

Argentina: Un País Fronterizo?

Septiembre 15, 2017
38 Convención Anual, IAEF



Gustavo Cañonero
Partner y Director, Grupo SBS

AGENDA

- I. En los límites de la frontera**
- II. Pero lejos del grado de inversión**
- III. Principales desafíos a la sustentabilidad**
- IV. Algunos aliados fundamentales**
- V. El dilema del gradualismo**
- VI. Conclusiones: Si se puede!**
....con perseverancia y paciencia












Argentina cumple con la mayoría de las condiciones para ser país emergente en la caracterización del mercado de acciones, resta probar IRREVERSIBILIDAD

Resumen de las Condiciones de MSCI y Grado de Cumplimiento

	Fecha de Cumplimiento
Facilidad a los movimientos de capitales	
Restricciones a los flujos de capitales	
Período mínimo de permanencia en el país	05-ene-17
Límite a la repatriación de capitales	17-dic-15
Aprobación del BCRA a salidas de capitales	17-dic-15
Grado de liberalización del mercado cambiario	
Determinación del tipo de cambio	17-dic-15
Encajes a los ingresos de capitales	17-dic-15
Eficiencia del marco operativo	
Registración y apertura de cuentas	Registración obligatoria y documentos están en castellano (proceso toma hasta 10 días).
Clearing y settlement de transacciones	No hay un sistema de Delivery vs Payment (DVP) y no se puede hacer overdrafts en el Merval
Estabilidad del marco institucional	El mercado cumple la mayoría de las condiciones, pero los cambios son relativamente recientes y su irreversibilidad aún debe ser comprobada.

Fuente: SBS Research, MSCI

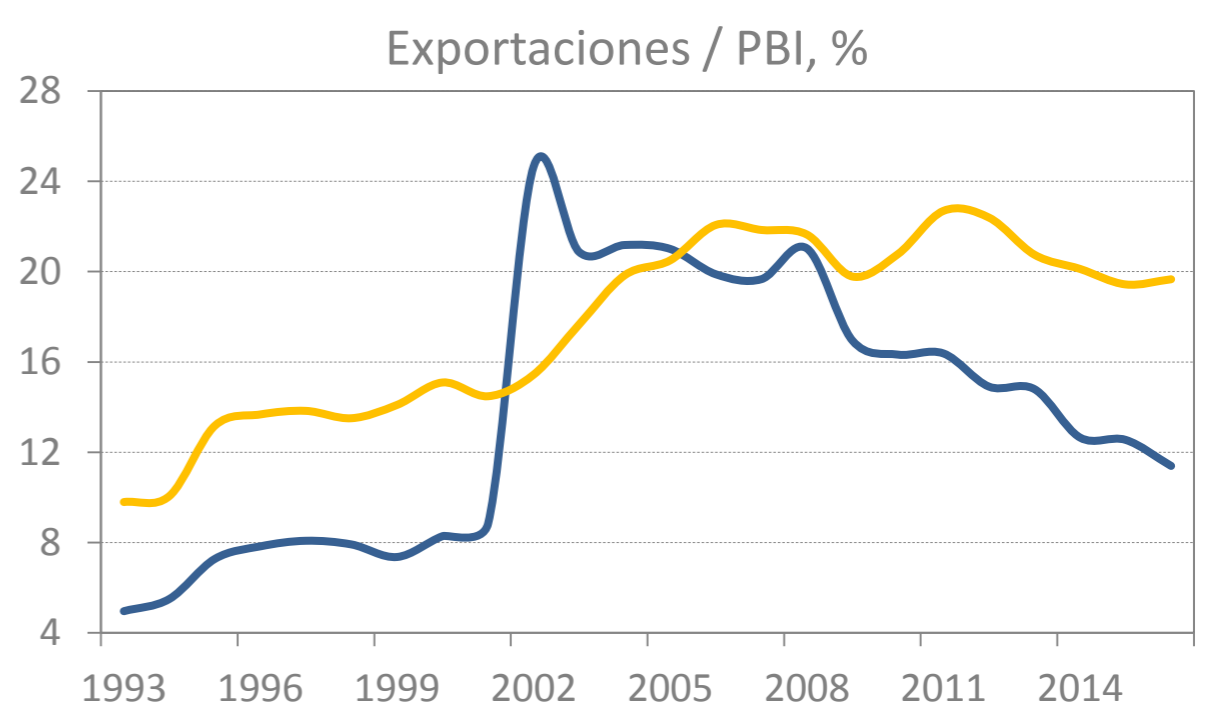
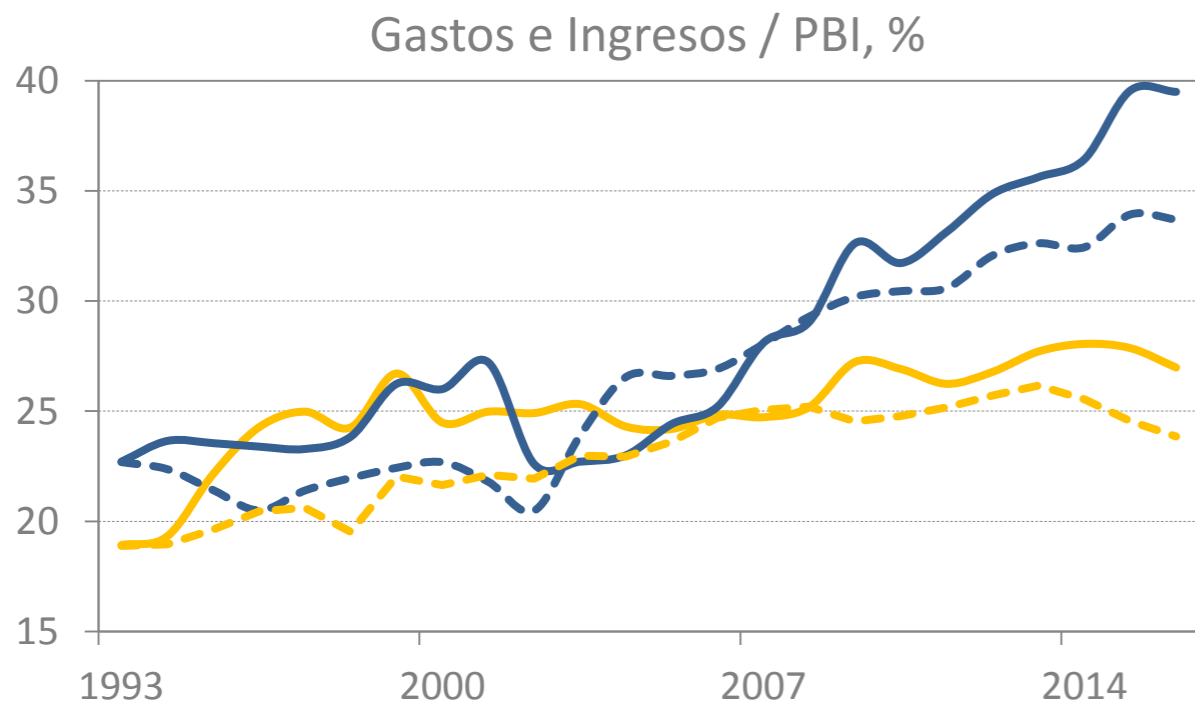
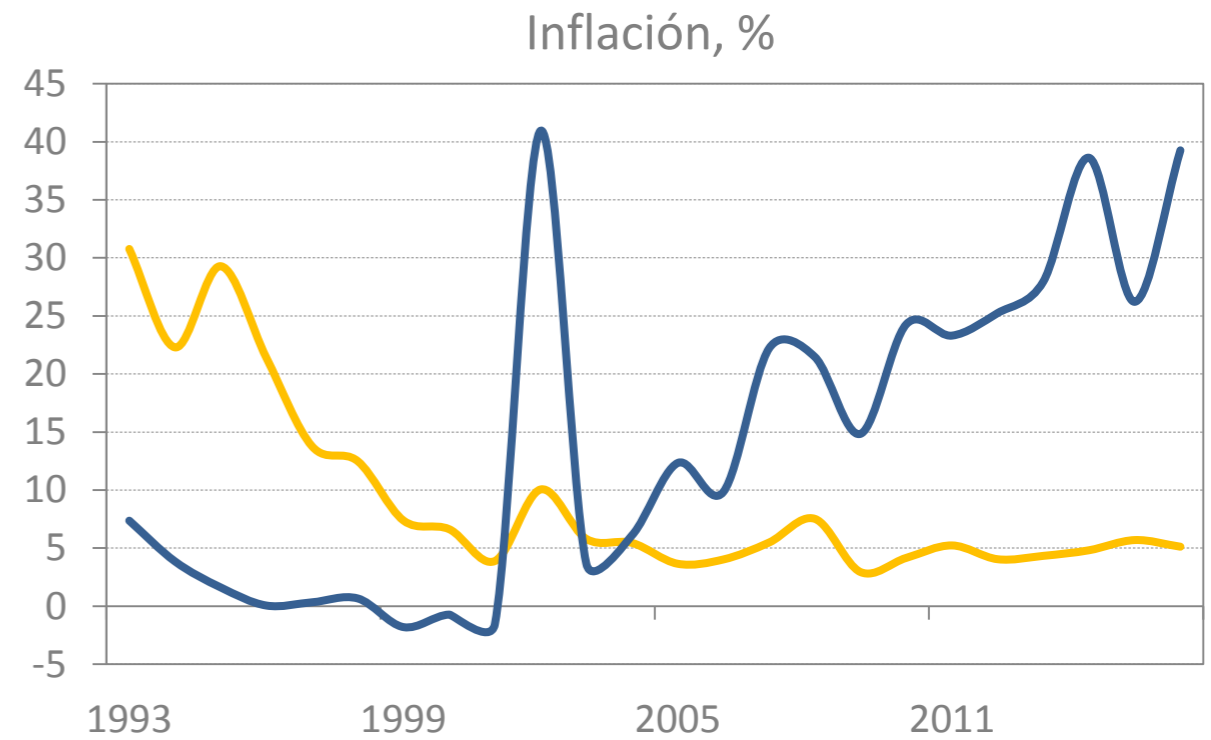
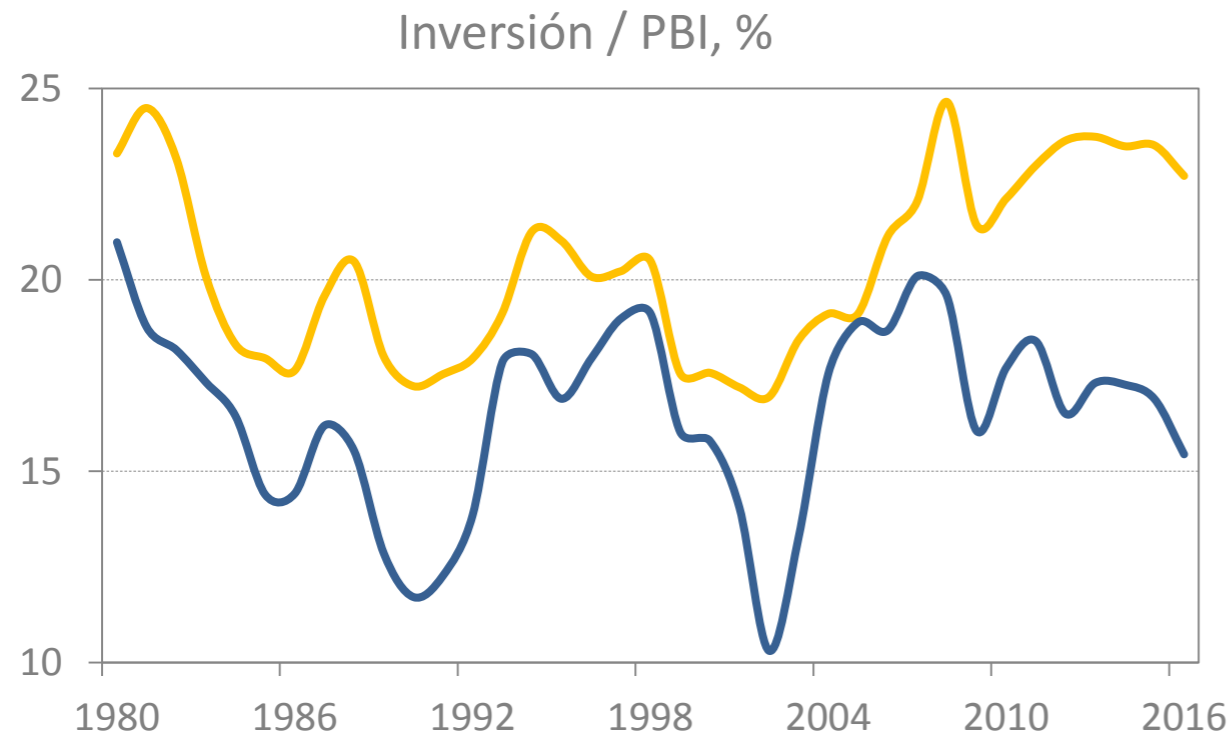
Los indicadores que miran las calificadoras para determinar los ratings muestran que todavía queda un largo camino por recorrer

