

# La Macro Argentina en su Laberinto

Gustavo Cañonero  
Socio y Director, Grupo SBS



## LA HERENCIA RECIBIDA

- ❑ DESBALANCE FISCAL - BAJA PRODUCTIVIDAD DEL GASTO & ALTA CARGA TRIBUTARIA CONSOLIDADA (32% Pobreza, 12.5% de PBI en sueldos públicos vs 10% OECD, el doble del gasto en Salud que LA&OECD, etc)
- ❑ PROTECCIONISMO – DISCRECIONALIDAD (tarifa de importación 2+ LA, excepto Brazil, restricciones no tarifarias sobre X e M)
- ❑ PRECIOS RELATIVOS DISTORSIONADOS - TC, TARIFAS, TASAS REALES (6% PBI en subsidios)
- ❑ RIESGO INSTITUCIONAL - INTERVENCION/CONFISCACION (AFJPs, ANSES, ETC)
- ❑ INFRAESTRUCTURA POBRE (peor de la región, costo de transporte en particular)– MERCADO LABORAL RIGIDO (relativo LA)

===>>> EQUILIBRIO INESTABLE: ALTO CONSUMO, **BAJA INVERSION**, BAJA PRODUCTIVIDAD, POCA GENERACION DE EMPLEO, ALTA POBREZA, MERCADO INTERNO CONCENTRADO, BALANCE EXTERNO INSOSTENIBLE, RESERVAS INTERNACIONALES MINIMAS.  
ESTANCAMIENTO CON INFLACION

