

La Perspectiva Argentina Post-Trump

Gustavo Cañonero
Socio y Director, Grupo SBS



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)

LA AGENDA DE TRUMP

SALUD

- Derogación de la Ley de Cuidado de Salud Asequible (“Obamacare”) -U\$S 500 mm
- Reemplazo de ACA con nuevas exenciones fiscales en la cobertura de salud -U\$S 100 mm
- Reducción de costos de medicamentos recetados entre otras reformas U\$S 50 mm
- Bloqueo de otorgamiento de Medicaid U\$S 500 mm

IMPUESTOS

- Reducción y reforma de impuesto a las ganancias de personas físicas -U\$S 0,90 bn
- Reducción y reforma de impuesto a las ganancias de emmpresas -U\$S 2,85 bn
- Incremento de exenciones fiscales para el cuidado de los niños y otros gastos -U\$S 0,55 bn
- Derogación del impuesto estatal y del impuesto sobre la ganancia capital post mortem -U\$S 0,20 bn

GASTO

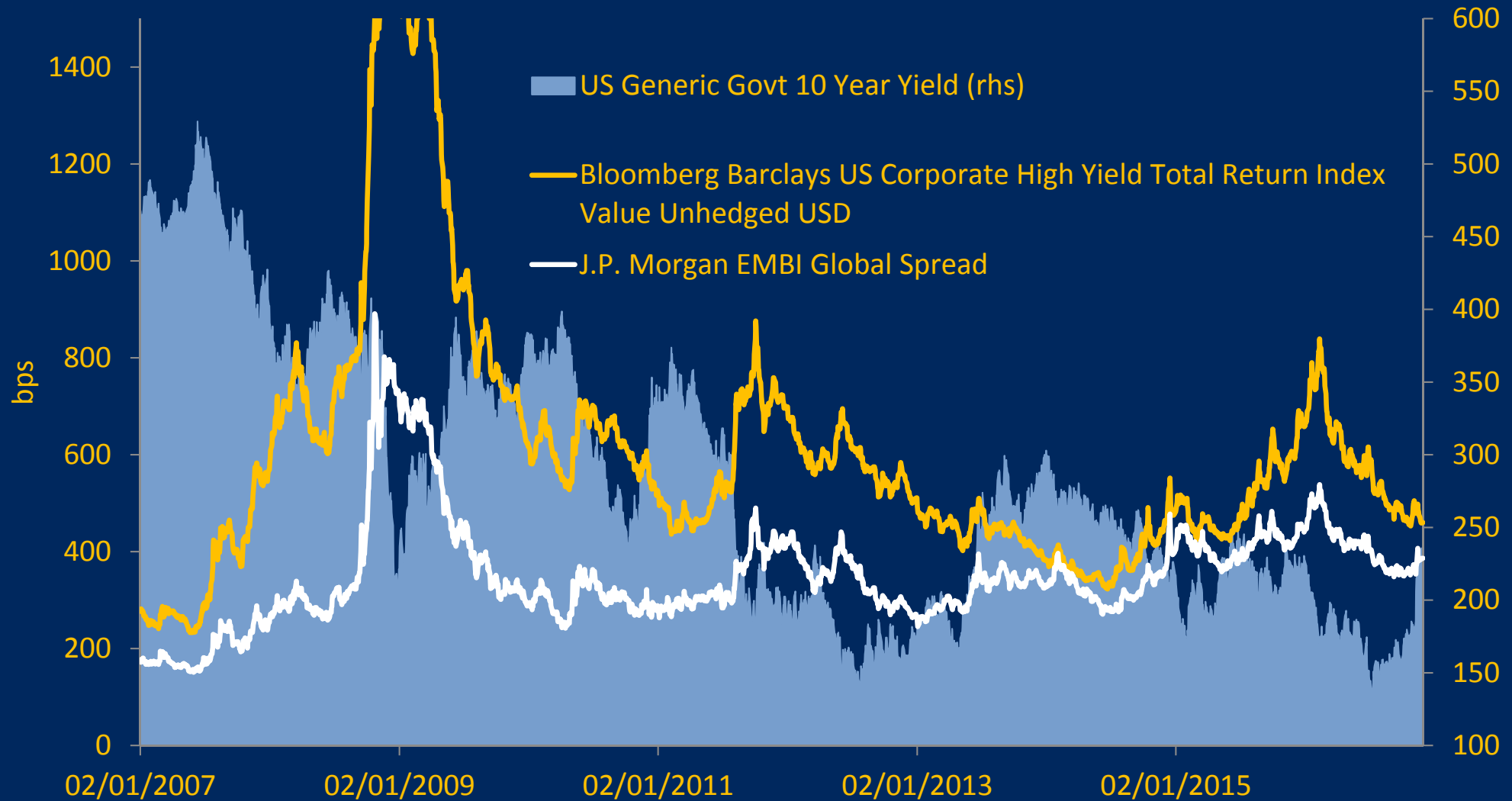
- Ofrecimiento de licencia por maternidad parcialmente paga -U\$S 50 mm
- Implementación de un Plan Energético America First U\$S 0 mm
- Reforma del Sistema de Asuntos de Veteranos -U\$S 500 mm
- Reconstrucción del ejército -U\$S 450 mm
- Reforma de relaciones comerciales U\$S 0 mm
- Reducción de gasto no vinculado a defensa U\$S 750 mm
- Reducción de otros gastos no vinculados a defensa U\$S 250 mm