		Argentina	IG	IG LatAm	Colombia	Uruguay	México	Perú
Indicadores Económicos								
PBI per cápita (USD)		13633	13913	9832	6447	17361	8946	6573
Inversión (% PBI)		17.1	22.7	22.1	25.5	18.9	21.2	22.8
Ahorro (% PBI)		14.3	20.9	20.0	22.1	18.8	18.9	20.3
Indicadores Monetarios								
Inflación		20.0	3.0	5.1	4.4	7.3	5.5	3.2
Pasivos bancarios resid. (ex Gob, % PBI)		15.0	67.1	38.6	52.2	29.6	35.6	37.0
Indicadores Fiscales								
Resultado Primario Gob Gral (% PBI)		-5.5	-0.4	-1.4	0.5	-2.7	-1.6	-1.9
Ingresos Gobierno General (% PBI)		36.9	31.8	25.9	25.0	38.1	22.0	18.5
Gastos Gobierno General (% PBI)		44.0	34.2	29.4	27.6	42.9	25.4	21.6
Deuda Neta Gobierno General (% PBI)		26.7	32.3	36.4	37.4	52.1	44.0	12.1
Indicadores del Balance de Pagos								
Ingresos Cuenta Corriente (% PBI)		14.6	46.3	26.7	18.2	21.7	42.2	24.7
Pasivos Externos Netos/Ing. CC (%)		-0.2	103.0	156.4	255.1	109.5	113.7	147.2

Notas:

Pasivos Externos Netos/Ing. CC (%): +deuda externa + inversión directa (deuda y equity) + inversión de portafolio - activos externos netos (inc. Reservas) - otros activos externos del sector público - neto de depósitos y préstamos con no-residentes - inversión directa

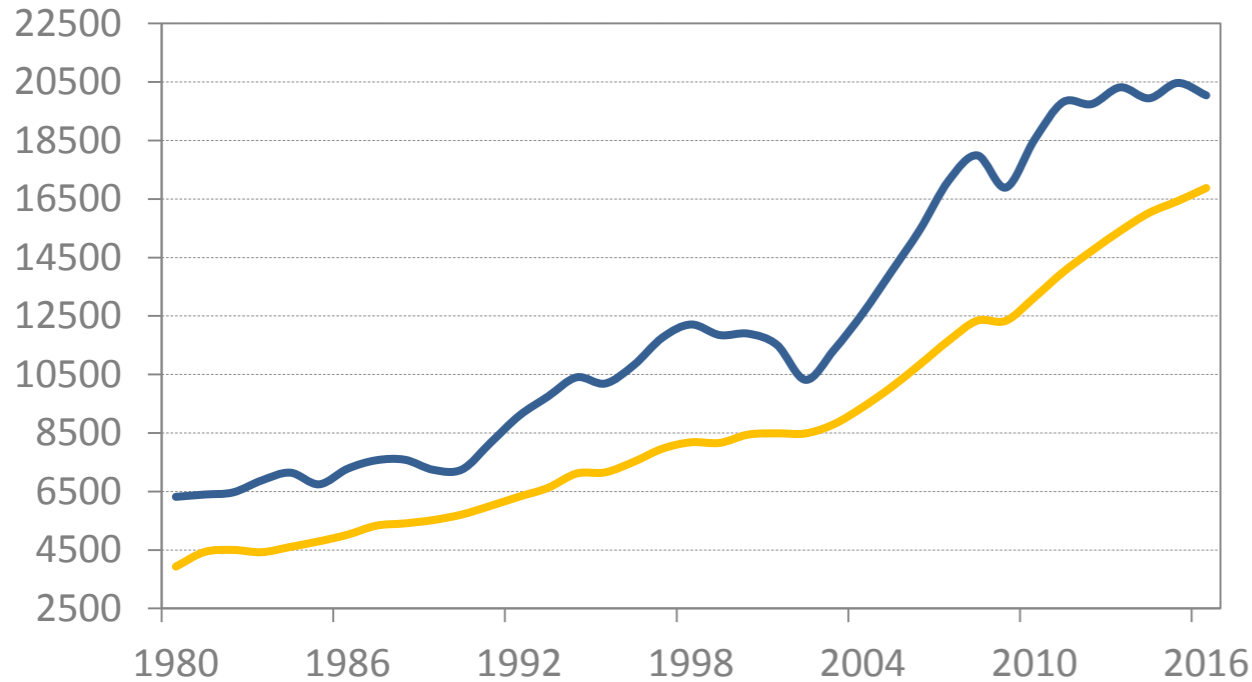
Fuente: SBS Research, S&P Global, Mecon, Indec, BCRA



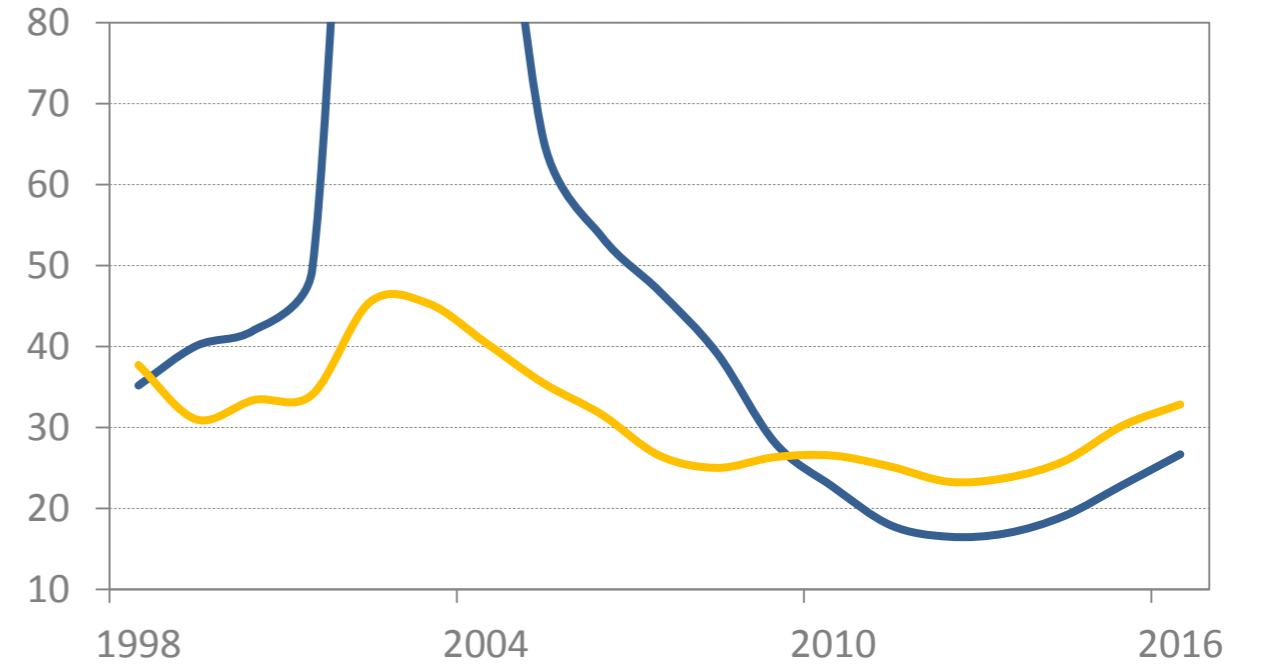
— LatAm IG — Argentina

Nota: En el gráfico de gastos e ingresos, los gastos están representados por la línea gruesa y los ingresos por la punteada
 Fuente: SBS Research, FMI, Bloomberg