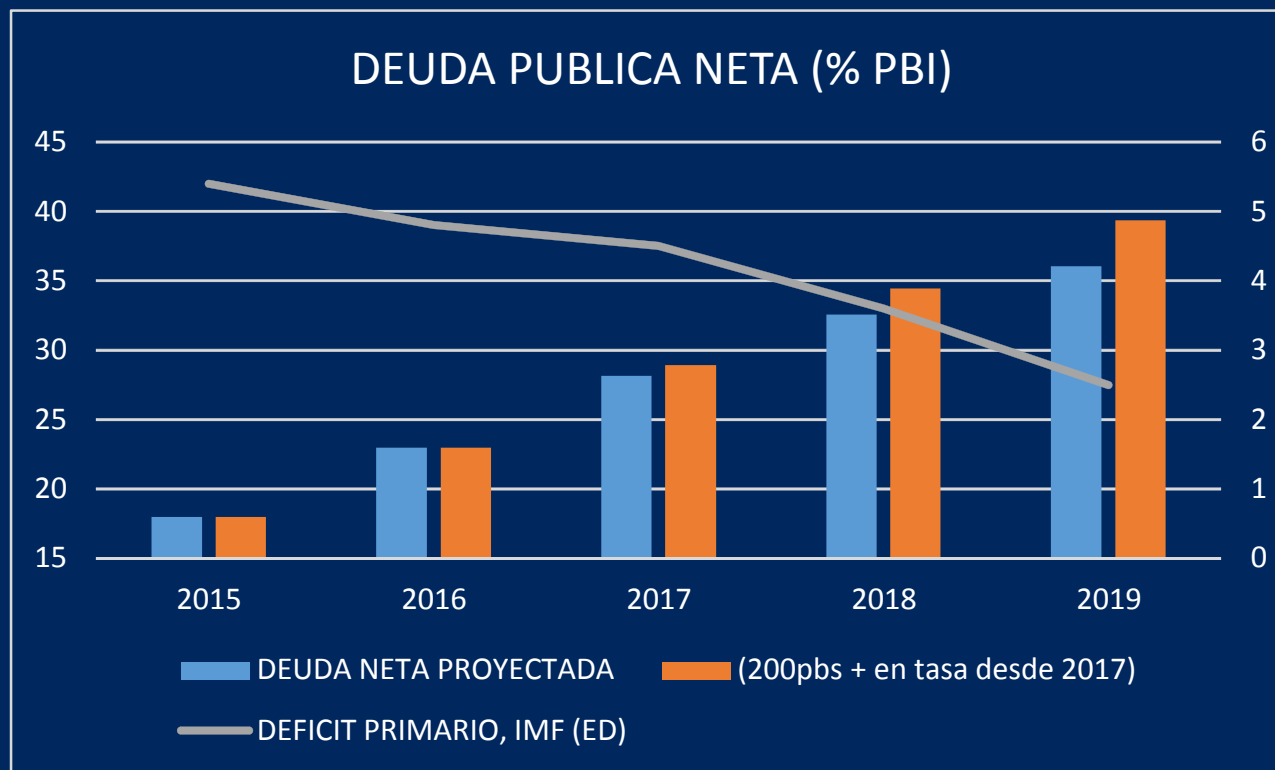
## LA ESTRATEGIA ELEGIDA

- CONSOLIDACION FISCAL GRADUAL
- APERTURA GRADUAL
- CORRECCION DE PRECIOS RELATIVOS MIXTA (INMEDIATA EN EL TC Y LAS TASAS REALES, GRADUAL EN LAS TARIFAS)
- FORTALECIMIENTO INSTITUCIONAL GRADUAL PERO CREIBLE: CONGRESO, BANCO CENTRAL, MERCADO DE CAPITALES, COMERCIO EXTERIOR, ETC
- DISCUSIÓN DE ALGUNAS REFORMAS ESTRUCTURALES PERO SIN CONVICCION NI URGENCIA

===>>> TAL VEZ EL UNICO SENDERO CONSISTENTE CON EQUILIBRIO POLITICO **PERO** DE CRECIMIENTO FRAGIL CON ALTO ENDEUDAMIENTO, APRECIACION DEL TIPO DE CAMBIO, Y CONSOLIDACION LENTA

## DINAMICA FISCAL -FINANCIAMIENTO

EL SENDERO DE DEUDA PARECIERA RAZONABLE SOLO PORQUE EL NIVEL DE ENDEUDAMIENTO NETO ES BAJO. ARGENTINA SE ACERCARIA A LA MEDIANA DE DEUDA PRODUCTO DE LATINOAMERICA PARA EL FIN DEL MANDATO DEL PRESIDENTE MACRI (MAYOR A CHILE Y PERU, PARECIDA A COLOMBIA, MAS BAJA QUE MEXICO Y MUCHO MAS QUE BRAZIL)



LA DEUDA SOBERANA ARGENTINA ES BAJA PERO PRODUCTO DE LA NACIONALIZACION DE FONDOS DE PENSIONES (~15% PBI) Y EL DRENAJE DE RESERVAS DEL CENTRAL (~10% PBI). SIN EMBARGO EL NIVEL DE ENDEUDAMIENTO DEL PAIS ES BAJO EN CUALQUIER CONCEPTO (15% PBI LA DEUDA EXTERNA PRIVADA, 10% LA DEUDA BANCARIA, ETC – ENTRE 1/3 Y 1/2 DE LOS NIVELES REGIONALES.