INMIGRACIÓN

- Reducción de inmigración ilegal y deportación de no autorizados -U\$S 50 mm

Fuente: CRFB

RENDIMIENTOS RENTA FIJA



Fuente: Bloomberg

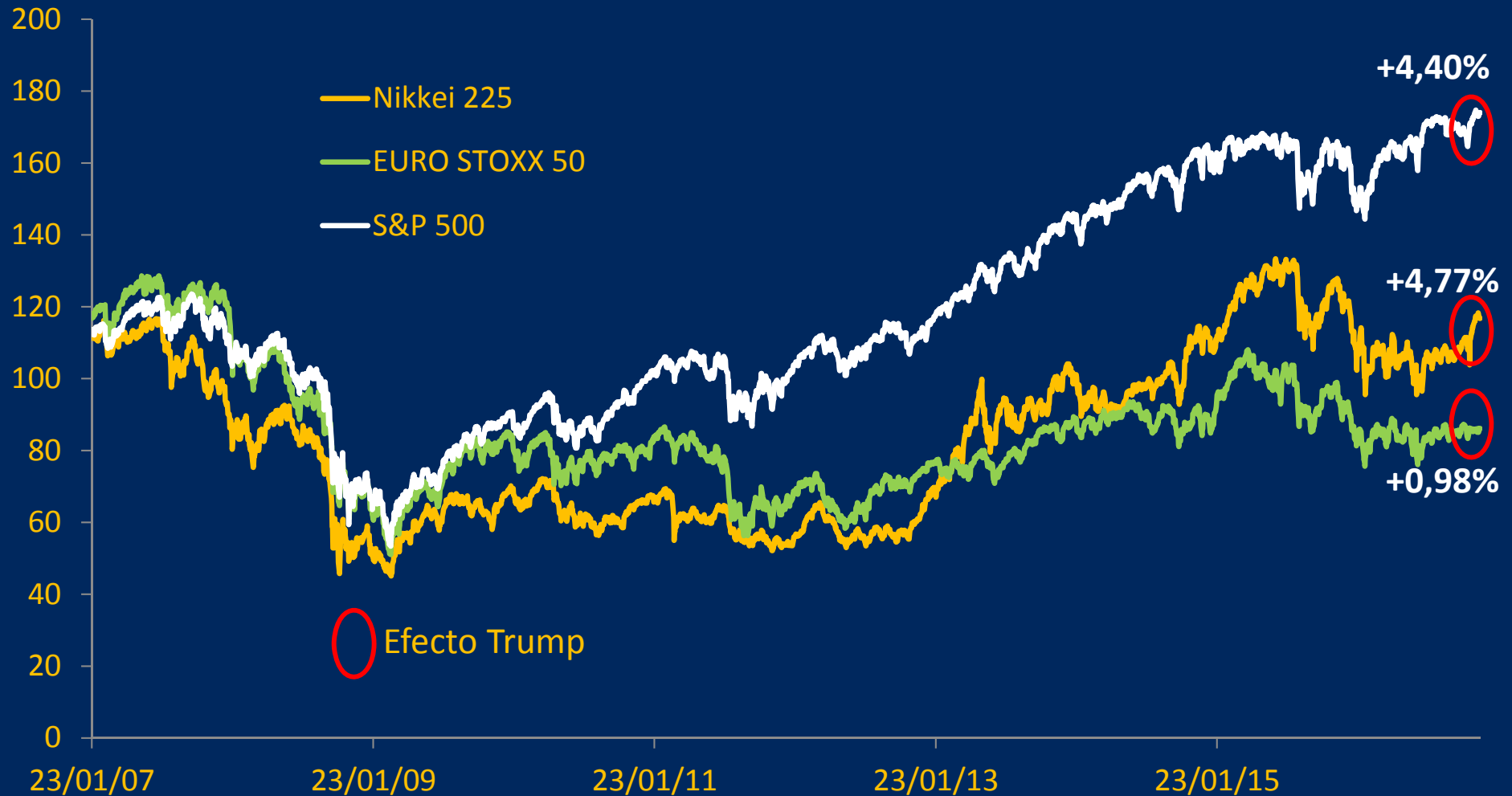
PRIMA POR PLAZO E INFLACIÓN DE EQUILIBRO



Fuente: Bloomberg

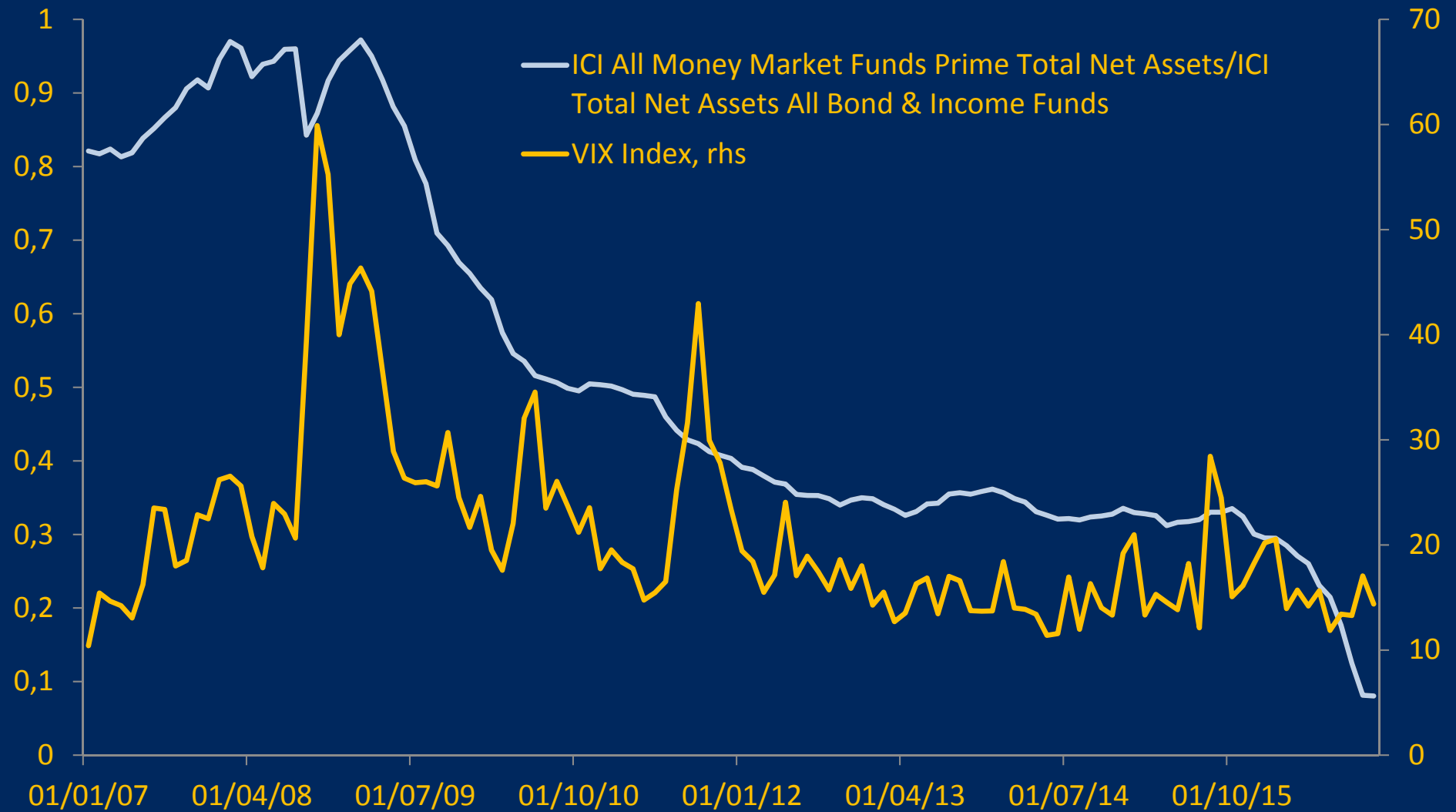