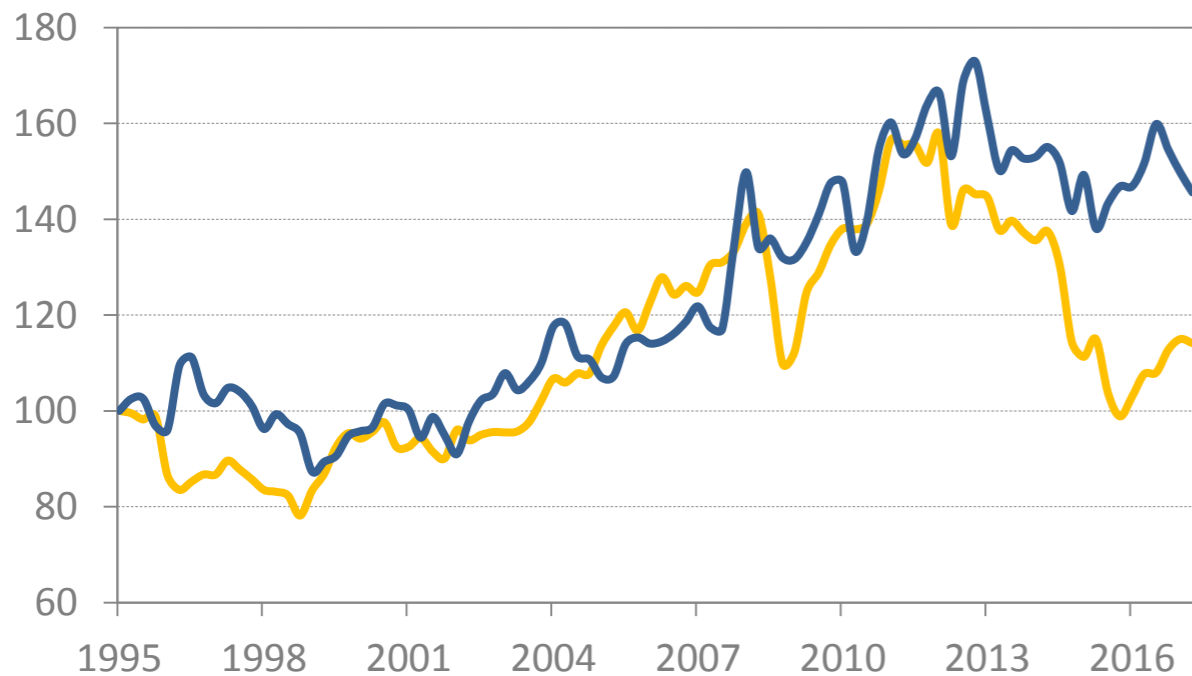
PBI Per Cápita (PPP), USD



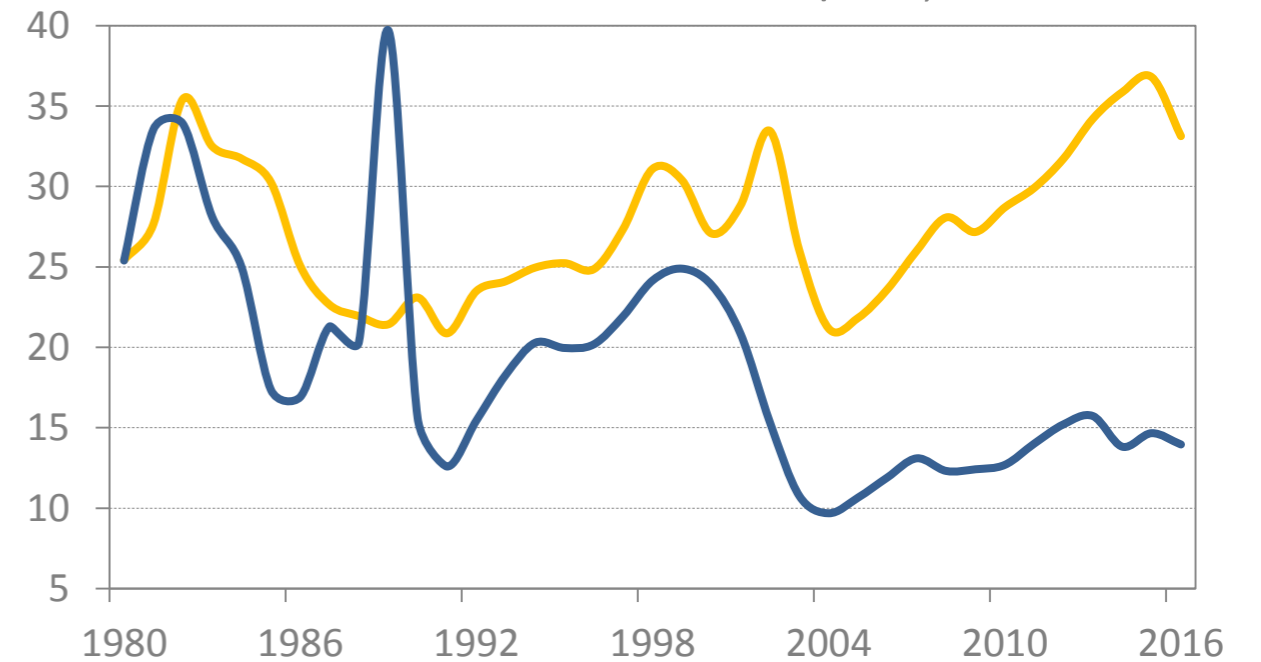
Deuda Neta / PBI, %



Términos del Intercambio



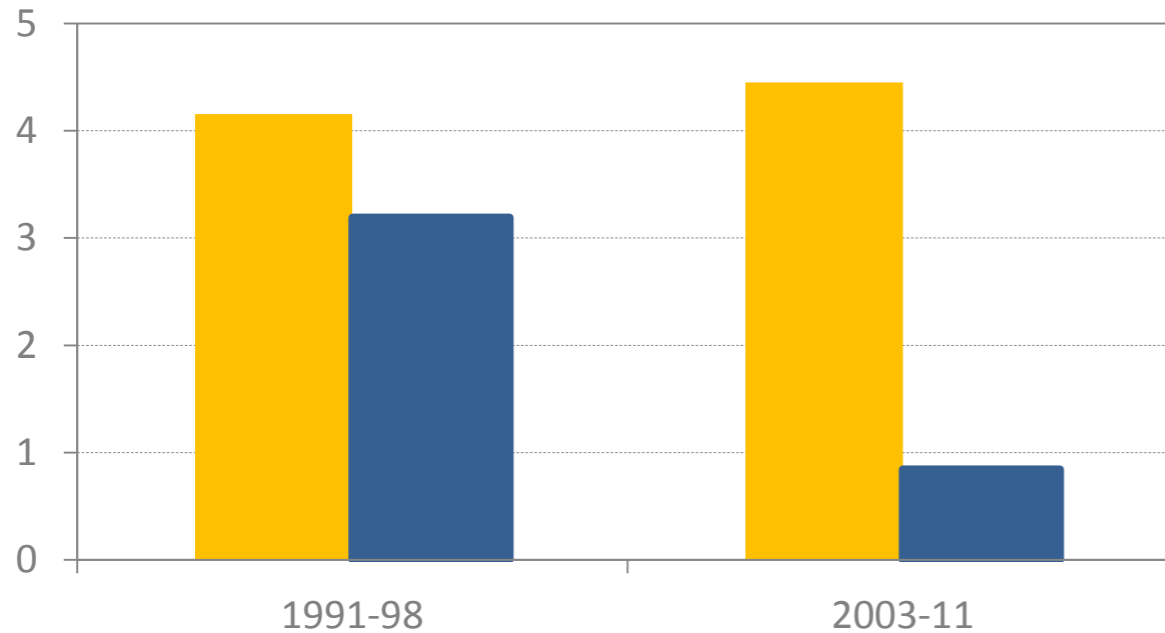
Crédito al Sector Privado / PBI, %



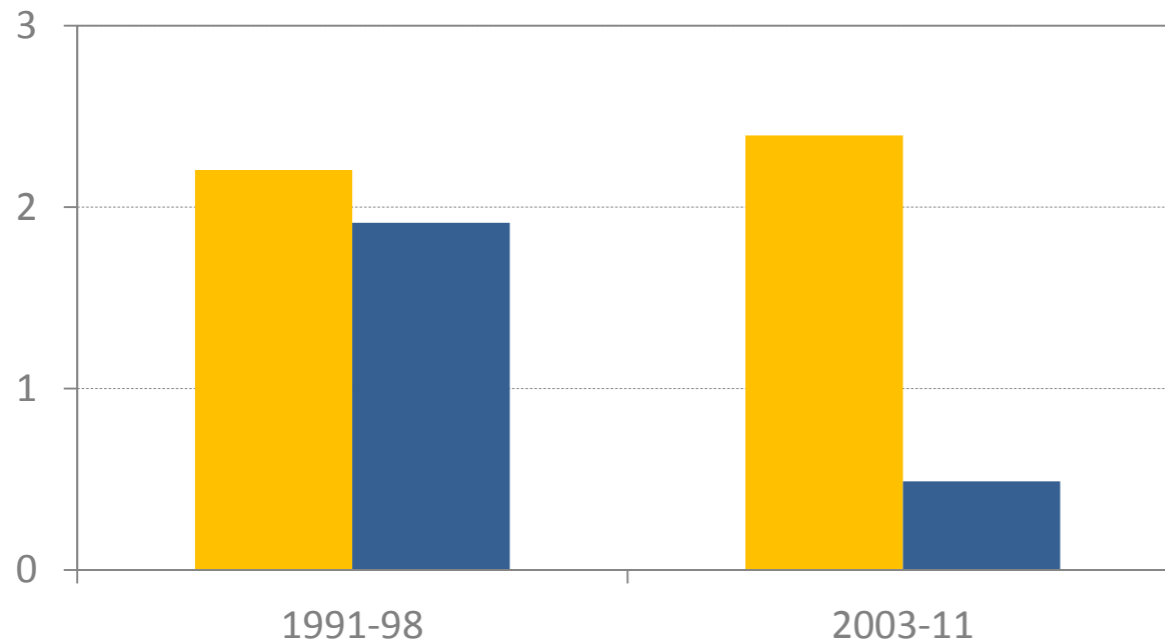
— LatAm IG

— Argentina

Crecimiento del Capital, %

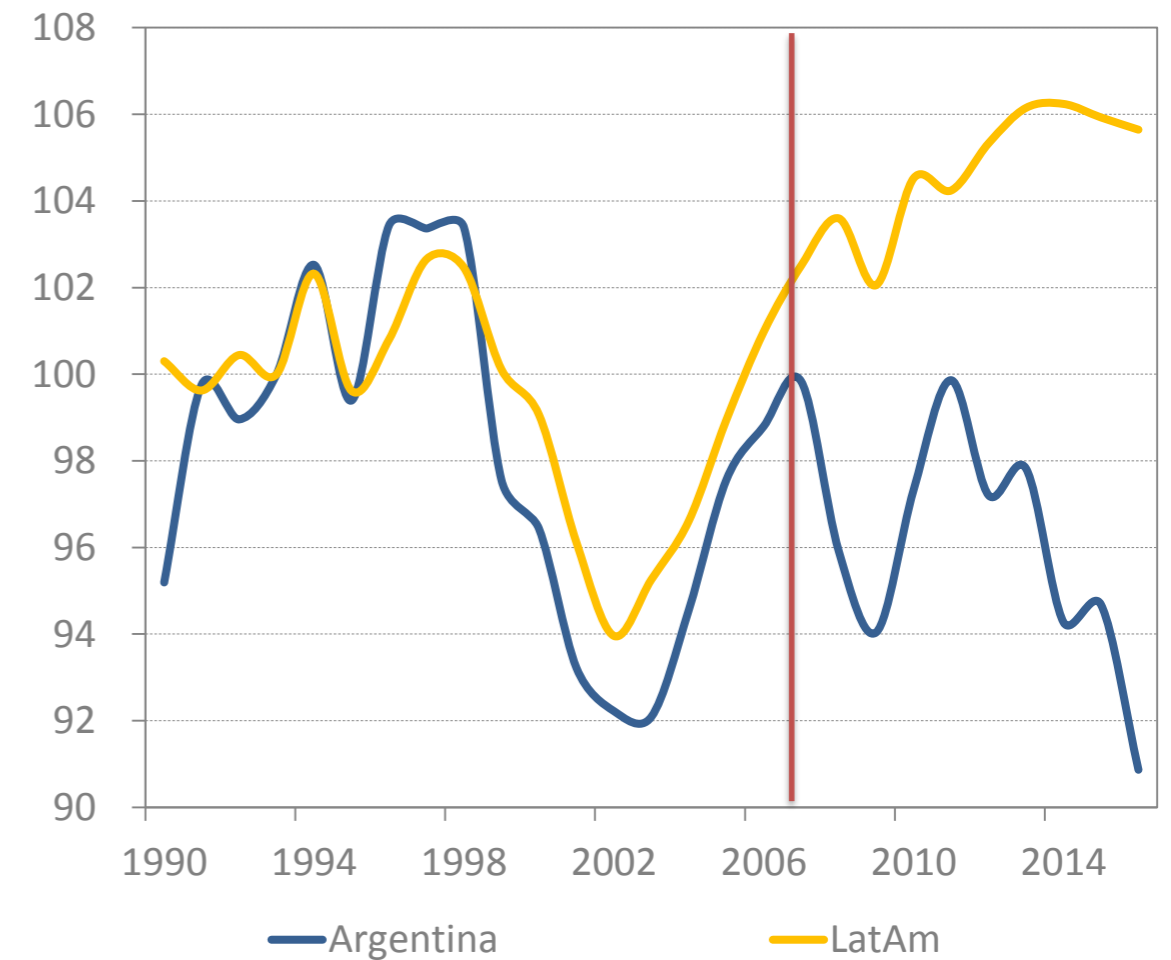


Contribución del Capital, %



A diferencia de los 90s, en 2003-11 se invirtió poco y esa inversión no fue particularmente productiva

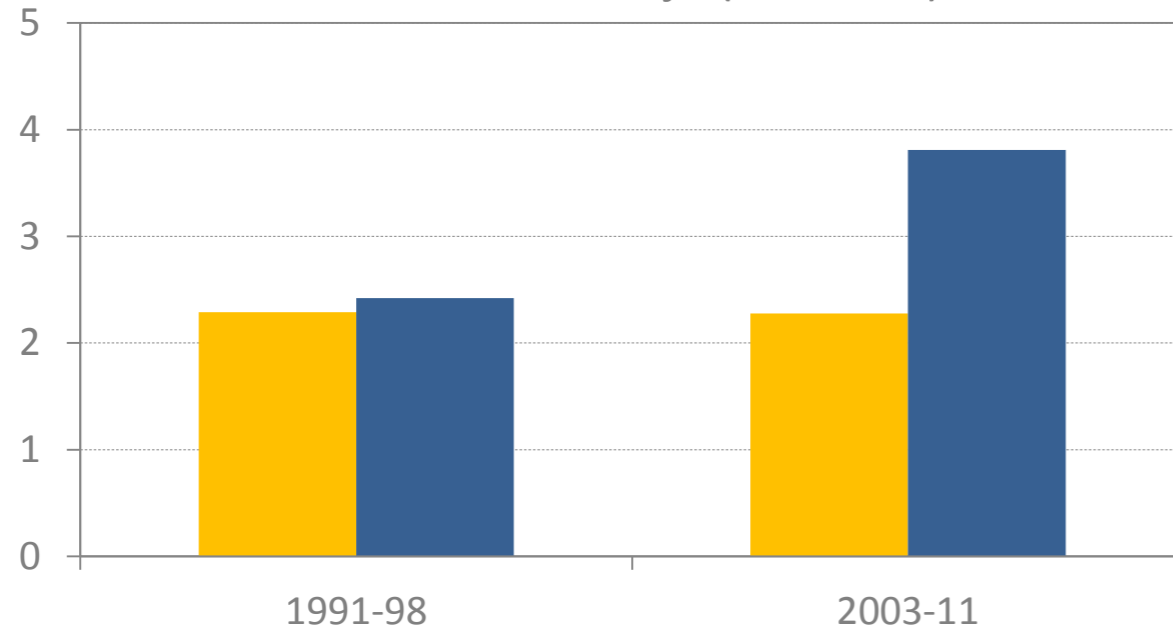
Productividad Total de los Factores



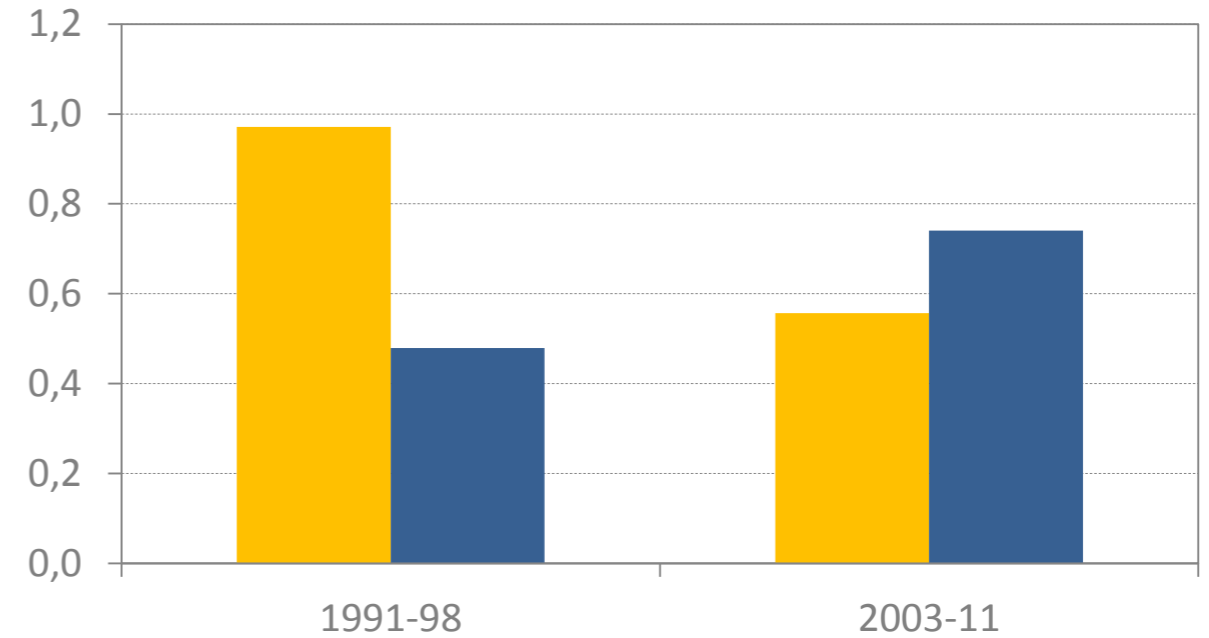
Fuente: SBS Research, Conference Board, A. Coremberg