Fuente: IMF y cálculos propios

## EL MERCADO EXTERNO POST DONALD TRUMP

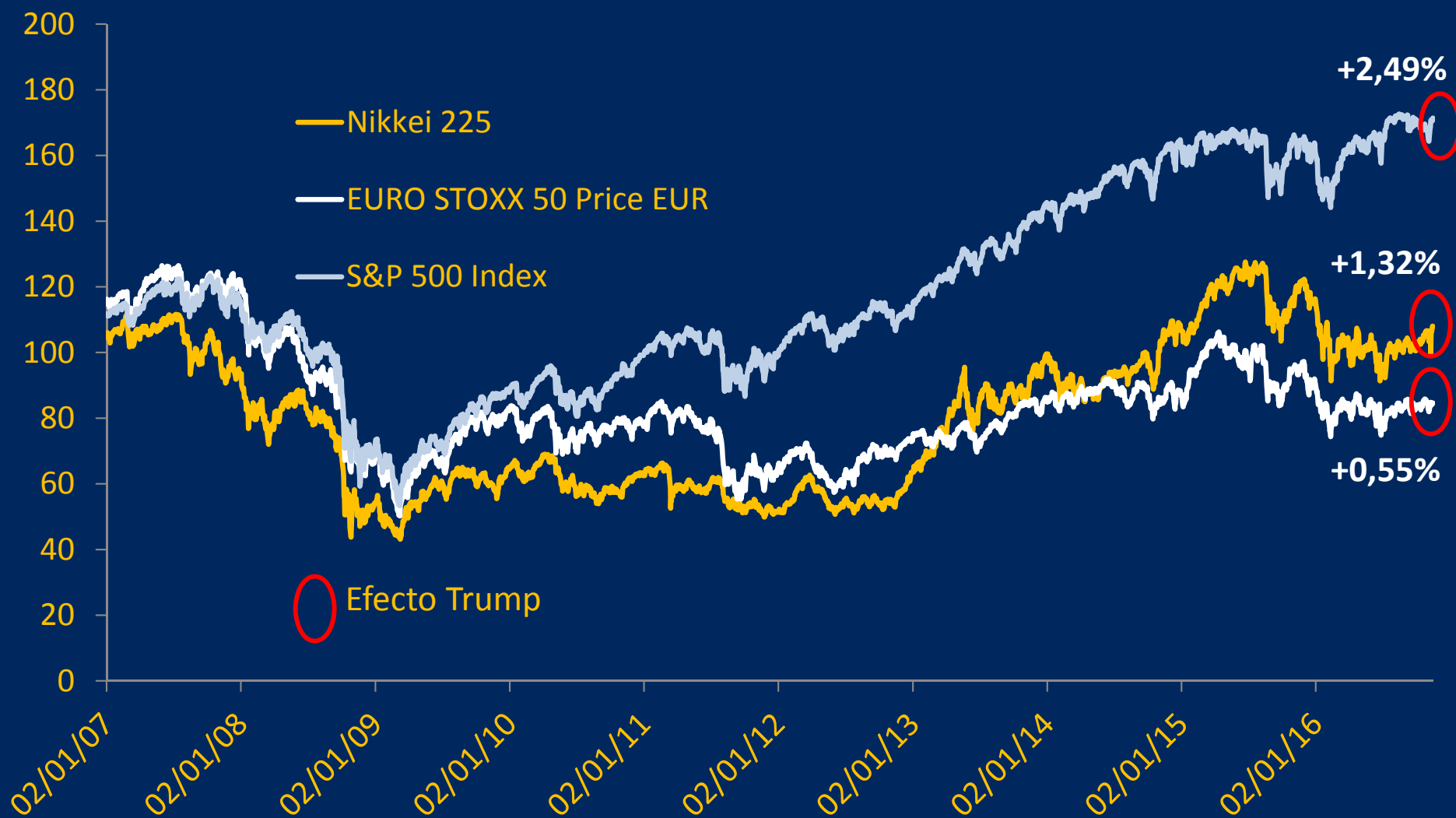
SENSIBILIDAD TASAS NO ES TAN CRITICA EN EL CORTO PLAZO. PERO EL GRADO DE DISCONTINUIDAD DEL MERCADO EXTERNO ES DIRECTAMENTE PROPORCIONAL CON LA NECESIDAD DE FINANCIAMIENTO NETO. LOS DETERMINANTES DEL SPREAD SOBERANO PUEDEN AYUDAR A ANTICIPAR EL POSIBLE DESAFIO DE FINANCIAMIENTO

SPREAD SOBERANO = F (RATINGS/FUNDAMENTALS, CURVA FINANCIERA DE REFERENCIA, INDICADORES DE PREFERENCIA DE RIESGO, NIVEL PERCIBIDO DE RIESGO).