La Perspectiva Argentina Post-Trump

GLOBAL EQUITIES



Fuente: Bloomberg

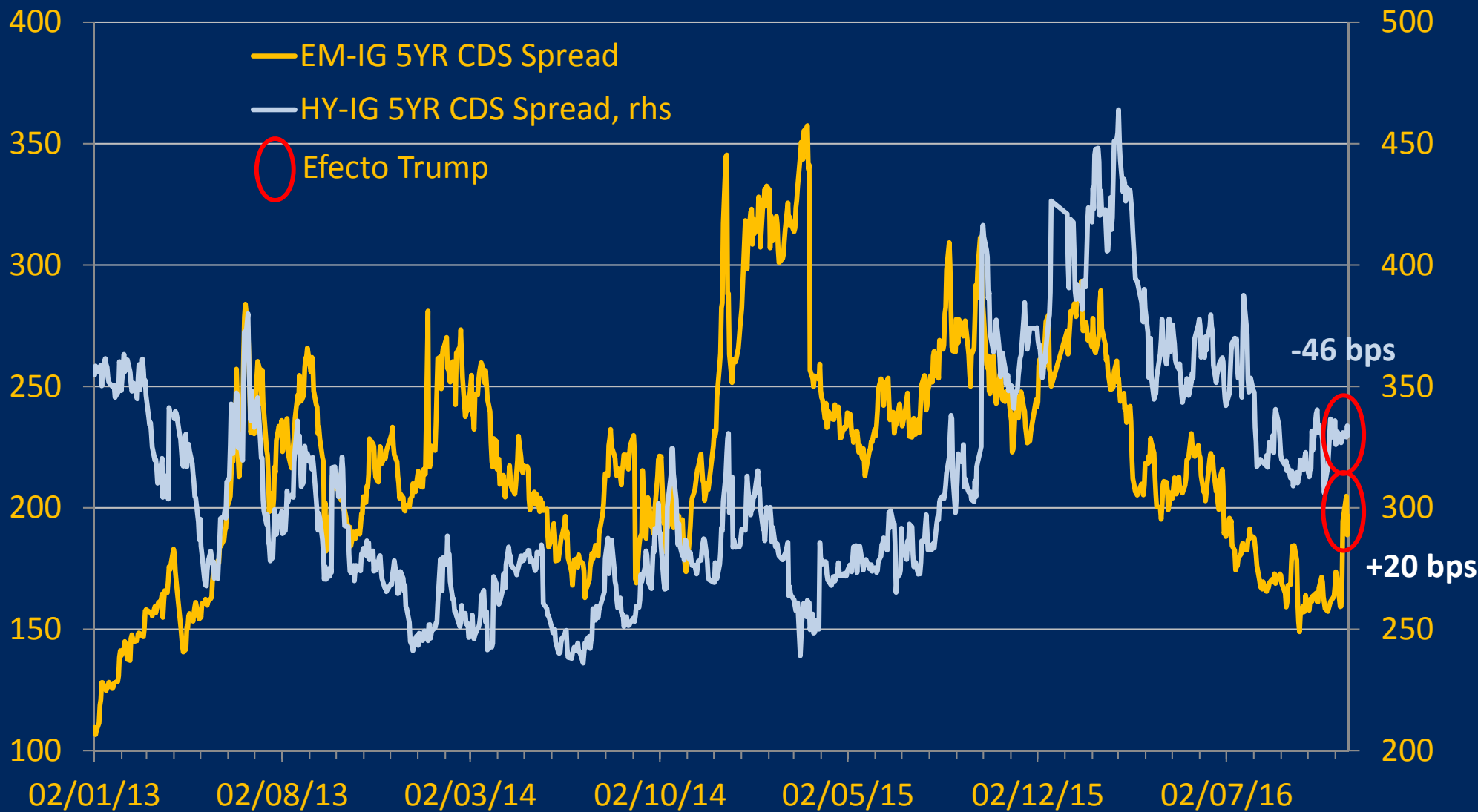
VIX - VOLATILIDAD



Fuente: Bloomberg,

La Perspectiva Argentina Post-Trump

HY US, EM



Fuente: Bloomberg

La Perspectiva Argentina Post-Trump