- ❑ El principal déficit pareciera ser en inversión privada (12,3% del PBI vs 17,5% en la región)
- ❑ Empezando con la relación K/PBI del 2016 se necesitaría 20,5% de I/PBI para sostener 3% de crecimiento, o 25% para aspirar al 5% de crecimiento anual sostenido
- ❑ Llegar a la razón K/T de la región (- 24%), podría llevar 15 años si la inversión creciera al 5% si la región mantuviese su 3% de crecimiento
- ❑ El gap en infraestructura es particularmente alarmante. 50% o menos de la media regional, con excepción de vías de tren (y suscriptores de telefonía móvil). En hospitales por habitantes argentina ofrece el 67% de la región
- ❑ **La experiencia internacional muestra que los brotes de inversión son lentos y están positivamente asociados con reformas estructurales. Los datos sugieren contemporaneidad con: tipo de cambio competitivo, consolidación fiscal, aumento del ahorro interno, buenos términos del intercambio, y un sentimiento global constructivo (VIX mas que crédito o flujos)**

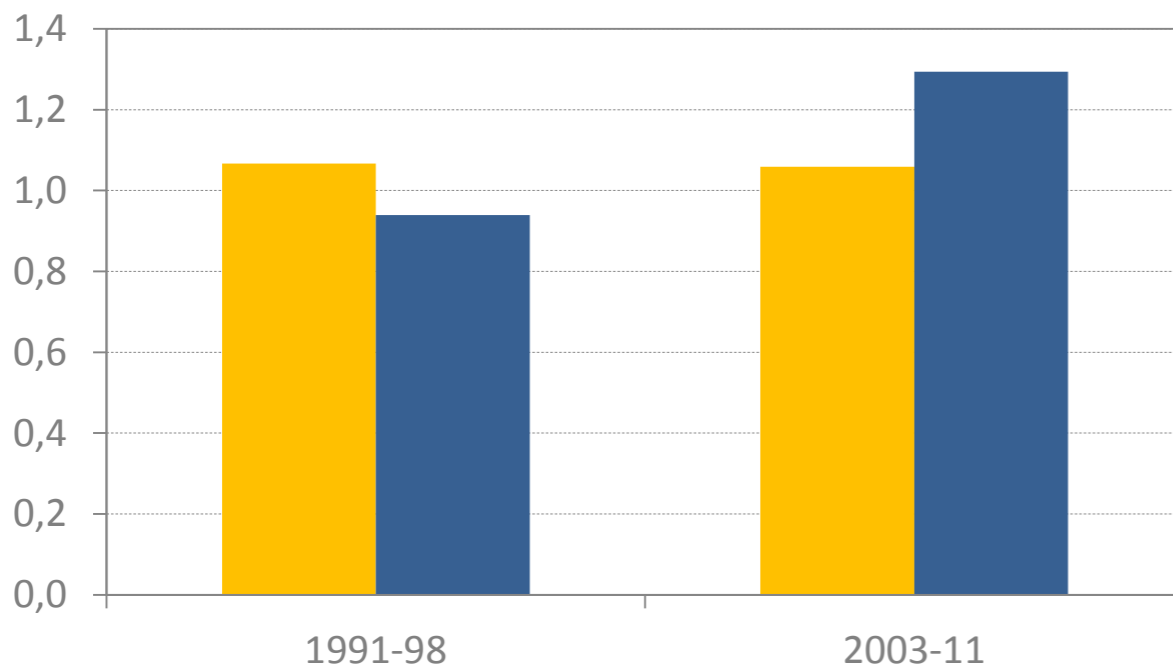
Crecimiento del Trabajo (Cantidad), %



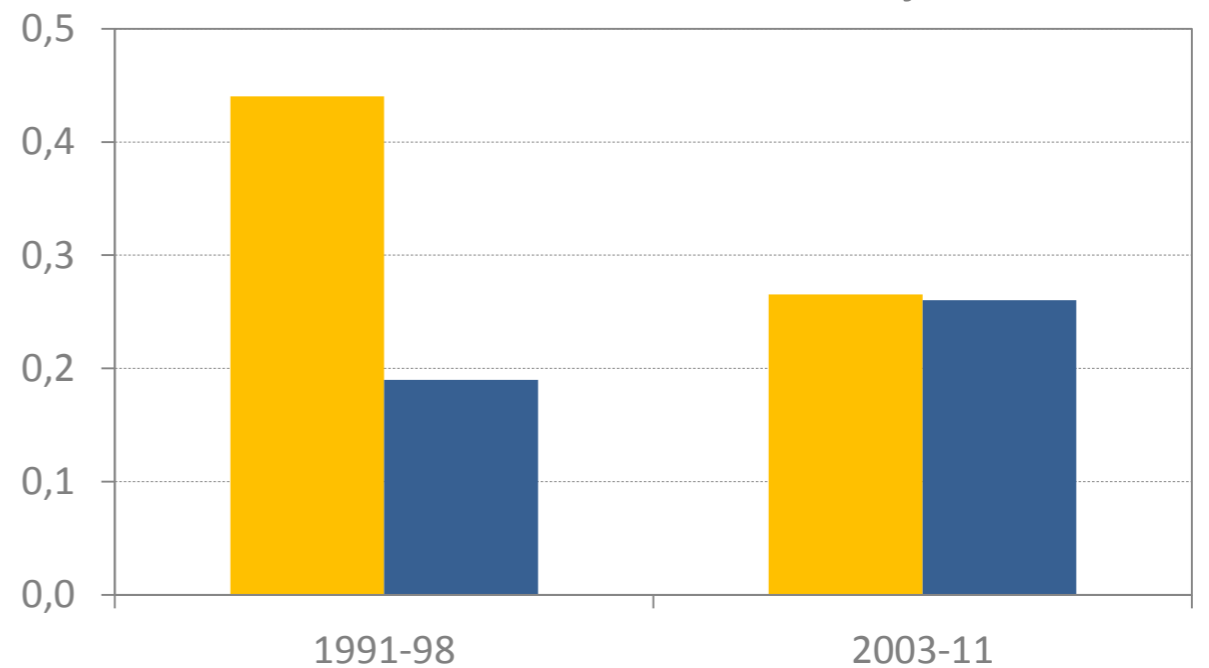
Crecimiento de la Calidad de Trabajo, %



Contribución del Trabajo (Cantidad), %



Contribución de la Calidad Trabajo, %



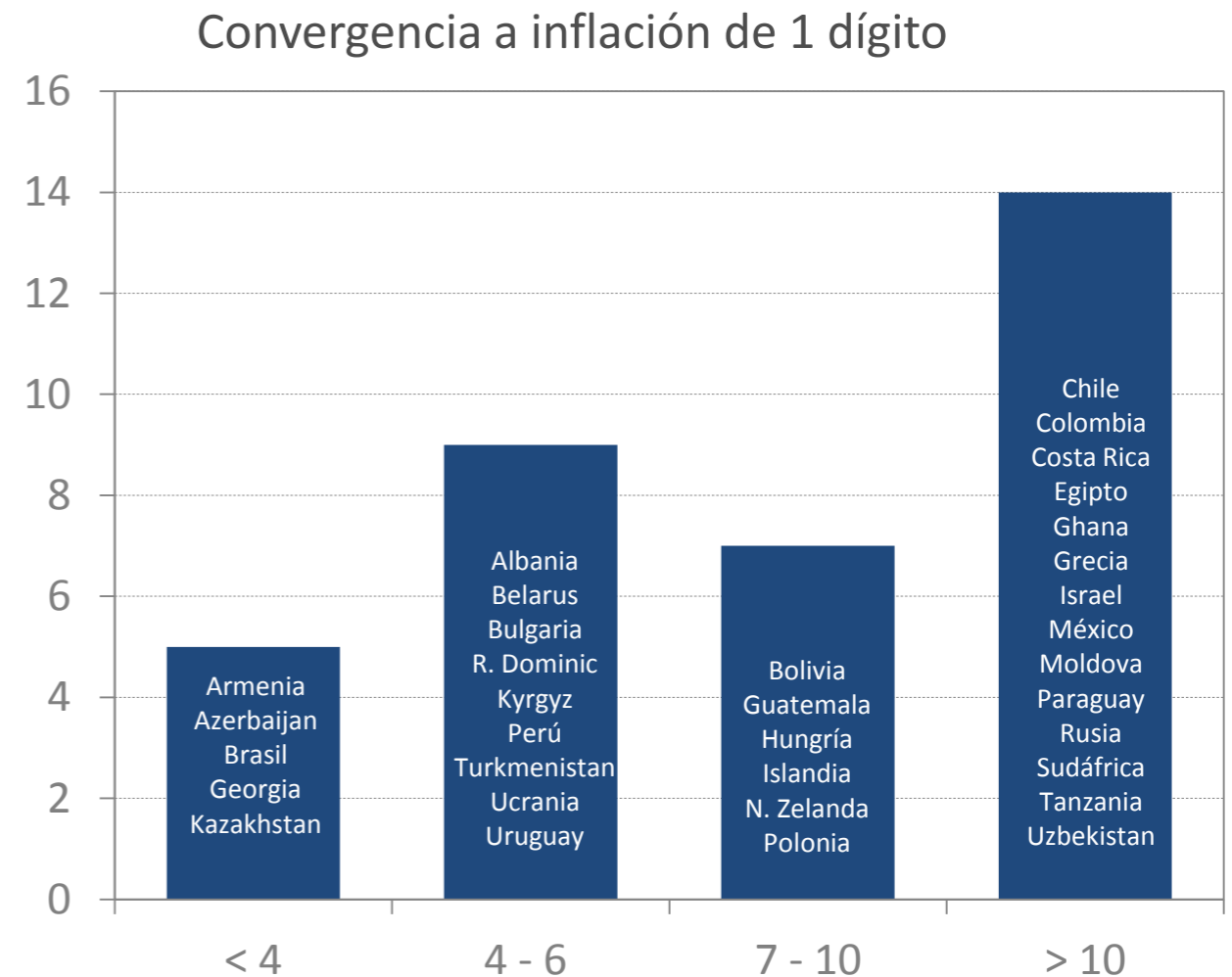
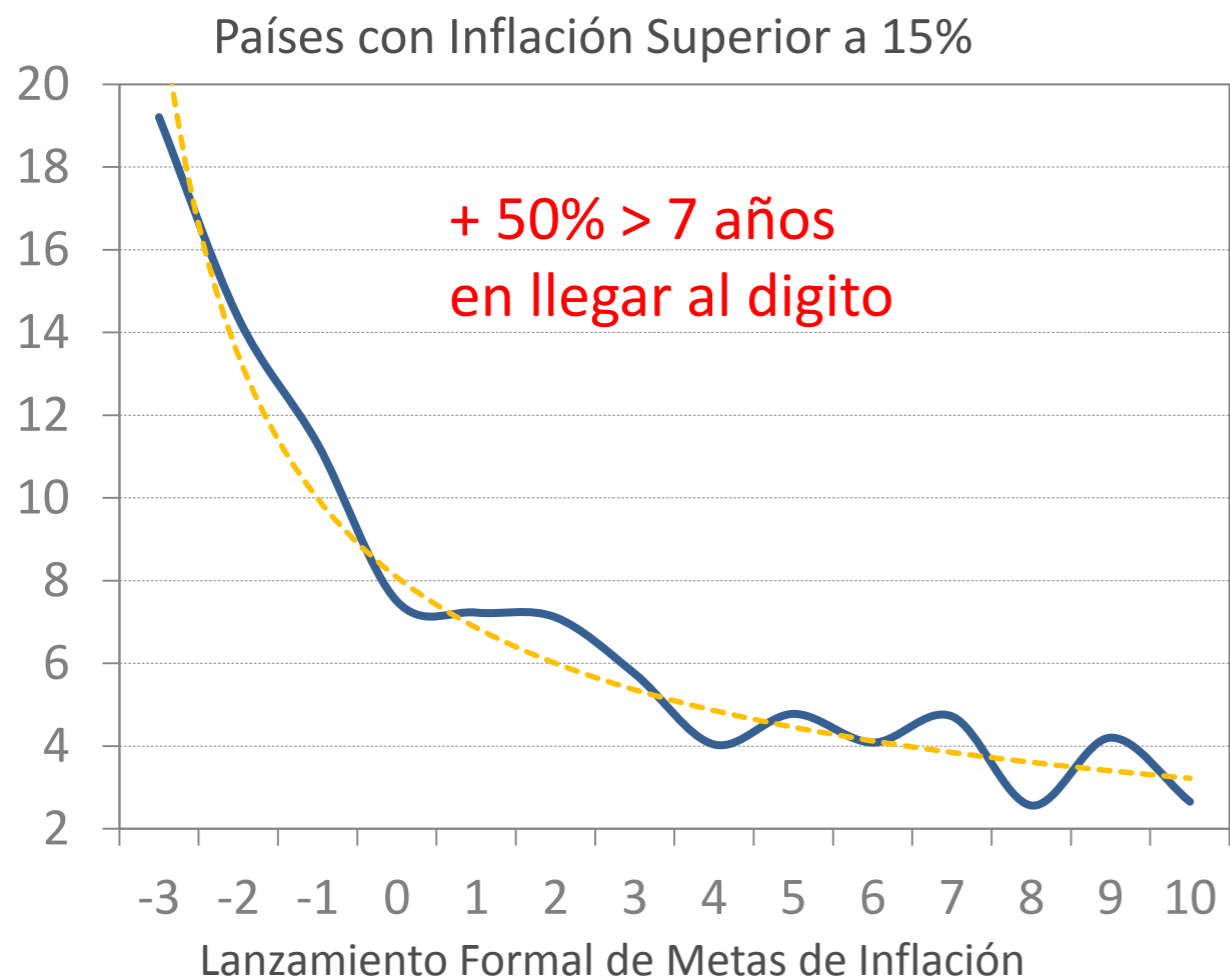
— LatAm IG

