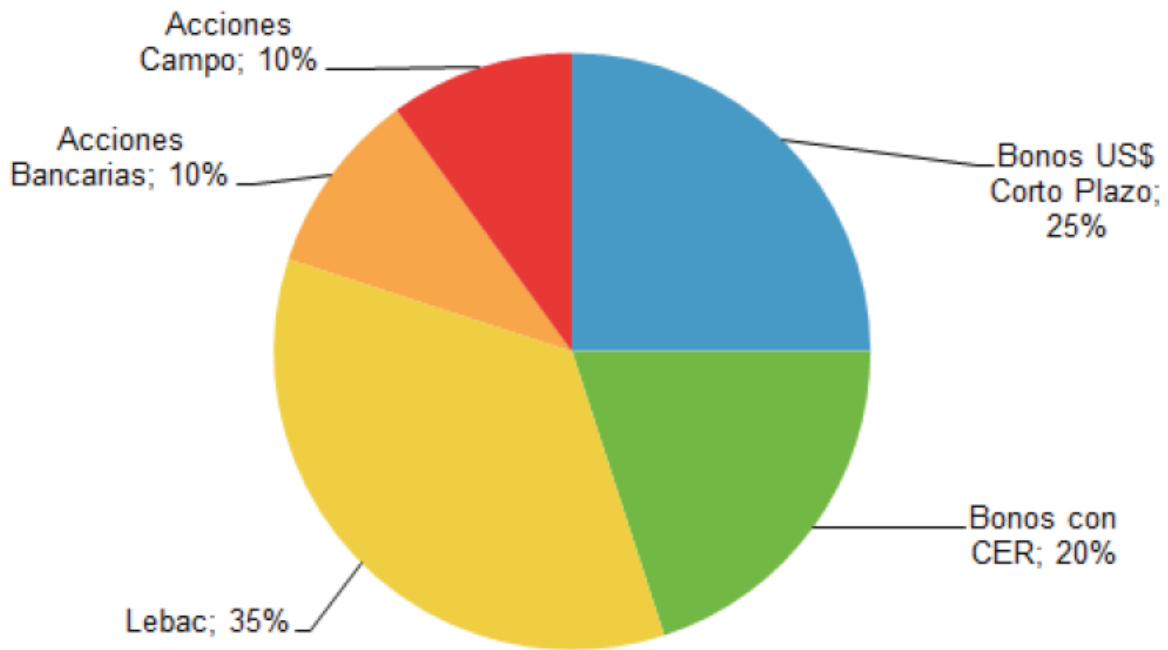
De esta manera esperamos que los salarios le ganen a la inflación por 4% o 5% y eso dará un mayor “*momentum*” a las acciones vinculadas con el mercado doméstico. Acciones bancarias como **Galicia (GGAL)** y **Macro (BMA)** deberían beneficiarse y también las ligadas al consumo discrecional como **IRSA**, dueña de los principales shopping centers de Argentina.

También el sector de real estate debería reaccionar positivamente a partir de la mayor obra pública y la mayor actividad del sector privado proveniente de los fondos del blanqueo. Nuestras recomendaciones por este lado pasan por **Consultatio (CTIO)**, **Holcim (JMIN)** y **Ferrum (FERR)** para los más arriesgados.

Finalmente, el campo seguirá traccionando, por lo que, a pesar de las subas, vemos valor en empresas del sector: **Molinos (MOLI)** y **Agrometal (AGRO)** son nuestras dos recomendaciones más atractivas vinculadas con esta industria.

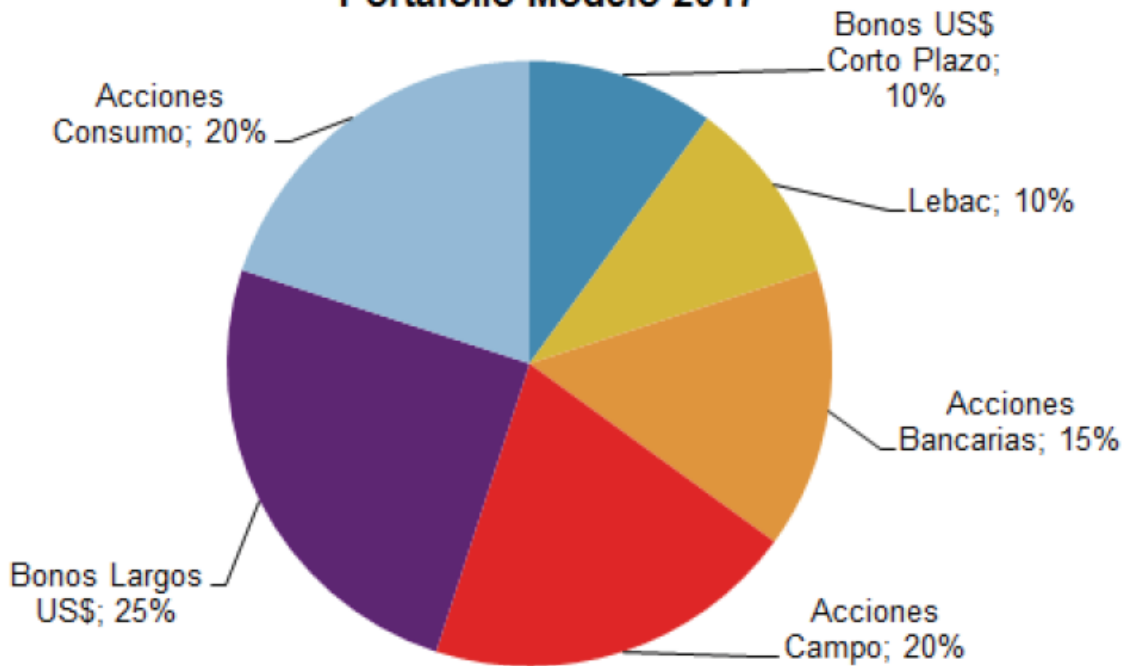
Así, proponemos dos carteras modelo para los inversores, distinguidas por el riesgo, de cara a lo que esperamos para el 2017.

Inversor Conservador Portafolio Modelo 2017



Fuente: Inversor Global

Inversor Agresivo Portafolio Modelo 2017



Fuente: Inversor Global

Disclaimer: *El informe actual fue creado y elaborado por el equipo de economistas de Inversor Global, por lo que el copyright y los derechos de autor pertenecen a la firma. No se constituye en un reporte de recomendaciones de inversión ni de oferta pública, quedando en consideración de cada lector la toma de decisiones para su cartera de inversión.*