EL SPREAD SOBERANO ES MENOR >>>>

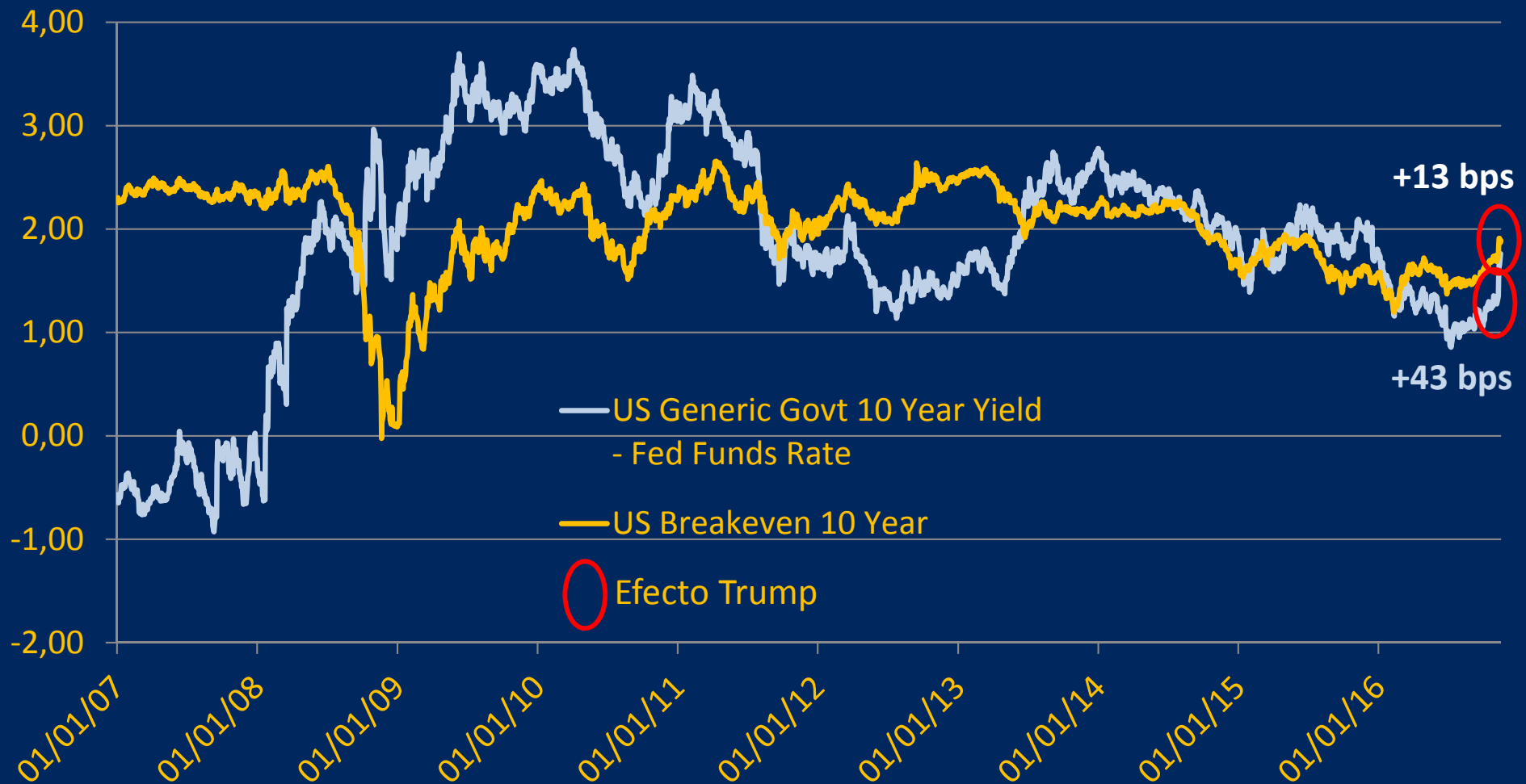
- MEJOR RATING/FUNDAMENTALS Y/O PERSPECTIVA DEL CICLO GLOBAL (EQUITY GLOBAL, USD?)
- MENOR PENDIENTE EN LA CURVA DE REFERENCIA (10Y TREASURY RATE – FED FUNDS). MEZCLA DE EXPECTATIVA DE INFLACION, PREFERENCIA POR LIQUIDEZ Y PRIMA DE RIESGO
- MAYOR PREFERENCIA AL RIESGO (SPREAD HY, MONEY MARKET/TOTAL MARKET)
- MENOR NIVEL DE RIESGO PERCIBIDO (VIX, OTROS INDICADORES DE VOLATILIDAD)