— Argentina

Fuente: SBS Research, Conference Board

- ❑ Una reducción de los impuestos al trabajo es clave, hoy representan más del 40% de la nomina, lo mismo que en los países de la OECD, pero mayor que 27% para IG LA. 2pbs se pueden bajar simplemente eliminando regímenes especiales
- ❑ Tal vez aun peor es la indeseada equidad, los impuestos al trabajo representan el mismo peso en casi todos los deciles de ingreso!. En Latinoamérica ese peso va de menor (11% para el decil 1) a mayor (26% para el decil 10)
- ❑ **El costo unitario laboral es entre 50%-100% mayor del promedio regional, casi en los niveles del promedio de la OECD**
- ❑ Los niveles de informalidad son similares a la media de la región, pero muy por debajo de Uruguay (+25%), Chile (+21%), y Brasil (+10%)
- ❑ Se necesita mayor flexibilidad para el nuevo empleo y un paulatino cierre de la actual segmentación del mercado laboral (Más formalidad y más educación)
- ❑ Gradual eliminación de la protección tarifaria, y financiamiento subsidiado para formación puede facilitar la progresiva actualización del capital humano

La experiencia internacional avala la efectividad de las metas de inflación, aunque la mayoría de los países han tenido que esperar mucho más de 4 años para alcanzar inflaciones de 1 dígito



Fuente: SBS Research, FMI, Bloomberg

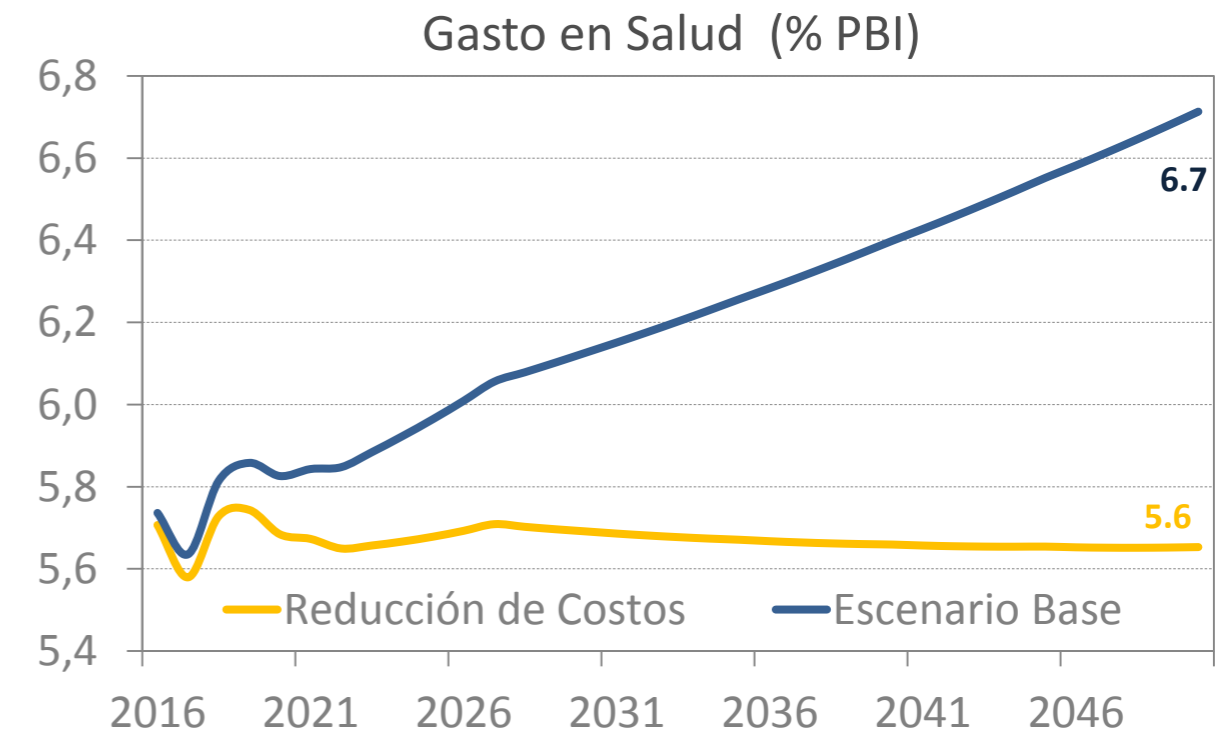
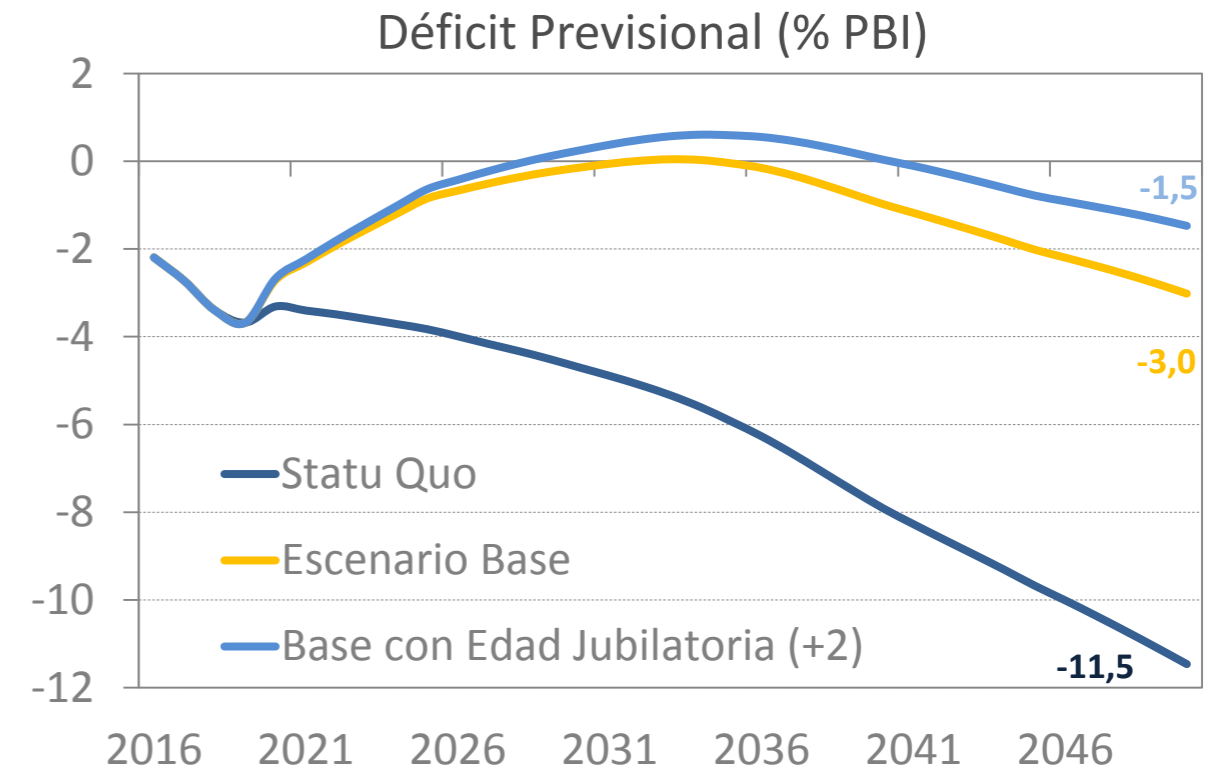
- ❑ Una muestra de 40 países con inflación entre 10%-40% muestra que la gran mayoría lograron alcanzar inflación de un dígito en por lo menos 10 años, pero a la mitad le costó más de 7 años
- ❑ En estos últimos existían formas explícitas de indexación que hacían la desinflación altamente costosa desde un punto de vista económico (Chile y Colombia por ejemplo) – nuestra indexación no es formal, es mental
- ❑ **Muchos de estos países observaron fuerte apreciación real de sus monedas (50% Colombia, 40% Chile, 80% México)**
- ❑ Y las bajas de inflación han ido acompañadas en general por fuerte reducción del gasto público (claramente no con suba de las tarifas!)
- ❑ Las instituciones fueron claves: independencia del Banco Central, y un objetivo anti-inflacionario claro (en muchos casos regímenes de metas de inflación)

Gasto Público Consolidado (% PBI)

	2016	2017
Gasto Primario	38,0	37,4
Transferencias al Sector Privado	15,9	15,6
Jubilaciones y Pensiones Nación	8,9	9,7
Otros (incluye subsidios)	7,0	5,9
Gastos de Funcionamiento	15,1	15,1
Salarios	12,6	12,6
Bienes y Servicios	2,5	2,5
Otros Gastos Corrientes	3,1	2,6
Gastos de Capital	3,9	4,0

En pensiones mínimamente habría que modificar la fórmula de ajuste actual, converger a una formalidad laboral de 60% (54%) y aumentar la tasa de participación laboral a 65% (61%). **Escenario Base**

Bajar 5pp las contribuciones (sobre salario bruto elevaría el déficit en 4% del PBI)



Fuente: SBS Research, Mecon, FMI

- ❑ El gasto consolidado en salarios, pensiones, y subsidios para la energía subieron más de 11% del PBI en la última década, llevando el nivel de gasto al más alto de Latinoamérica y uno de los más altos entre mercados emergentes
- ❑ Espacio para bajar el gasto en salarios (12,6% del PBI en 2016 > que 10% en OECD), más que nada al nivel provincial, donde se dio el 80% del crecimiento en los últimos años (1.6 millones)
- ❑ 70% del gasto en educación y salud es en salarios. Argentina compara bien en educación primaria y terciaria, en gasto y calidad, pero gasta demasiado en secundaria sin resultados diferenciados (resultados de PISA debajo del regional)
- ❑ Argentina gasta en salud 32% del presupuesto, contra 15% en LA y 12% en EM.
- ❑ Los 4% del PBI en subsidios son fuertemente regresivos. El quintil más pobre recibe subsidios del 10% en gas y del 18% en electricidad, contra 35% y 20% respectivamente para el decil más rico
- ❑ **La ventana demográfica mantiene el déficit pensional en 2,5% del PBI en los próximos años pero este se puede duplicar para el 2050**

Alta carga, demasiados impuestos, muchos distorsivos, particularmente en bienes y servicios

Ingresos del Sector Público Consolidado (%PBI)