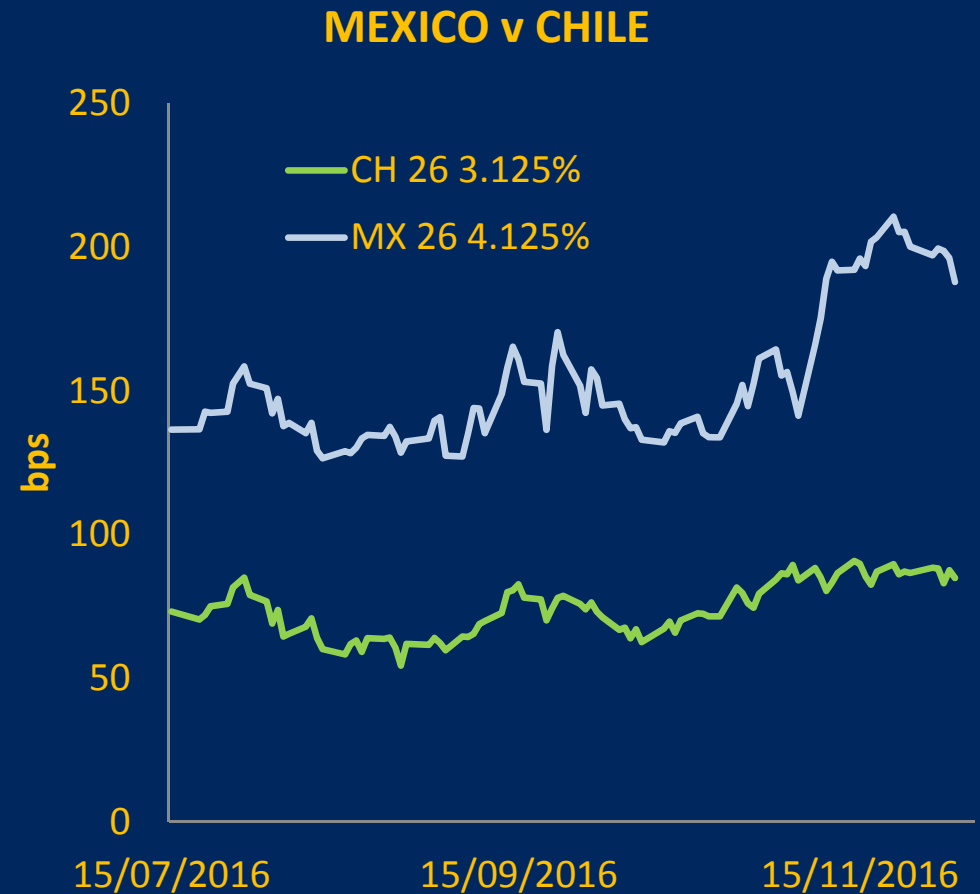
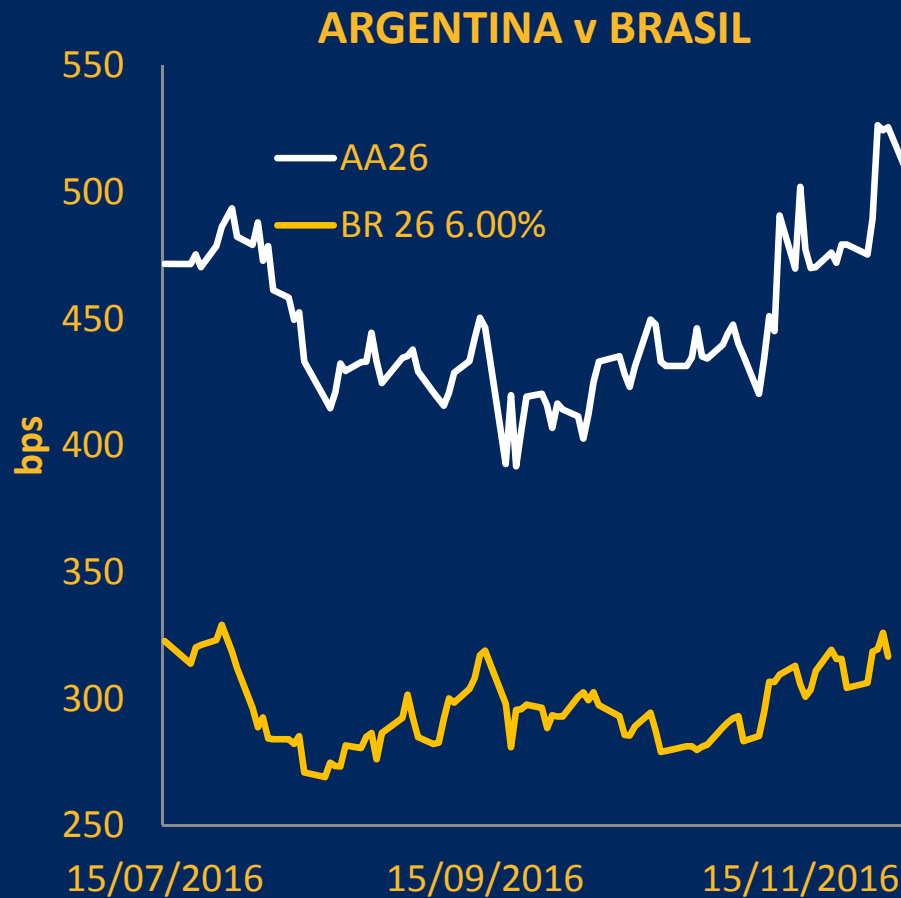
Donde quedó la convergencia de Argentina?



Fuente: SBS/Bloomberg

La Perspectiva Argentina Post-Trump

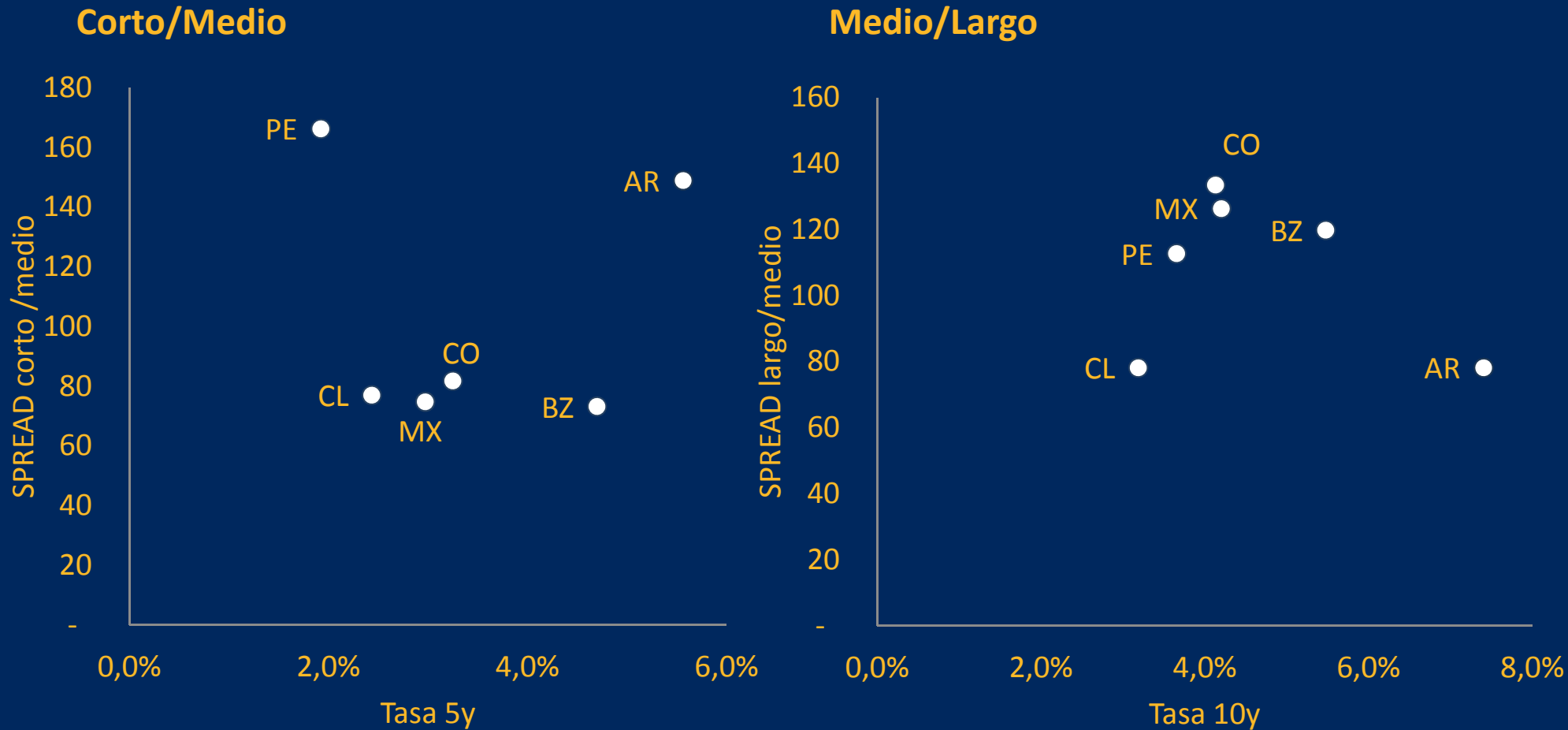
Donde quedó la convergencia de Argentina? – Spreads Argentinos v Latam 10Y



