

## OSPITI DEL BLOG

# Il ritorno dell'Argentina

aprile 26, 2017



Mark Mobius  
Executive Chairman  
Templeton Emerging Markets Group

In una recente visita in Argentina, ho voluto verificare come le cose fossero cambiate sotto la guida della nuova amministrazione, in molti casi grazie all'efficace politica di riforme. C'è ancora da lavorare per affrontare le sfide ed il percorso in futuro potrebbe a volte essere alquanto accidentato, tuttavia i progressi che abbiamo osservato finora sono stati incoraggianti. Di seguito il mio intervento e quello di Santiago Petri, il mio collega che lavora in Argentina.

Il presidente Mauricio Macri ha introdotto numerosi cambiamenti, tra cui l'abolizione dei controlli sui cambi sul peso argentino, riforme fiscali, revisione delle modalità di calcolo dei dati statistici sull'inflazione, nuove nomine alla banca centrale e, forse ancora più importante, l'accordo con i creditori esteri sulle sofferenze di vecchia data.

A mio avviso, il primo anno del presidente Macri è stato generalmente segnato da misure decisive e perspicaci. Uno sviluppo particolarmente positivo è stata la legge sul condono fiscale. Recentemente, l'agenzia di rating Standard & Poor's ha rivisto al rialzo il rating a lungo termine del paese, encomiandolo per i progressi conseguiti nel correggere diversi squilibri macroeconomici, un aspetto incoraggiante.

## Un'occhiata ai numeri

La crescita economica dell'Argentina è stata molto irregolare e volatile nel corso degli anni. Negli ultimi 10 anni l'economia del paese ha infatti sperimentato quattro anni di contrazione: 2009, 2012, 2014 e 2016. Tuttavia, sono stati registrati anche alcuni piacevoli rimbalzi, con una crescita del prodotto interno lordo (PIL) del 10% nel 2010 e del 2,5% nel 2015. Dopo la contrazione del 2016, quest'anno la crescita del PIL dovrebbe recuperare attestandosi al 2,7%, grazie alle nuove politiche orientate alla crescita del Presidente Macri.[\[1\]](#)

Nel frattempo, nell'ultimo decennio l'inflazione ha registrato una tendenza al rialzo, scendendo sotto il 10% nel 2007-2009 per poi impennarsi al 40% circa nel 2016. L'ex presidente Cristina Fernández de Kirchner e la sua amministrazione sono stati accusati di aver alterato le statistiche sull'inflazione per nascondere l'effetto deleterio dei vasti programmi di spesa e l'incessante aumento del deficit fiscale che la banca centrale aveva finanziato stampando moneta. L'amministrazione ha attaccato l'Istituto Nazionale di Statistica, che riporta i dati dell'indice dei prezzi al consumo (IPC) ed ha licenziato gli statistici che presentavano dati ritenuti negativi o non incoraggianti.

Dopo essersi insediata, la nuova amministrazione Macri ha normalizzato immediatamente l'Istituto di Statistica in modo da garantire all'Argentina uno strumento più affidabile per monitorare l'inflazione. Macri ha concesso autonomia totale alla banca centrale e l'autorità monetaria sta facendo progressi nel tenere sotto controllo l'inflazione.

Ridurre temporaneamente l'inflazione da livelli estremamente elevati è un compito relativamente più facile che portarla verso un più sostenibile tasso di incremento ad una cifra nel lungo termine. Questa è attualmente la principale sfida della banca centrale. Quest'anno l'inflazione dovrebbe decelerare al 22% circa, ma il governo ritiene che questa percentuale sia ancora troppo elevata.

Nel 2016, le precarie condizioni economiche hanno determinato un'impennata del tasso di disoccupazione dell'Argentina leggermente al di sopra del 9%, ma per quest'anno è previsto un calo all'8,5% circa.[2]

Il mercato azionario argentino ha generalmente sottoperformato l'indice MSCI Emerging Markets negli ultimi 10 anni, ma con il nuovo governo è stato registrato un miglioramento. Nel 2016, l'indice Merval dell'Argentina è cresciuto bruscamente di oltre il 40% ed è aumentato del 30% dall'inizio dell'anno.[3]

Le valutazioni dei titoli azionari argentini hanno cominciato ad avanzare, passando da un rapporto prezzo/utile (P/U) pari a circa tre volte l'utile nel 2012 e circa 12 volte l'utile nel 2016,[4] un dato ancora inferiore rispetto al picco raggiunto nel 2007, quando il mercato argentino era scambiato ad un rapporto P/U medio pari a 24.