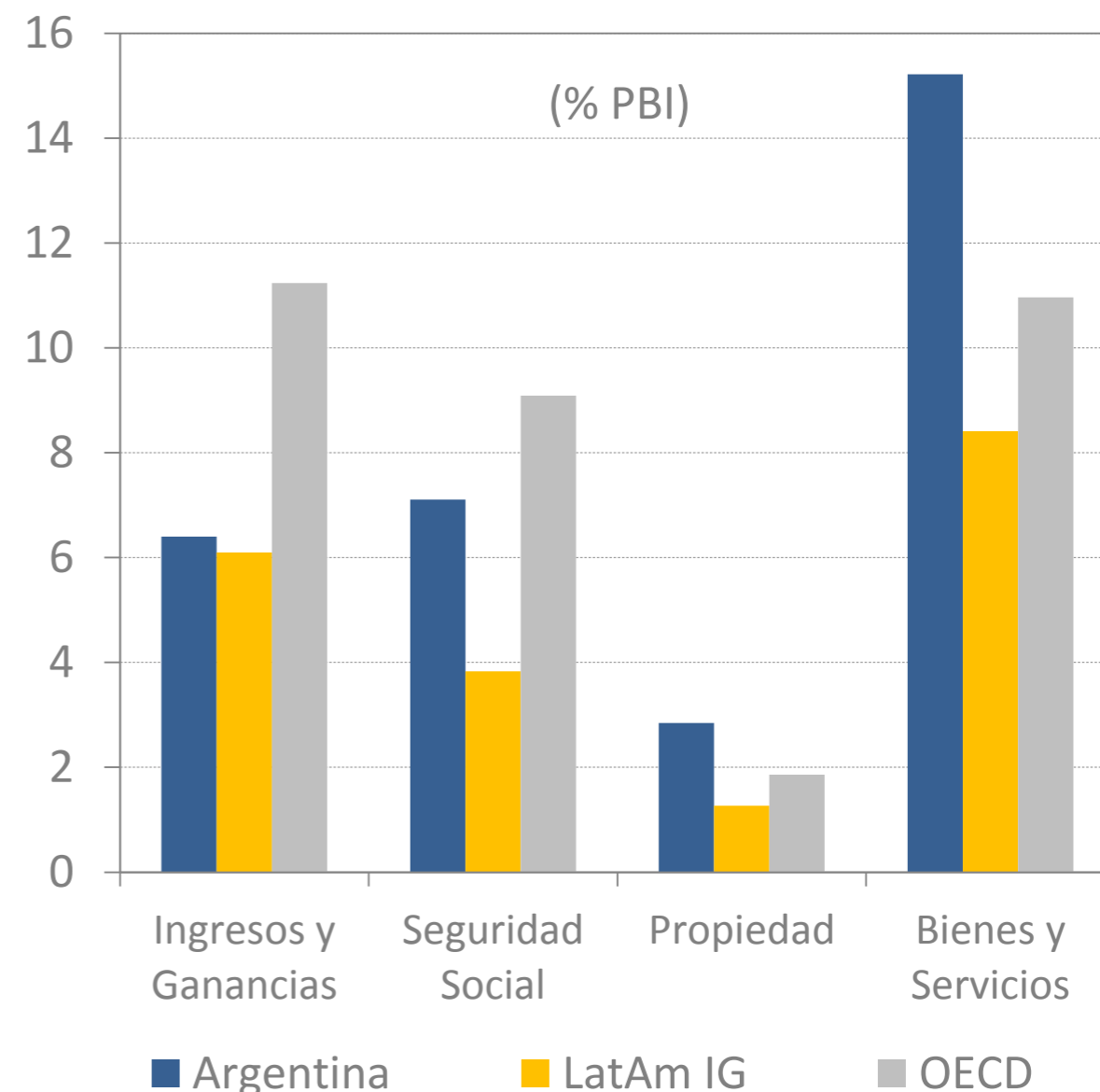
	2016	2017
Ingresos Totales	32,5	32,3
Ingresos Tributarios	23,2	23,2
Contribuciones a la Seguridad Social	7,0	7,0
Otros Ingresos	2,2	2,1

Recaudación Tributaria Nacional (2016)

	ARSmn	% PBI
Recaudación Tributaria	1963	24,4
Ganancias	433	5,4
IVA	583	7,2
Comercio Exterior	128	1,6
Combustibles	76	0,9
Bienes Personales	20	0,2
Créditos y Débitos en Cta. Cte.	132	1,6
Aportes y Contribuciones	524	6,5
Otros	68	0,8

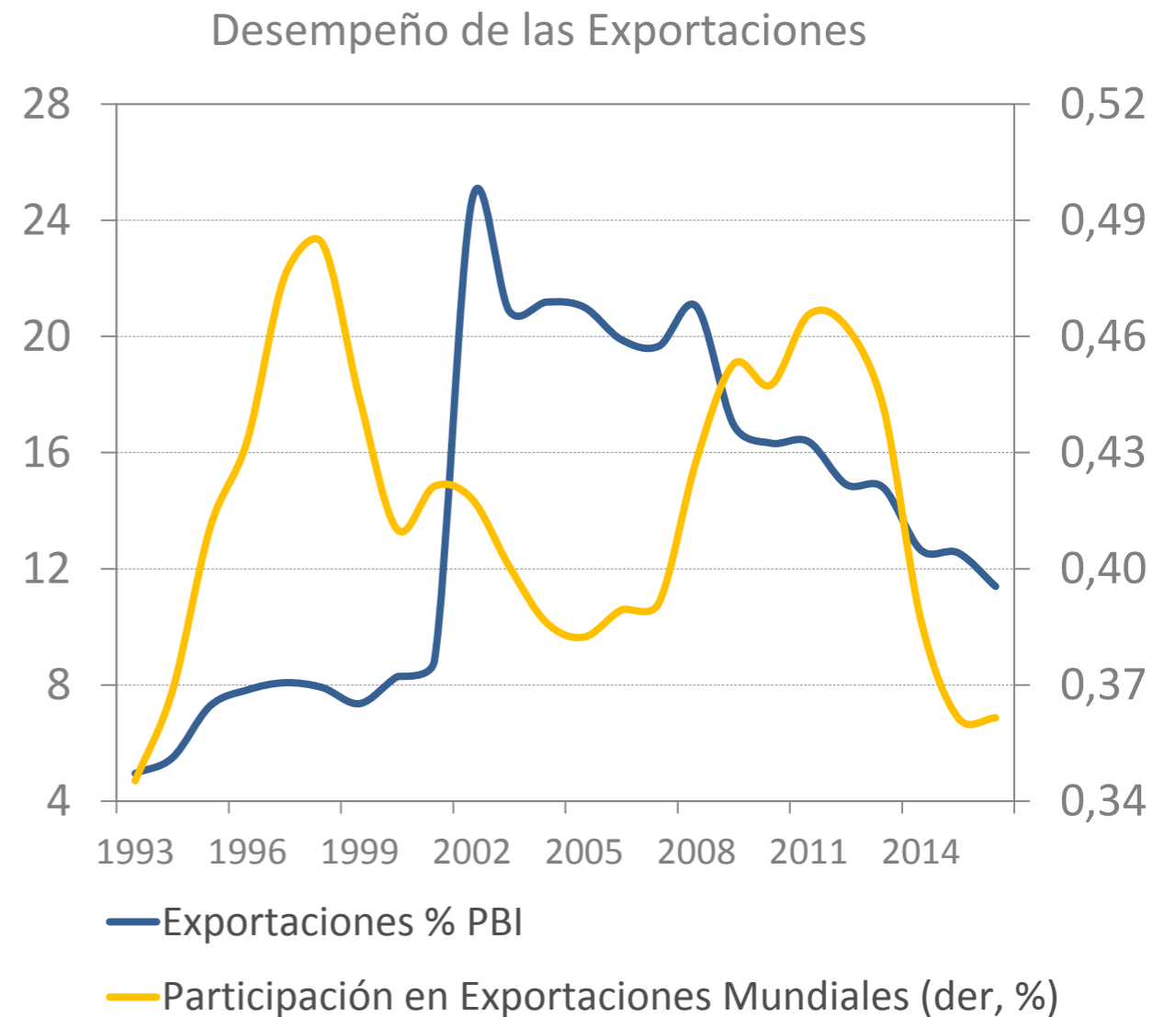
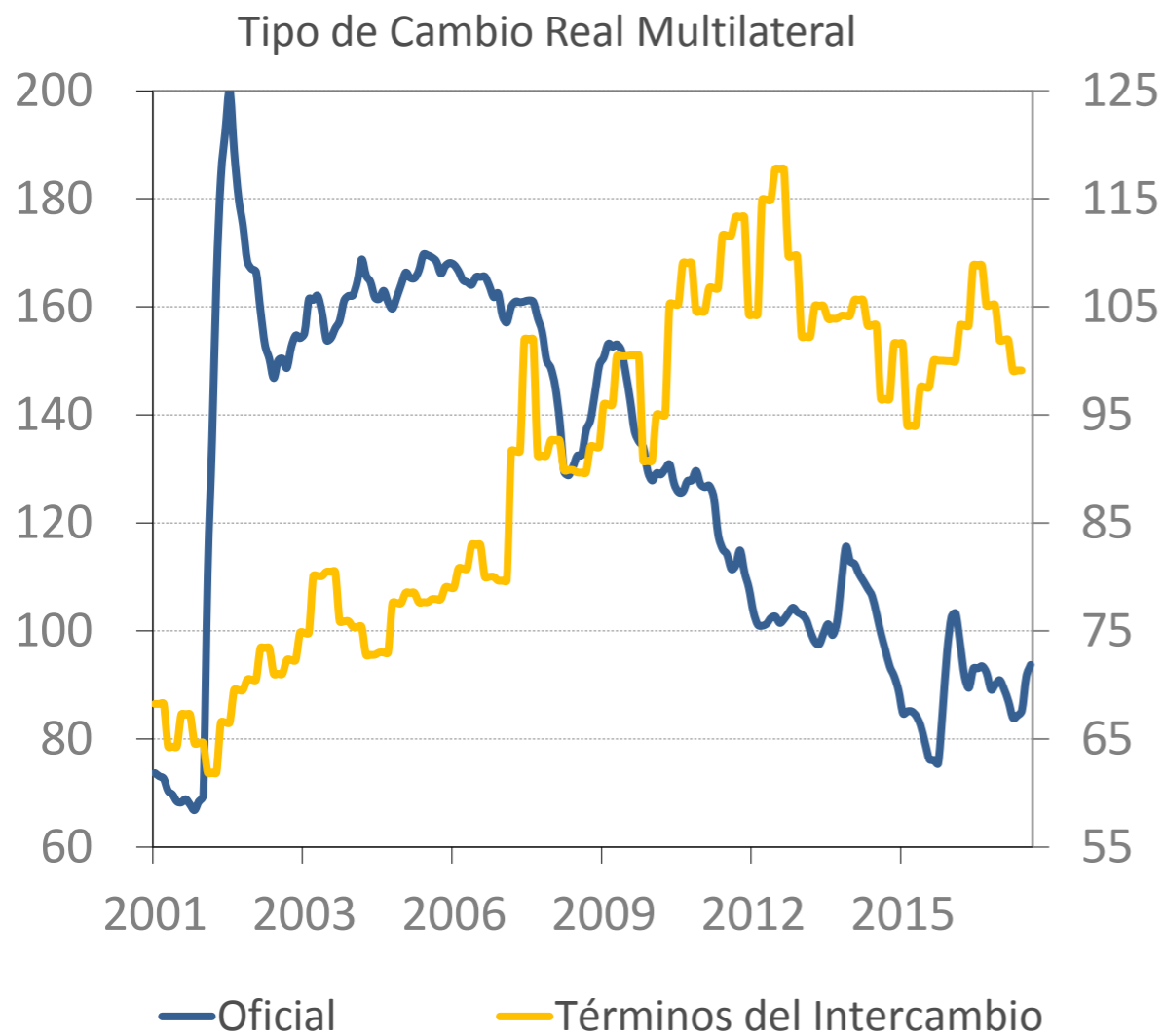
Nota: Excluye ingresos por sinceramiento fiscal