Fuente: SBS/Reuters

La Perspectiva Argentina Post-Trump

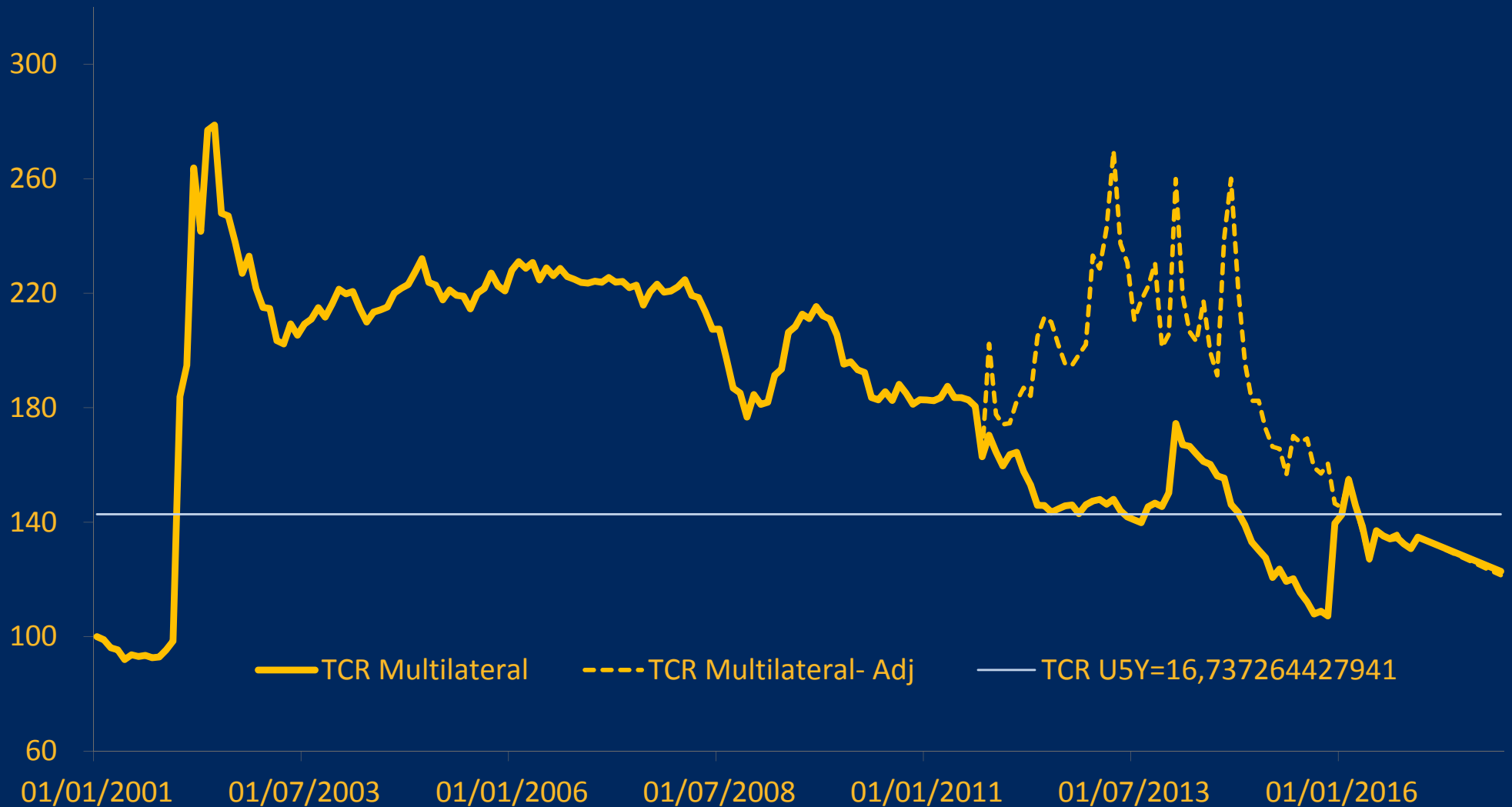
Donde quedó la convergencia de Argentina? – Posicionamiento curva Argentina