## GLOBAL EQUITIES



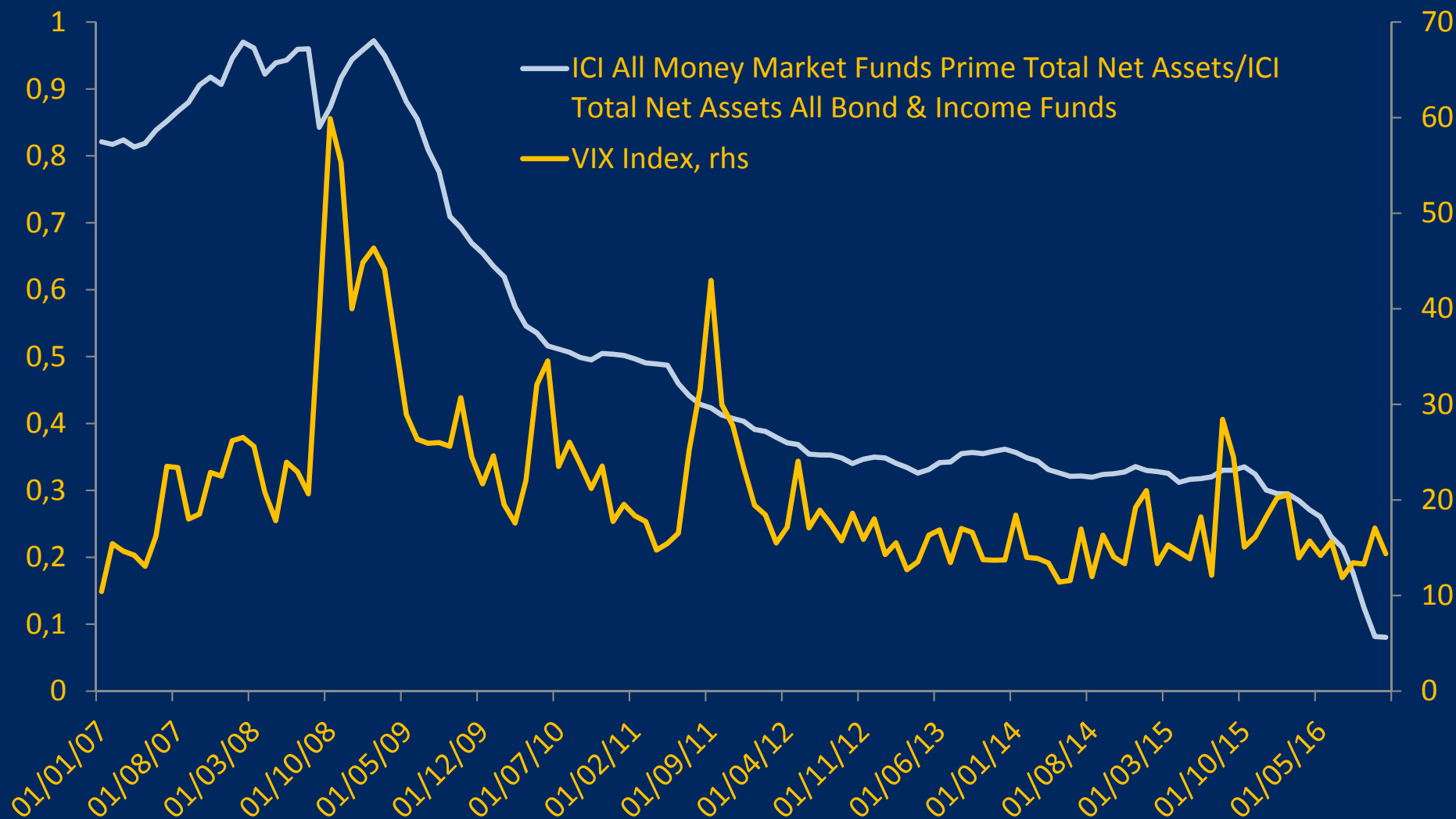
Fuente: Bloomberg

## 10Y TREASURY SPREAD AND US TIPS



Fuente: Bloomberg

## VIX - VOLATILIDAD

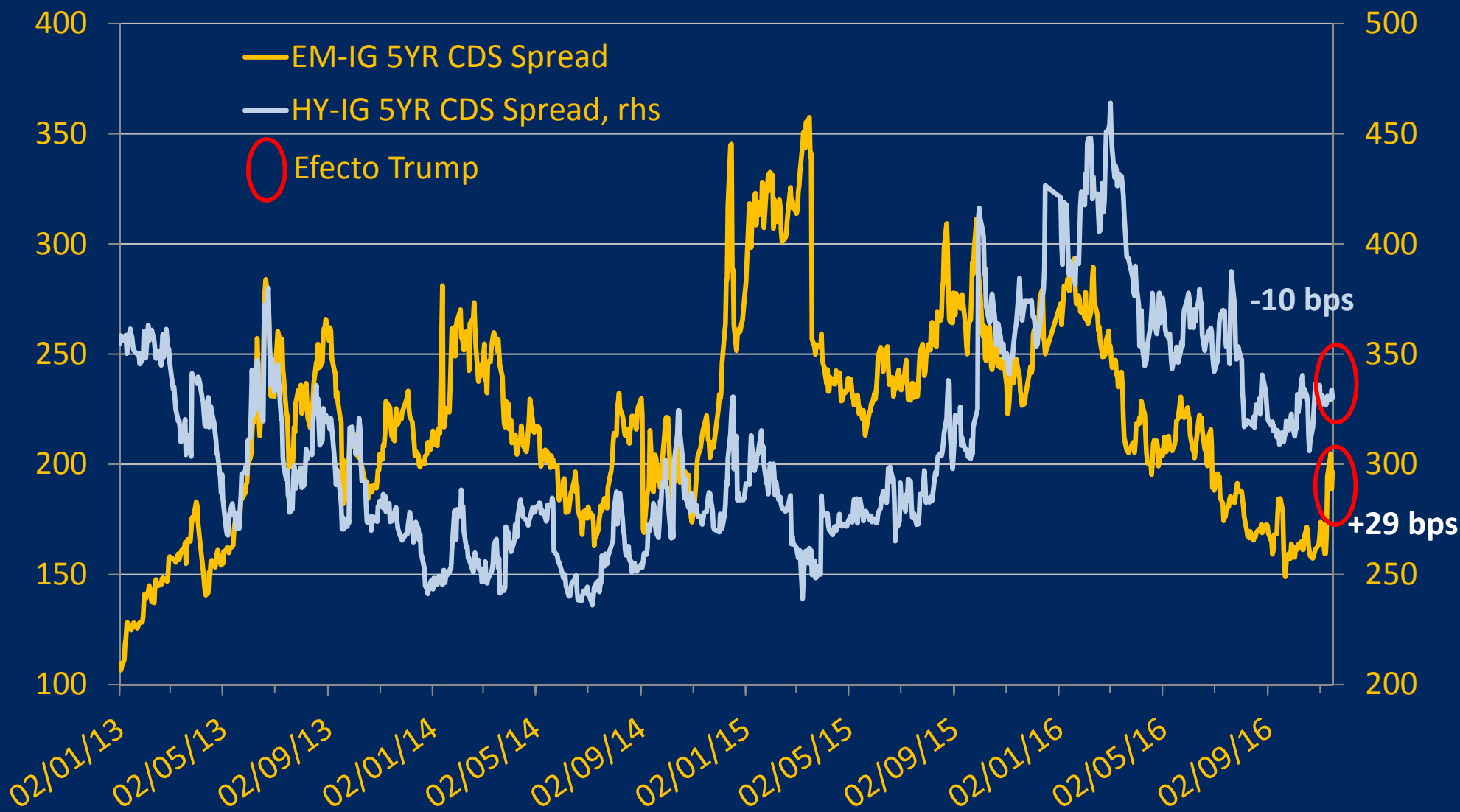


Fuente: Bloomberg,



# La Macro Argentina en su Laberinto

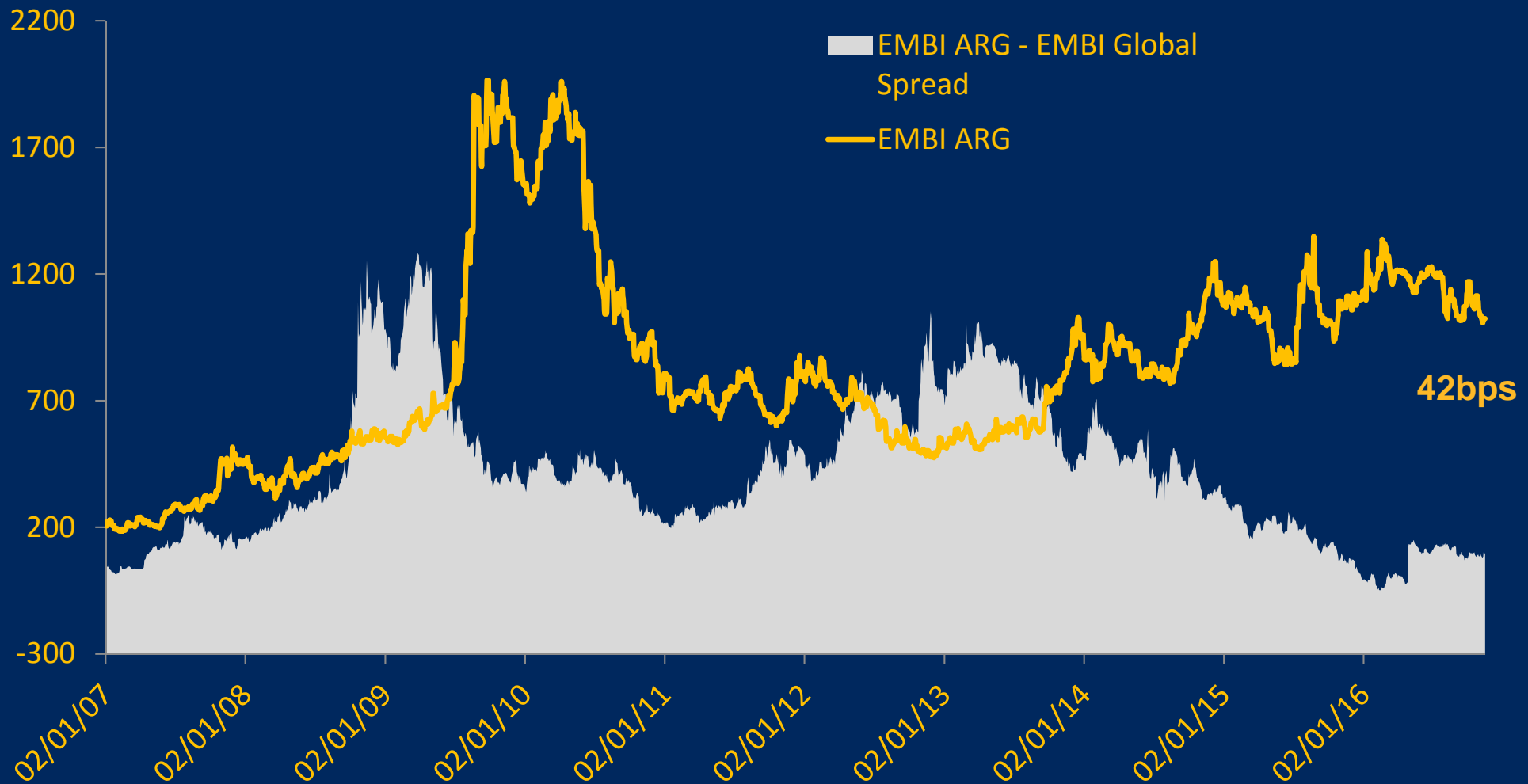
HY US, EM



Fuente: Bloomberg

# La Macro Argentina en su Laberinto

Donde quedó la convergencia de Argentina?