Recaudación Tributaria Nacional



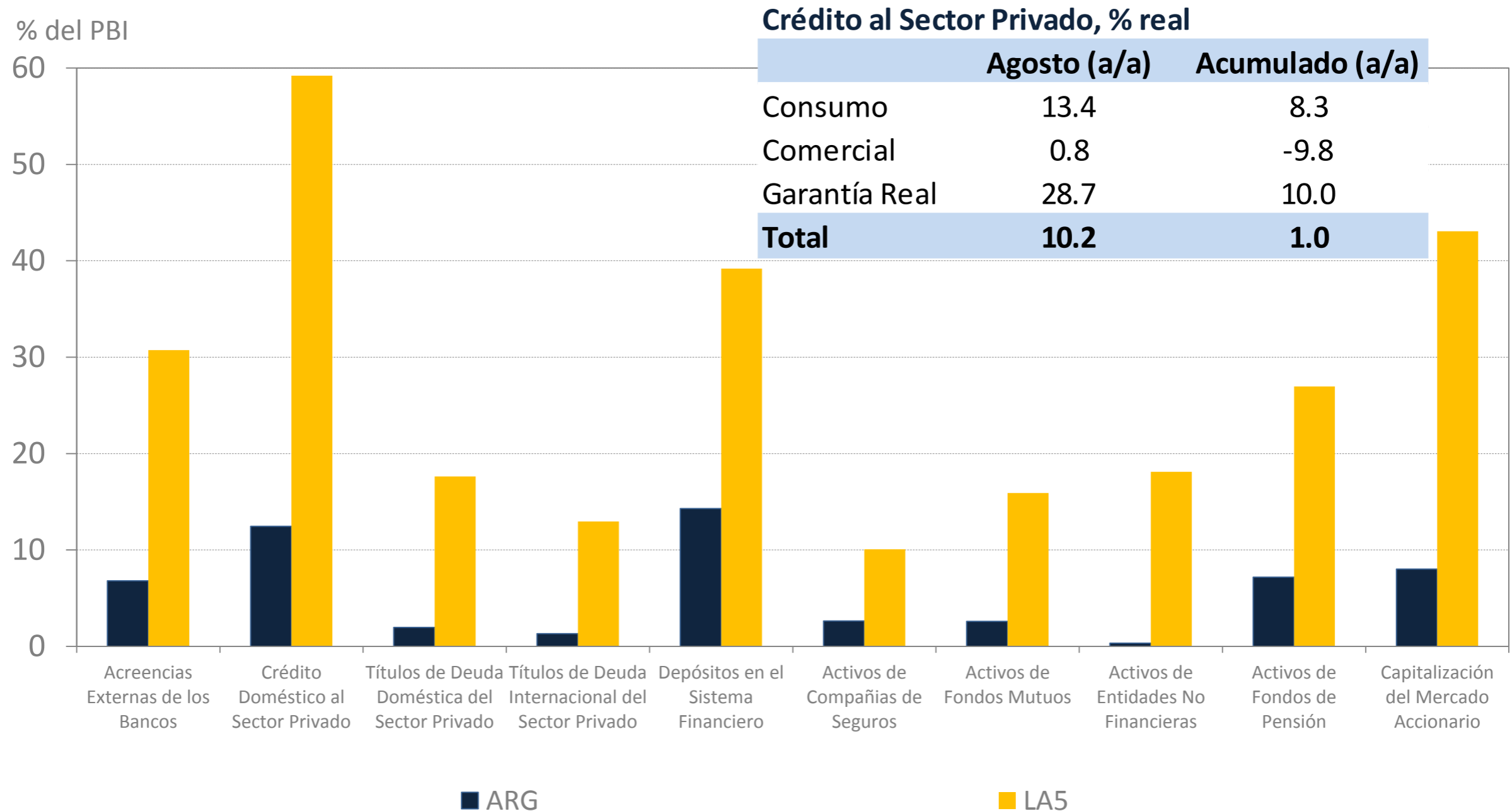
-
- Tasa de recaudación consolidada del 33% del PBI es una de las mas altas de la región. La de evasión también. (La evasión en IVA es 30% contra 20% en el pasado)
 - Habría que simplificar el sistema como un todo. De los 35 diferentes impuestos existentes (con alta dispersión de tasas!), 15 recolectan menos del 1% del PBI
 - Fundamentalmente hay que bajar la tasa marginal del trabajo. Hoy contribuciones para salud y seguridad social llegan al 40%-45% de los salarios. Una reducción de 2pbs puede financiarse con la eliminación de exenciones. Régimen para el empleo joven. Compatibilidad entre empleo y planes, etc
 - Reducir la tasa marginal sobre la nueva inversión, ajuste por inflación, y tasa de depreciación mas generosa. También se podría promocionar el gasto en investigación y desarrollo
 - Eliminación paulatina del impuesto a las transacciones financieras
 - Reemplazo de el impuesto al ingreso bruto por un impuesto que no sea de cascada

La creciente demanda de Asia ofrece una oportunidad con precios de commodities sostenidos. Lamentablemente las exportaciones no han aprovechado plenamente esa oportunidad todavía



Fuente: SBS Research, Indec, Bloomberg

El bajo nivel de endeudamiento puede ser el gran **ACELERADOR** de una mejora fundamental, y sustento político para un nuevo equilibrio



Fuente: SBS Research, BIS

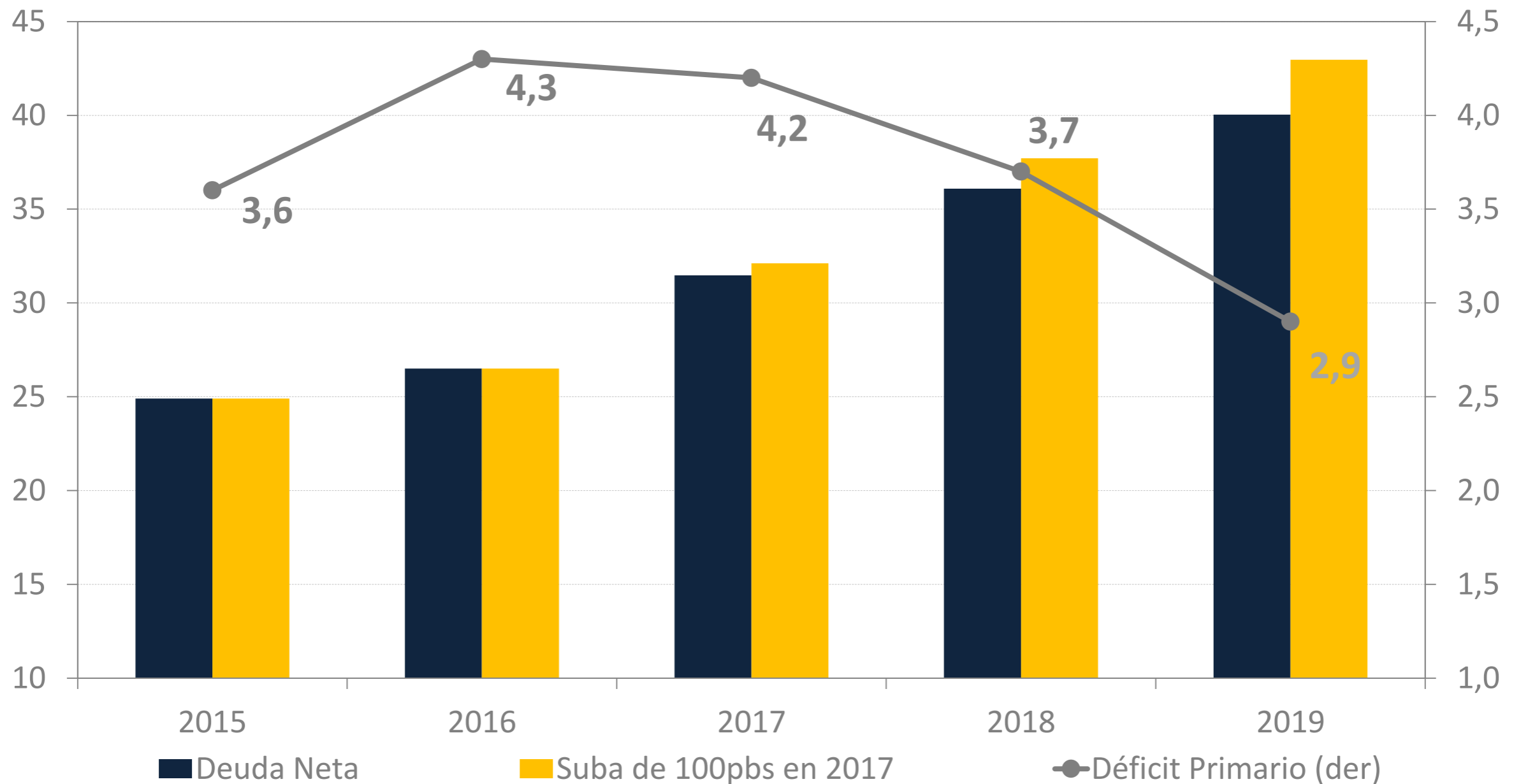
PROS

- ❑ Gradualismo permite quebrar el rechazo político, fortificando paulatinamente el mandato para un proceso de cambios y reformas. La baja de la inflación y el crecimiento del crédito son los principales beneficios de corto plazo
- ❑ Permite amortiguar los costos del cambio anunciando los objetivos últimos pero procediendo gradualmente a conseguirlos. Muy importante para la actualización del capital humano y el movimiento del empleo. (los 90s fueron un ejemplo no deseado hasta cierto punto)

CONTRAS

- ❑ La rápida baja de la inflación con la gradual corrección del déficit impone tasas reales más altas y un peso más apreciado. Y mantiene alta la fragilidad financiera/externa. Independientemente de la credibilidad ex-ante.
- ❑ Con incertidumbre, el peso apreciado atrasa la llegada de las inversiones por el costo inicial y la baja rentabilidad esperada
- ❑ En combinación con un mercado laboral rígido, sesga la llegada de nueva tecnología a ser mas ahorradora del factor trabajo (aumentando el problema de empleo de corto y de largo plazo)

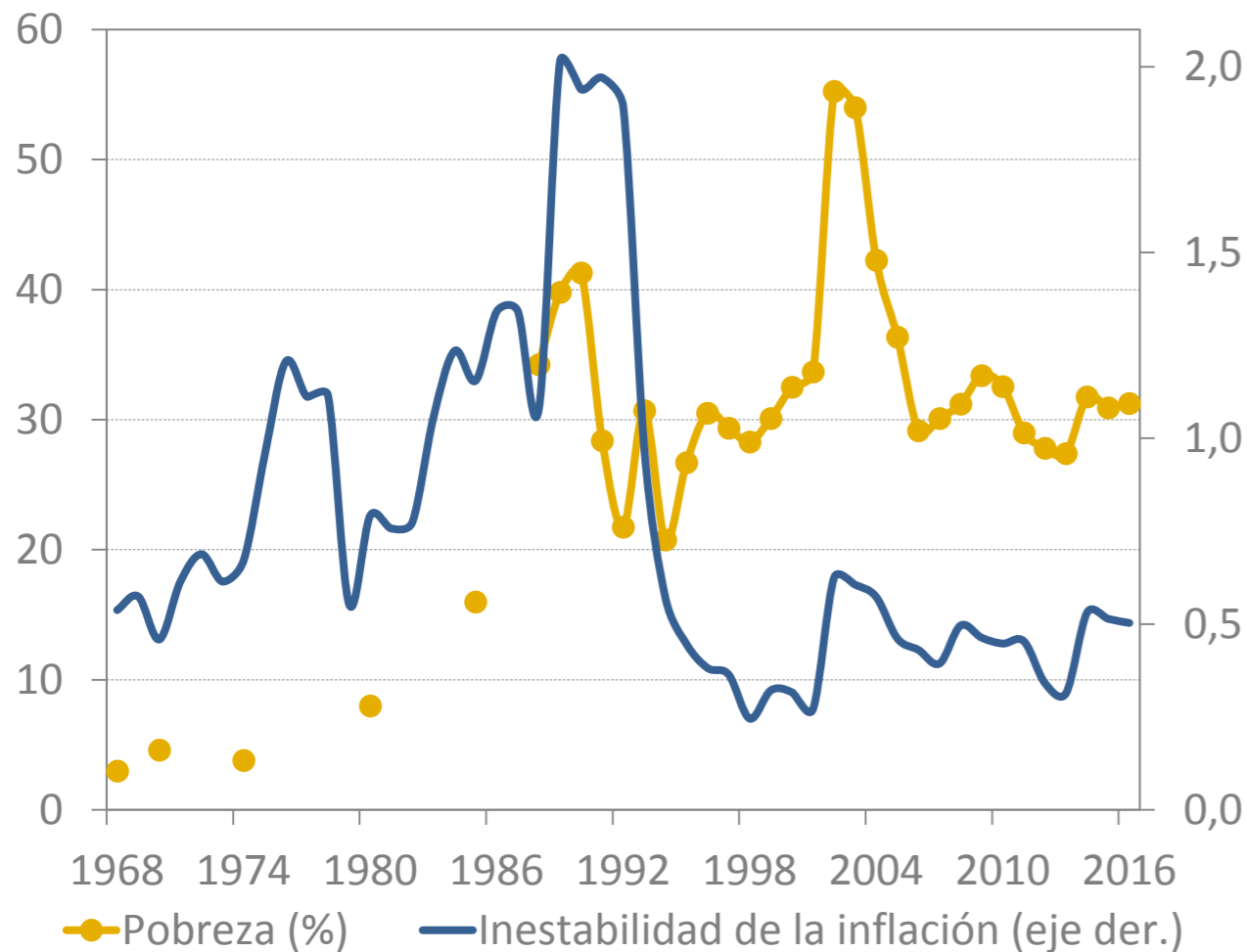
El costo del endeudamiento es tolerable dado el nivel inicial, llegando a niveles regionales para fines del 2019