Fuente: SBS/Reuters

La Perspectiva Argentina Post-Trump

Donde quedó la convergencia de Argentina? – ITCR Multilateral



Fuente: BCRA, SBS

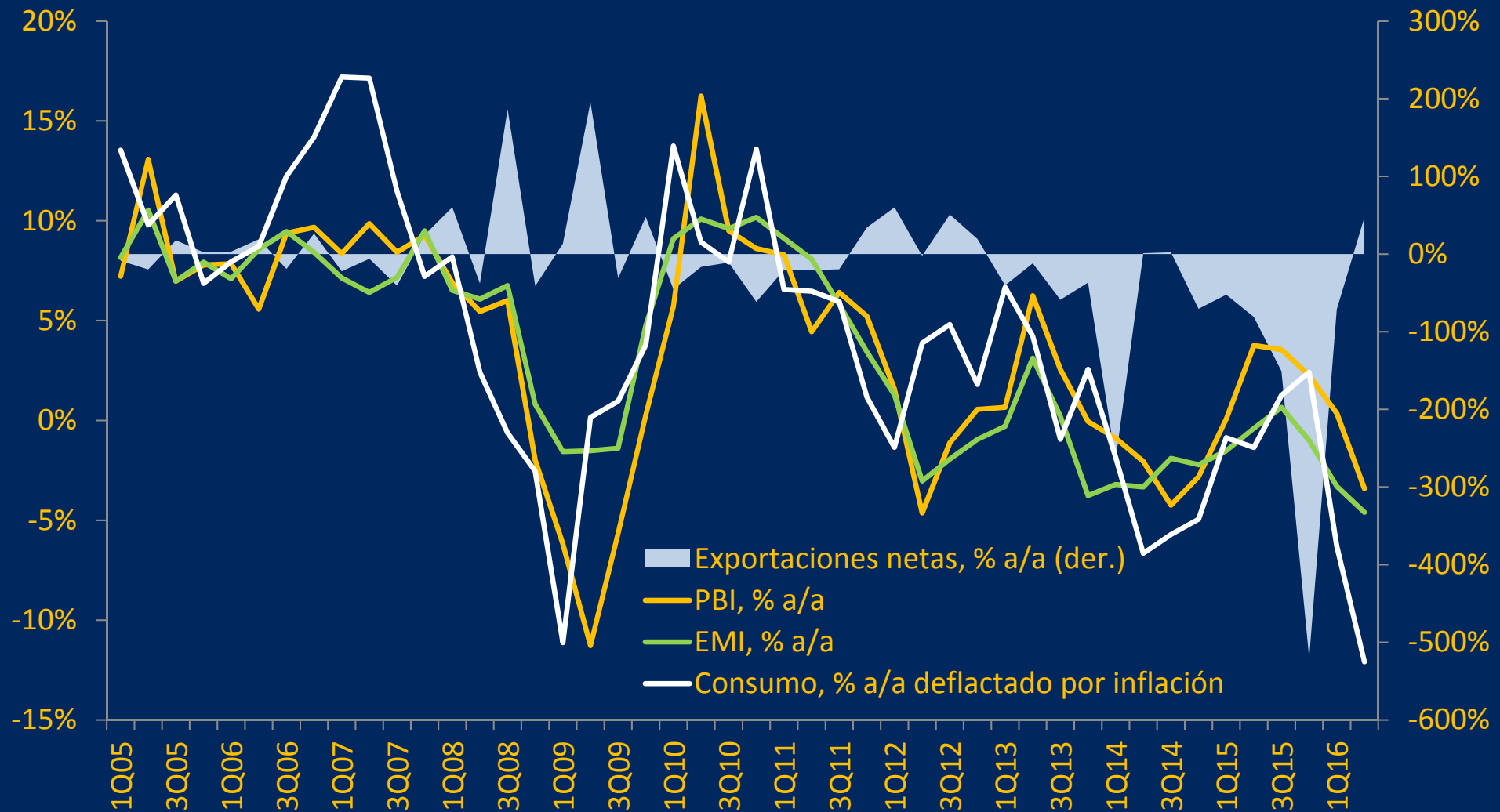
LA HERENCIA RECIBIDA

- ❑ 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

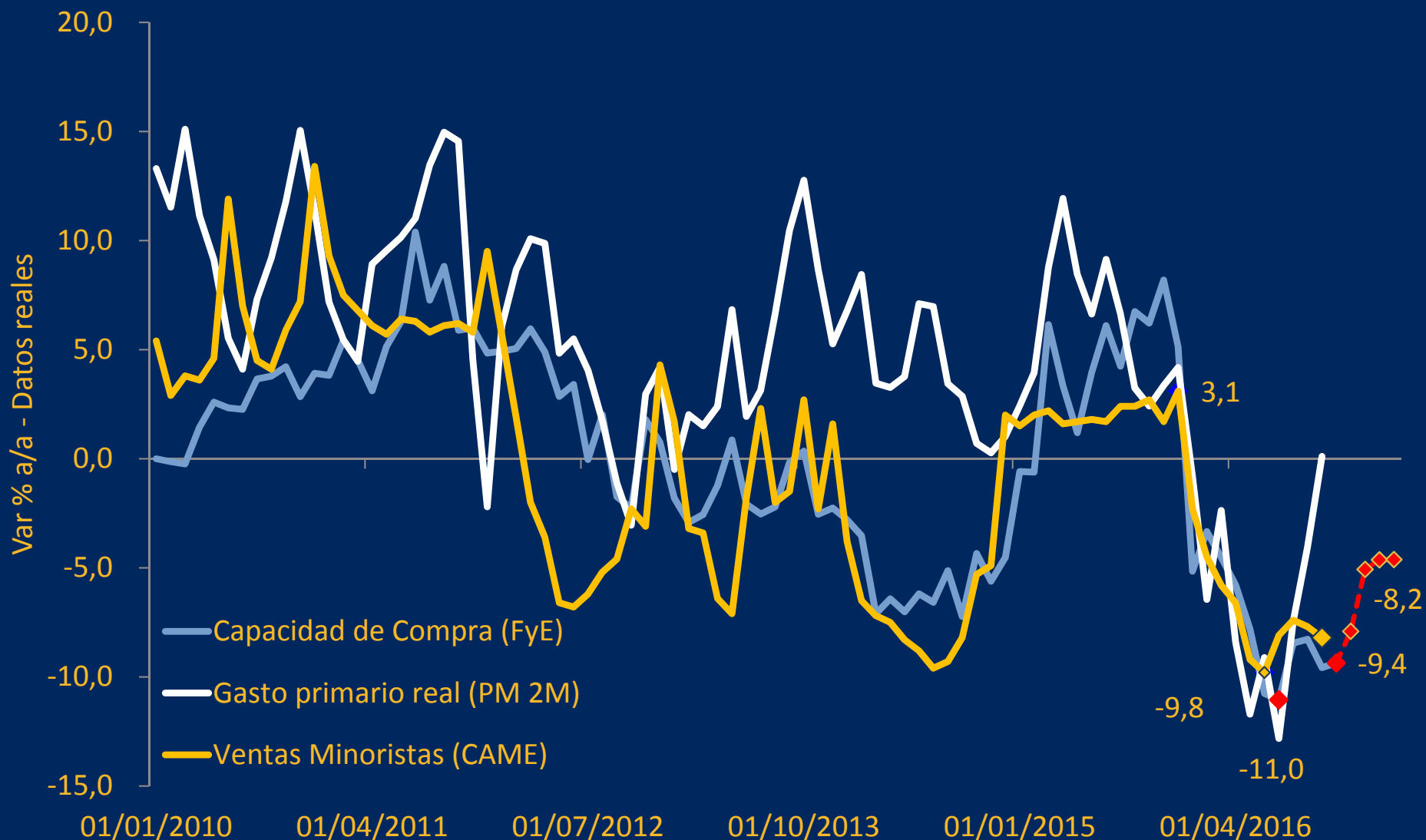
La Perspectiva Argentina Post-Trump

ACTIVIDAD – PBI, Inversión, Consumo y Comercio



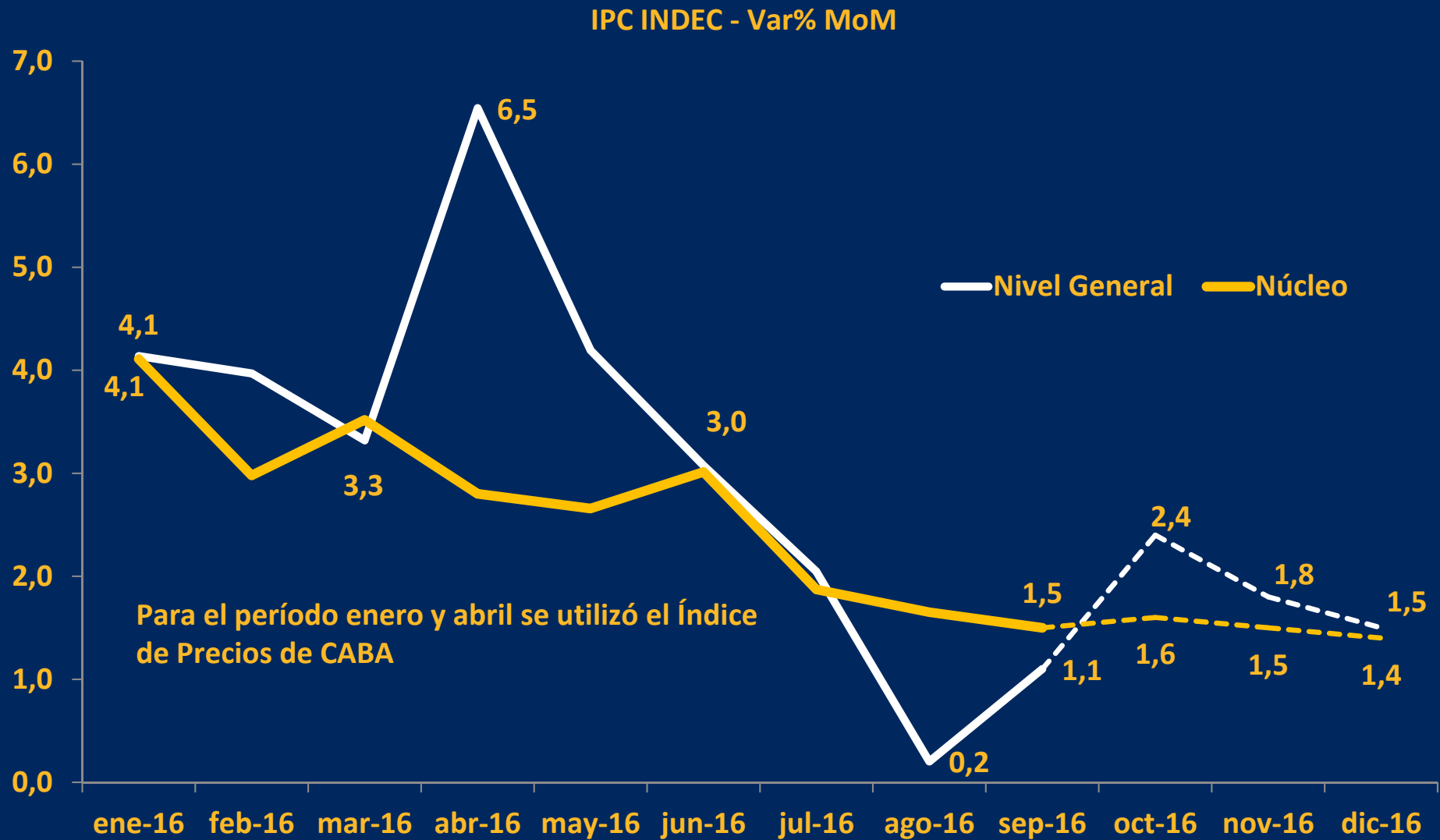
Fuente: INDEC, SBS

Efectos en el ingreso, gasto público y recuperación económica



Fuente: FyE, CAME, Mecon

Reducción de las Presiones Inflacionarias



Fuente: FyE

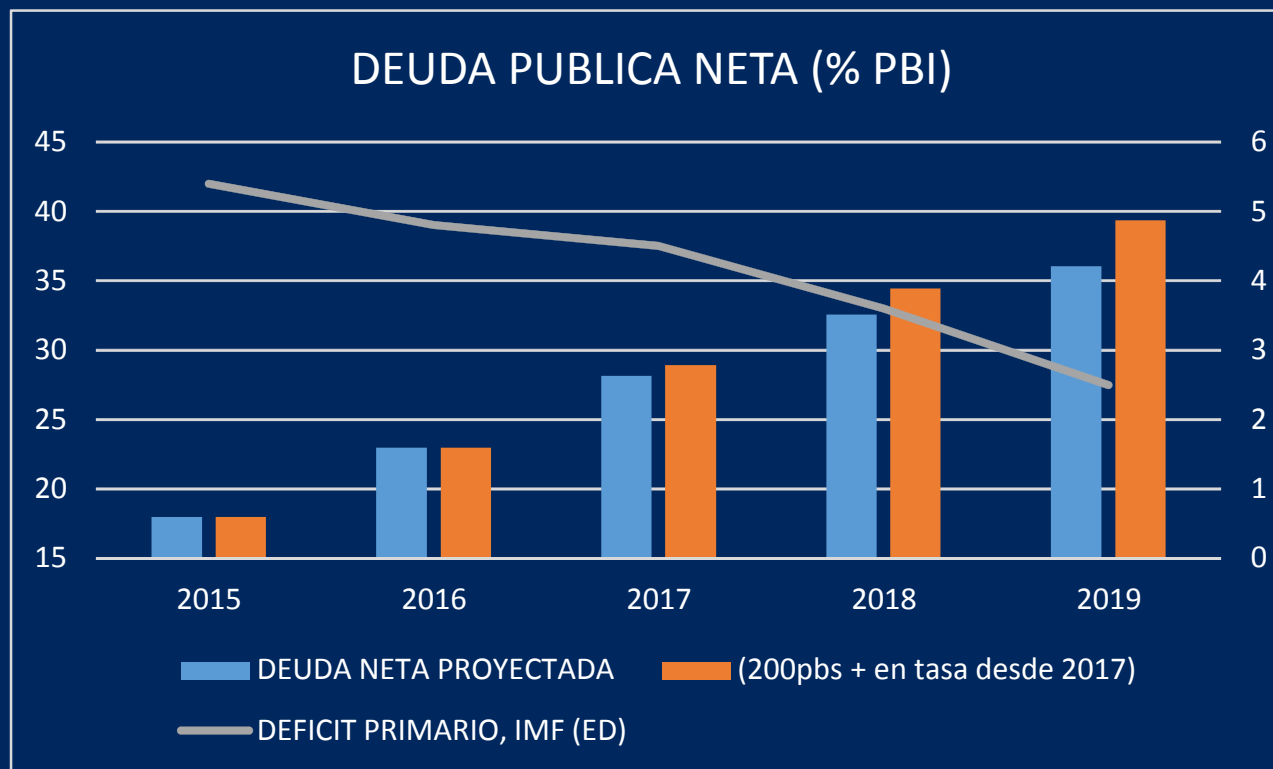
LA ESTRATEGIA ELEGIDA

- ❑ 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

Gradualismo fiscal y sus implicancias

Sector Público Nacional	2015	2016	2017	% A/A	
	\$ MM	\$ MM	\$ MM	2016	2017
Ingresos Totales	1.193	1.511	1.914	26,6	26,7
Ingresos tributarios	1.128	1.446	1.854	28,2	28,2
Resto 1/	65	65	60	-0,2	-7,2
Gasto Primario	1.428	1.885	2.386	32,0	26,5
Salarios	246	332	401	34,8	20,9
Bienes y Servicios y otros	102	130	150	27,7	15,1
Jubilaciones	536	738	1.012	37,7	37,1
Subsidios	322	448	510	38,9	13,8
Provincias	31	58	67	86,5	15,1