Fuente: SBS/Bloomberg

## EL DESAFIO DEL RESTO DE LA AGENDA ECONOMICA

- ❑ SIN CAMBIOS FUNDAMENTALES, LAS RIGIDECEZ LABORALES, LA INFRAESTRUCTURA INSUFICIENTE, Y ALTA CARGA IMPOSITIVA VAN A SEGUIR ATENTANDO CONTRA LA INVERSION
- ❑ EL MIX DE POLITICA TIENDE A UN PESO APRECIADO, TAMPOCO FAVORECIENDO LA INVERSION
- ❑ AÑOS DE DESINVERSION AUMENTAN LA RENTABILIDAD POTENCIAL DE UN EQUIPO DE CAPITAL NUEVO O UNA TECNOLOGIA MODERNA. Y LOS BAJOS COSTOS FINANCIEROS (RELATIVOS AL MENOS), TAMBIEN PUEDEN SER UNA AYUDA
- ❑ EL AGRO Y LOS RECURSOS PRIMARIOS SIGUEN OFRECIENDO BUENA COMPETITIVIDAD PERO NO GENERAN SUFICIENTE EMPLEO
- ❑ PERO LA INDUSTRIA SUFRE DE SU PROPIA FALTA DE COMPETITIVIDAD MAS LA DEBILIDAD DE BRAZIL Y PERMANENTE COMPETENCIA CHINA –SITUACION EXTERNA QUE NO PARECIERA CAMBIAR EN UN HORIZONTE PREVISIBLE