Come molte altre valute del mercato emergente, il valore del peso argentino in rapporto al dollaro statunitense è diminuito. Nel 2012, un dollaro statunitense poteva acquistare circa 4,3 pesos argentini, contro i 15,4 peso di oggi.[5]

## **Il mondo del lavoro**

Durante la nostra visita a Buenos Aires, i miei colleghi ed io abbiamo incontrato i vertici di una delle principali società latinoamericane di e-commerce, secondo cui il potenziale di paesi come Messico ed altri in America Latina appare vasto in virtù della crescente penetrazione di Internet. In particolare, gli smartphone si stanno diffondendo in tutto il mondo, consentendo alle aziende di vendita al dettaglio di raggiungere un numero maggiore di clienti.

In una delle banche argentine abbiamo discusso dell'impatto dell'alto tasso di inflazione dell'Argentina. La crescita dei prestiti bancari era al 35% circa, ma al netto del tasso di inflazione la crescita reale è solo del 15%. Attualmente lo spread tra costo dei fondi ed il tasso del prestito è ampio, contribuendo in tal modo alla redditività della banca. Come per altre principali banche in Argentina, la redditività è stata buona. Secondo i nostri interlocutori, la banca sta compiendo rapidi progressi nel digital banking, con particolare attenzione alle generazioni più giovani (sotto i 27 anni), nell'ottica di costruirsi una clientela per il futuro.

Da un produttore di tubazioni per giacimenti petroliferi argentino abbiamo appreso che dopo alcuni anni disastrosi caratterizzati dal crollo del prezzo del petrolio e della domanda di tubazioni utilizzate nella trivellazione per petrolio e gas, le cose stavano cominciando ad andare meglio e tale domanda era in ripresa. La società è attiva a livello globale e testimonia le capacità tecniche, manageriali ed imprenditoriali degli argentini. Azienda leader nelle tubazioni di alta qualità per giacimenti petroliferi, la società ha anche stabilimenti in altre parti del mondo dove i propri clienti operano nel settore della trivellazione petrolifera. Ci siamo meravigliati della fortunata tempistica di un nuovo impianto che l'azienda ha realizzato quando i prezzi del petrolio erano bassi ed in calo; ora che si sono ripresi, le prospettive sono migliorate.

In una grande acciaieria, la nostra discussione si è focalizzata sull'enorme eccesso di capacità in Cina e sulla chiusura di alcuni centri siderurgici di tale paese. Oltre alle attività operative in Argentina, l'azienda ha impianti anche in altri paesi latino-americani. I dirigenti della società ci hanno riferito che in Messico il costo del lavoro è di gran lunga inferiore rispetto al Brasile ed all'Argentina. Abbiamo discusso della nuova amministrazione statunitense e delle potenziali politiche che limiterebbero le importazioni, nonché dell'impatto che questo avrebbe sulla loro attività commerciale, che in alcuni scenari in effetti potrebbe essere positivo.

## **Riforme costruttive**

Nel 2001, l'Argentina è stata inadempiente sul suo debito estero per più di 90 miliardi di dollari statunitensi e, rifiutandosi di negoziare con i creditori, l'ex presidente argentino ha lasciato in sospenso la capacità del paese di accedere ai mercati obbligazionari. Nel 2016, a seguito dei rinnovati sforzi dell'amministrazione Macri per raggiungere un accordo, l'Argentina è riuscita a tornare sui mercati dei capitali con un'emissione obbligazionaria considerata uno straordinario successo. Nel gennaio 2017, il governo ha raccolto denaro attraverso vari strumenti di debito.

Ha inoltre avviato un programma di condono fiscale per agevolare gli argentini che avevano dichiarato le proprie attività offshore, ma non avevano pagato le relative imposte. A seguito del condono fiscale per tali partecipazioni estere, sono stati complessivamente dichiarati 116,800 milioni di dollari statunitensi, pari a circa il 20% del PIL dell'Argentina. Le attività totali dichiarate erano costituite per il 17% (USD 20,5 miliardi) da immobili, per il 29% (USD 33,6 miliardi) da conti finanziari, per il 29% (USD 55,9 miliardi) da investimenti e per il 6% (USD 6,8 miliardi) da altro. Delle attività dichiarate, l'80% era detenuto all'estero ed il 20% nel paese.<sup>[6]</sup> La riscossione delle imposte legata al condono fiscale è stata pari all'1,8% del PIL.