Obra pública	161	174	234	7,9	34,7
Resultado Primario	-235	-375	-472		
Intereses	121	201	259		
Rentas (BCRA y Anses)	130	167	134		
Res.Fiscal	-226	-409	-597		

Fuente: FyE

Argentina: Necesidades de financiamiento 2016 – 2017

En miles de millones	2016			2017		
	En ARS (ARS)	En USD (USD)	Total (USD)	En ARS (ARS)	En USD (USD)	Total (USD)
Necesidades financieras:	811	13.5	67.5	847	21.7	69..0
Déficit primario SPN s/rentas	355	1.2	24.9	388	0.9	22.6
Amortizaciones s/BCRA	222	5.8	20.6	105	12.3	18.2
Intereses	96	6.5	12.9	125	7.3	14.3
Otros	138	0.0	9.2	229	1.2	14.0
Fuentes Extra-Mercado:	441	6.1	35.5	485	7.0	34.1
Rentas (BCRA + Anses)	169	0.0	11.3	179		10.0
Agencias públicas	147	2.2	12.0	201		11.2
Org. Internaciones/Bilaterales	0	3.9	3.9		7.0	7.0
Otros	126	0.0	8.4	104		5.8
GAP financiero de Mercado	369	7.4	32.0	362	14.7	34.9
Financiamiento	201	18.6	32.0	266	20.1	34.9
GAP divisas	168	-11.1	0.0	96	-5.4	0.0

Fuente: FyE

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.

La Perspectiva Argentina Post-Trump

Proyecciones Macro Argentina 2017

Actividad Económica	2015	2016	2017	Mercado Cambiario	2015	2016	2017
PBI Real (% a/a)	2,4	-2,0	2,9	AR\$/U\$S (dic prom)	11,4	15,7	19,0