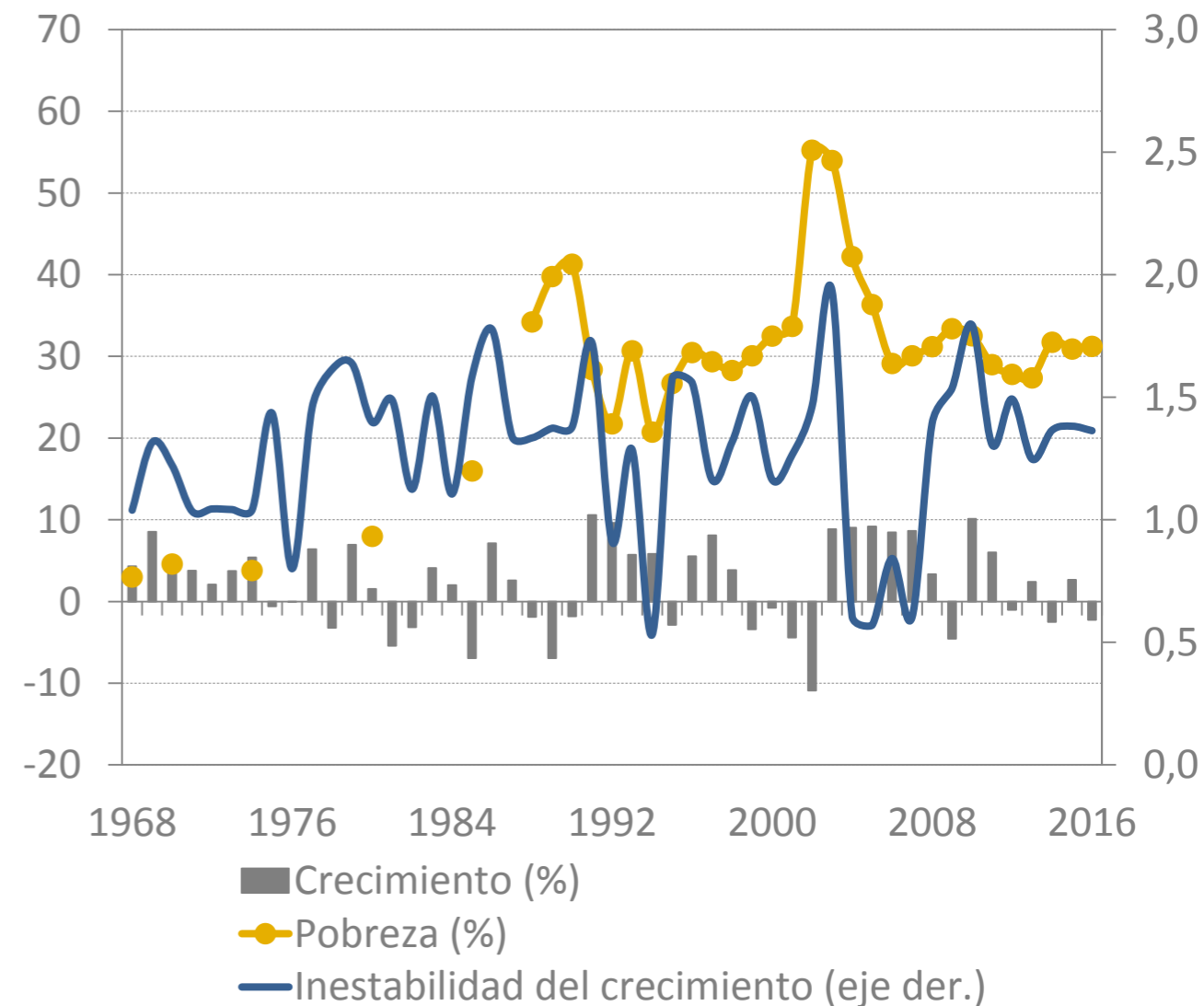
Fuente: SBS Research, Mecon, Indec

Sustentabilidad es sinónimo de lucha antipobreza. La inestabilidad macroeconómica ha sido el principal enemigo de la pobreza en Argentina, con efectos de histéresis

Pobreza e Inestabilidad de la Inflación



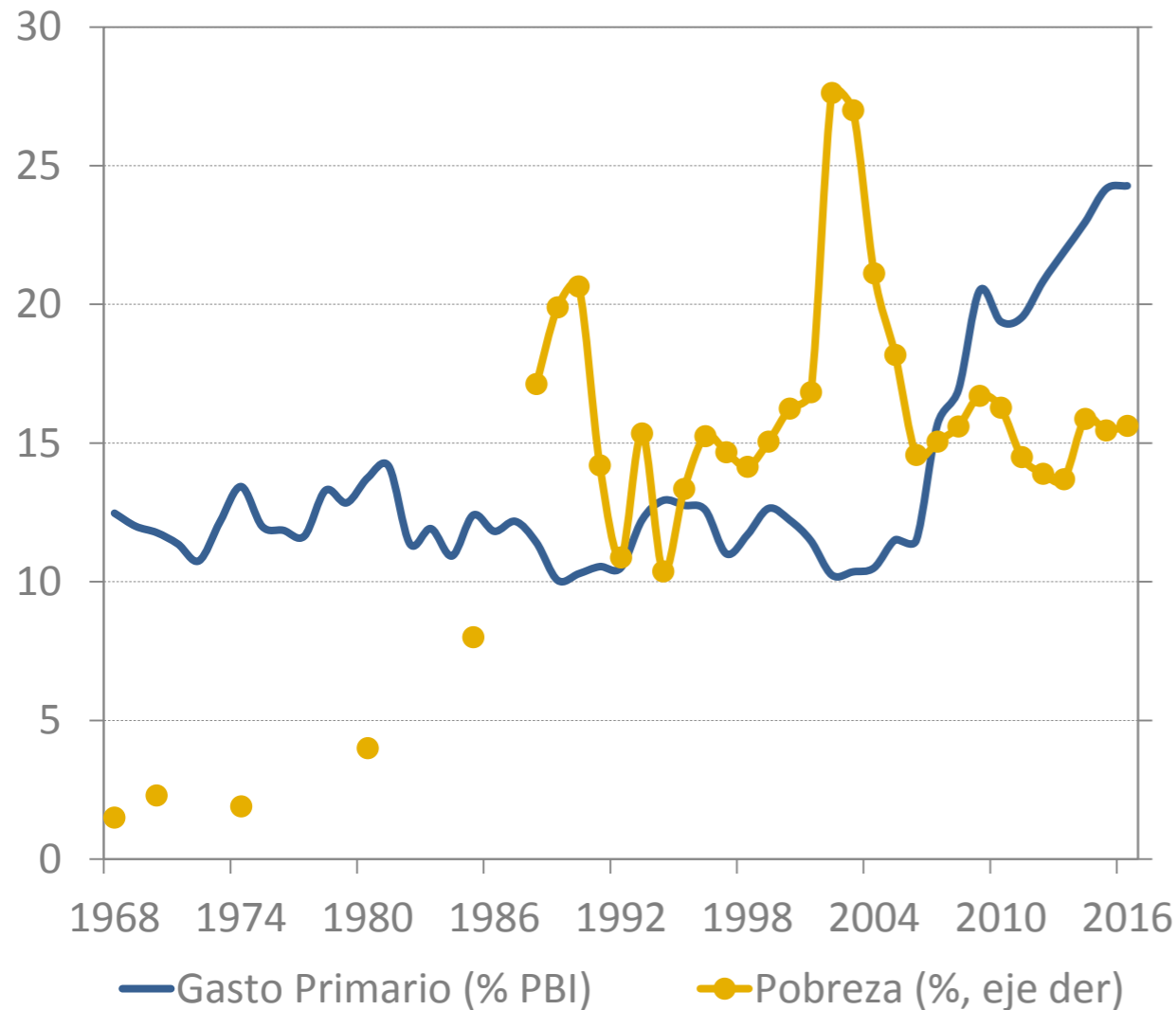
Pobreza e Inestabilidad del Crecimiento



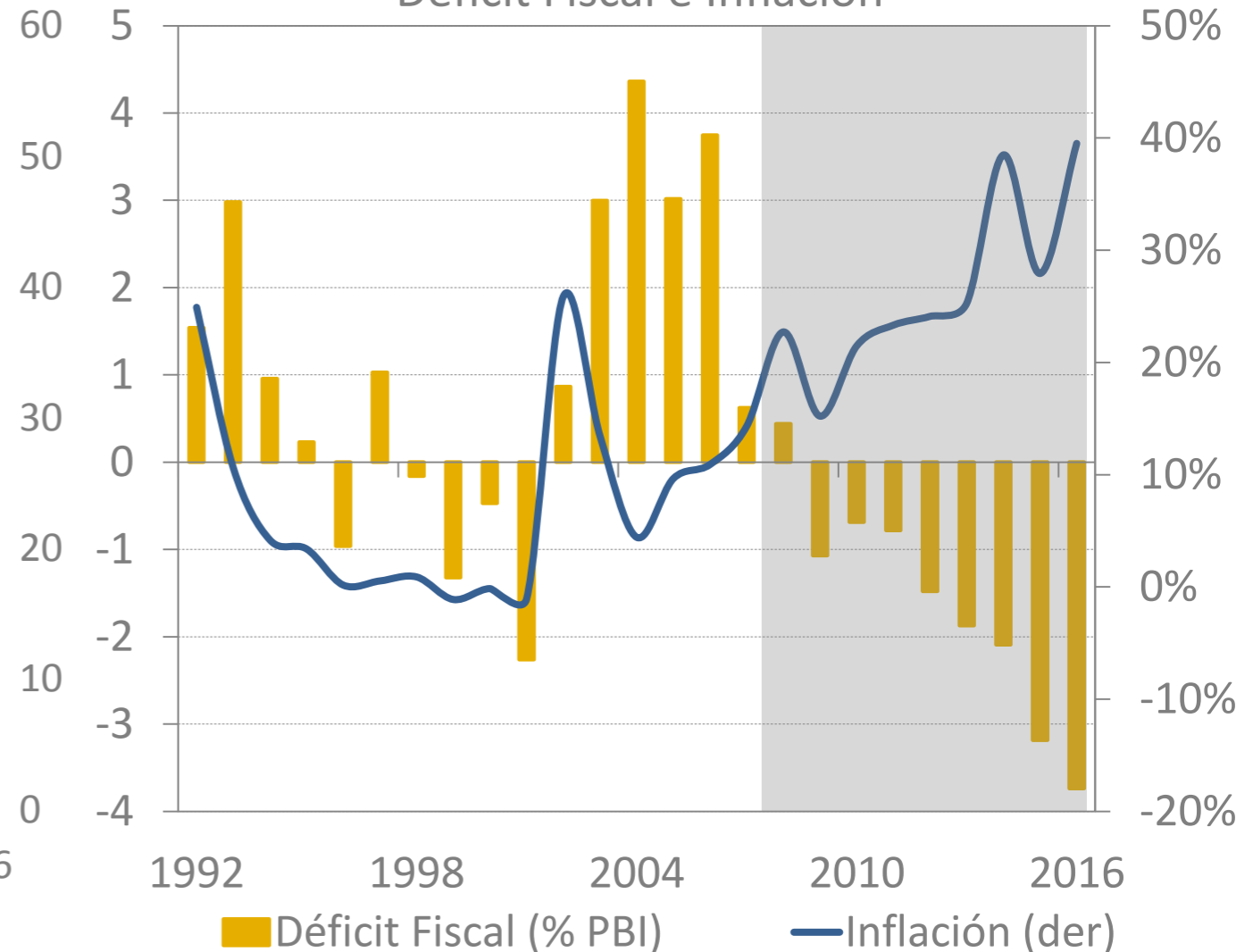
Fuente: SBS Research, Orlando Ferreres "Dos Siglos de Economía Argentina"

Y el mayor gasto público no ha servido para combatir la pobreza pero si ha impulsado la inflación, haciendo aún más pobres a los pobres!

Gasto Primario y Pobreza



Déficit Fiscal e Inflación



Fuente: SBS Research, Orlando Ferreres "Dos Siglos de Economía Argentina"

- Básicamente consensuar políticas de estado, definiendo reglas federales respecto a pensiones, gastos de salud y educación, y subsidios
- Reforzar la seguridad de los derechos de propiedad
- Invertir fuerte en infraestructura para potenciar el crecimiento de la productividad. Y en energía, para liberar recursos externos escasos
- Negociar cierta flexibilización del mercado de trabajo, bajando impuestos al trabajo y tratando de eliminar la segmentación existente entre trabajo formal e informal
- Y proteger a los más pobres en toda la transición, la clave para un desarrollo inclusivo y crecientemente consensuado**
- LO NOVEDOSO ES EL MANDATO POLITICO RENOVADO Y LA CRECIENTE FRAGILIDAD DE LOS ACUERDOS NACION - PROVINCIAS: 1) La prorroga del pacto fiscal de 1993 vence a fin de año, 2) El fallo pendiente sobre los derechos coparticipables de Prov. de BA, y en general 3) La litigiosidad potencial de las normas actuales**

SBS FONDOS 



quicktrade

Av. E. Madero 900 piso 11°
Torre Catalinas Plaza (C1001AFB)
Ciudad Autónoma de Buenos Aires,
Argentina
(+54 11) 4894 1800

www.gruposbs.com

This report was created by GRUPO SBS, who considers the contents and information presented to be of reliable sources. The sole objective of this document is to present information, and as such does not imply an offer to buy or sale assets of any nature. All estimates and opinions expressed in this document are personal in nature and are subject to change without prior notice. All investments in mutual funds are subject to sovereign, commercial, FX, among other investment risks, which may lead to investment losses. Past performance does not guarantee under any circumstance future performance and/or returns. Investments in mutual fund shares do not constitute Banco de Valores S.A. deposits, as far as the Financial Entities Law is concerned, and do not possess any deposit guarantees that may be applicable to deposits in financial entities. In addition, Banco de Valores S.A. is impeded by Central Bank (BCRA) regulations to expressly or tacitly assume any responsibility regarding the preservation of invested capital, its performance, its redemption value or the availability of liquidity for said purpose.