## SITUACION RELATIVA Y EXPERIENCIAS DE REINVERSION EXITOSA

- ❑ HOY ARGENTINA MUESTRA UN POCO MENOS INVERSION PUBLICA QUE LA REGION (3.8% DEL PBI VS 4%) PERO LA INVERSION PRIVADA ES SUBSTANCIALMENTE MAS BAJA (12.3% VS 17.5%). ESO SE REFLEJA EN EL CRECIMIENTO DEL PBI per capita NOTABLEMENTE SUBPAR DESDE EL 2009
- ❑ LLEGAR A LA RAZON CAPITAL/TRABAJO DE LA REGION (HOY 24% MENOR A LA MEDIANA REGIONAL), PODRIA LLEVAR 15 AÑOS SI LA INVERSION CRECIERA AL 10% ANUAL!.
- ❑ EL GAP EN INFRAESTRUCTURA ES PARTICULARMENTE ALARMANTE. EN GENERAL 50% O MENOS DE LA MEDIA REGIONAL, CON EXCEPCION DE VIAS DE TREN (Y SUBSCRIPTORES DE TELEFONIA MOVIL). EN HOSPITALES POR HABITANTES ARGENTINA OFRECE EN EL 67% DE LA REGION
- ❑ LA EXPERIENCIA INTERNACIONAL MUESTRA QUE LOS BROTES DE INVERSION SON LENTOS Y ESTAN POSITIVAMENTE ASOCIADOS CON REFORMAS ESTRUCTURALES. LOS DATOS SUGIEREN CONTEMPORANEIDAD CON: TIPO DE CAMBIO COMPETITIVO, CONSOLIDACION FISCAL, AUMENTO DEL AHORRO INTERNO, BUENOS TERMINOS DE INTERCAMBIO, Y UN SENTIMIENTO GLOBAL CONSTRUCTIVO (VIX MAS QUE CREDITO O FLUJOS)

## EL BLANQUEO IMPOSITIVO COMO MOBILIZADOR TRANSITORIO PERO EFECTIVO

- ❑ LA PRESION DE LOS BANCOS INTERNACIONALES MAS LA MASA DE AHORRO NO DECLARADO ANTICIPAN UN BLANQUEO EXITOSO. MAYOR A LOS USD60BN. PROBABLEMENTE MAS CERCA DE LOS USD100BN
- ❑ UN BLANQUEO DE ESTA MAGNITUD PUEDE MOBILIZAR ALGUNOS SECTORES DE LA ECONOMIA, PARTICULARMENTE EL DE CONSTRUCCIONES QUE DE POR SI ES DINAMIZADOR EN EL CORTO PLAZO
- ❑ TAMBIEN PUEDE REPRESENTAR UNA AYUDA SUSTANTIVA RESPECTO A LA NECESIDAD FINANCIERA DEL PROXIMO AÑO. LA OPCION DEL BONO DE 7 AÑOS ES ATRACTIVA Y PUEDE COLABORAR PARA QUE EL FISCO OBTENGA ENTRE USD10BN Y USD15BN DE FINANCIAMIENTO DIRECTO.
- ❑ UNA CRECIENTE FORMALIZACION DE LA ACTIVIDAD ECONOMICA PUEDE AYUDAR A REDUCIR EL LASTRE IMPOSITIVO SOBRE LAS EMPRESAS Y COLABORAR CON LA COMPETITIVIDAD. INVERSION RESIDENCIAL Y AHORRO LOCAL PUEDEN SER LAS OTRAS SORPRESAS POSITIVAS DE UN BLANQUEO EXITOSO.

## ALGUNAS CONCLUSIONES

- ❑ LA ESTRATEGIA GRADUALISTA RESPECTO AL DESEQUILIBRIO FISCAL Y EL NIVEL DE APERTURA ES RAZONABLE POLITICAMENTE PERO CONDICIONA EL SENDERO ECONOMICO CON UNA FRAGILIDAD NO SUBESTIMABLE
- ❑ EL MUNDO POST TRUMP (CON TASAS INTERNACIONALES MAS ALTAS) PUEDE OFRECER FINANCIAMIENTO PERO REQUIERE DE UNA ADMINSTRACION EFECTIVA PARA GENERAR CRECIMIENTO. UN BROTE SERIO DE PROTECCIONISMO PUEDE SER UNA GRAN AMENAZA EN CUALQUIER ESCENARIO.
- ❑ LA CLAVE DEL CASO ARGENTINO ES LA RECUPERACION DE LA INVERSION. SIN REFORMAS PUEDE SER UN GRAN DESAFIO. SIN UN AJUSTE FISCAL CONVINCENTE (EXANTE) Y/O INTELIGENTE (EXPOST) PUEDE SER IMPOSIBLE
- ❑ EL BLANQUEO IMPOSITIVO PUEDE SER UN BALSAMO DE CORTO PLAZO. PERO LAS VENTAJAS DE LARGO PLAZO YA HAN SIDO AMORTIZADAS POR EL RECONOCIMIENTO DE UN GASTO DE PENSIONES MAYORES.