PBI Nominal (% a/a)	26,7	41,3	29,3	AR\$/U\$S (prom)	9,3	14,8	17,6
PBI Nominal (\$ MM)	5.839	8.251	10.670	TC Real (1=dic/01)	1,04	1,02	1,02
PBI en U\$S (MM)	630,3	559,0	606,6	Cuentas Externas			
Inflación				Saldo Comercial (U\$S MM)	-3,0	-0,4	-4,0
Inflación GBA INDEC (% dic/dic)	27,1	39,1	22,4	Exportaciones (U\$S MM)	56,8	55,4	58,0
(% prom)	27,3	40,5	24,9	Importaciones (U\$S MM)	59,8	55,7	61,9
Inflación CABA (% dic/dic)	27,1	40,8	22,5	Cuenta corriente (U\$S MM)	-15,9	-12,7	-17,6
(% prom)	27,3	41,6	25,5	(% PBI)	-2,5	-2,3	-2,9
Mercado Monetario				Reservas internacionales (U\$S MM)	25,6	32,8	35,0
Lebacs 35 días (% dic)	33,0	24,3	24,3	Sector Público			
Badlar Privada (% dic)	27,2	21,4	21,0	Res. Primario sin Rentas (\$ MM)	-235,6	-365,8	-467,6
Base Monetaria (% dic/dic)	40,5	20,5	25,5	(% PBI)	-4,0	-4,4	-4,4
M2 Privado (% dic/dic)	36,7	19,7	23,1	Res. Financiero (% PBI)	-3,9	-4,9	-5,0
Crédito Priv. en AR\$ (% dic/dic)	39,0	18,7	24,6	Deuda pública total (U\$S MM)	247,5	262,3	280,8
				(% PBI)	39,3	46,9	46,5
				D. con S.Privado + IFIs (U\$S MM)	86,7	101,4	126,1
				(% PBI)	13,8	18,1	20,9
				Stock Lebacs (\$ MM, fin p.)	345,1	670,0	970,0
				(% PBI)	5,9	8,1	9,1