Riteniamo che questo sia uno sviluppo molto incoraggiante, in quanto ci aspettiamo che gli investitori locali potrebbero destinare gran parte dei loro asset rimpatriati attualmente a titoli locali, imprimendo una forte spinta all'economia argentina.

**Santiago Petri**  
**Senior Vice President, Senior Executive Director**  
**Templeton Emerging Markets Group**

Quando la nuova amministrazione dell'Argentina si è insediata, ha ereditato diversi squilibri e distorsioni macroeconomiche e microeconomiche, unitamente ad un deterioramento del quadro istituzionale.

Dal punto di vista macroeconomico, per conseguire la crescita l'economia stava facendo affidamento su livelli insostenibili di consumo interno, in un contesto di deficit fiscale in aumento e bassi livelli di risparmi ed investimenti. In termini microeconomici, per evitare di cadere in una crisi della bilancia dei pagamenti, l'ex governo aveva implementato controlli sul commercio e sui cambi di kafkiana memoria.

Sul fronte interno, non potendo controllare direttamente i prezzi, le autorità avevano deciso di intervenire sull'Istituto Nazionale di Statistica, responsabile del monitoraggio dell'inflazione e di altri importanti dati statistici. Mancando di una vera e propria fonte di fondi per il Tesoro ed essendosi auto-escluso dai mercati di capitali internazionali, il governo aveva anche deciso di subordinare la banca centrale alle proprie esigenze di finanziamento, scatenando un processo di inflazione incontrollata e di dispersione delle riserve valutarie.

La nuova amministrazione ha effettuato nuove nomine nella banca centrale in grado di disinnescare una bomba ad orologeria causata dall'aggressiva espansione monetaria adottata dai suoi predecessori, aggravata da ciò che molti considerano un'emissione sconsiderata di futures in valuta estera. Al contempo, le nuove autorità hanno eliminato i controlli sui cambi ed unificato le varie quotazioni dei cambi in un unico sistema semiflessibile ("dirty-float"). Oggi la banca centrale sta implementando un regime di "inflation-targeting" ed è riuscita a ridurre significativamente il tasso di inflazione.

La difficile situazione economica ereditata dall'attuale amministrazione, compresi gli elevati livelli di povertà, le ha impedito di assumere un orientamento troppo rigido nell'affrontare il deficit fiscale attraverso riduzioni della spesa e questo potrebbe avere accentuato la contrazione economica argentina.

Di conseguenza, la strategia perseguita dal governo è di fare affidamento esclusivo sul finanziamento estero, definendo al contempo obiettivi più bassi di riduzione graduale del deficit nel medio termine. Dovrebbe essere meno difficile per il governo procedere a tagli della spesa in un contesto di miglioramento dell'economia, rispetto all'adozione di tali misure in un quadro recessivo.

A mio parere, uno dei cambiamenti più evidenti che osservo in questa amministrazione (che va oltre le misure adottate mirate a consentire all'Argentina di assomigliare ad un'economia orientata al mercato come altre parti del mondo) fa chiaramente parte della missione del presidente Macri verso la trasparenza. Parte della contrazione economica del 2016 era legata ad un rigoroso processo di verifica per l'assegnazione ed il pagamento di opere pubbliche, inquinato dalla dilagante corruzione della precedente amministrazione. Il processo di verifica ha costretto la nuova amministrazione a bloccare le opere pubbliche, poiché le nuove autorità erano riluttanti a proseguire i pagamenti su progetti su cui pesavano sospetti di pratiche corruttive.

Il processo più trasparente ha già portato ad una maggiore efficienza. La costruzione di strade (tra le altre cose) è di competenza del Ministero dei trasporti, che sostiene di essere riuscito a ridurre il costo degli appalti precedenti di ben il 40% per lo stesso progetto.

Inoltre, alcuni precedenti progetti di costruzione stradale sono stati abbandonati poco dopo il loro avvio, con soli pochi metri di strada costruiti, nonostante gli aggiudicatari avessero già incassato l'intero pagamento per il progetto. Sono stati invece completati i progetti intrapresi dalla nuova amministrazione.

L'Argentina ha subito un decennio di carenza di investimenti infrastrutturali significativi in settori quali energia, strade, ferrovie e porti, nonché ospedali e scuole. Gli investimenti privati sono relativamente bassi ed a nostro avviso un quadro politico prevedibile e trasparente dovrebbe aprire la strada a nuovi progetti interessanti.

Nel settore tecnologico molte società di successo sono già state quotate in borsa e crediamo che nell'immediato futuro lo stesso possa accadere per molte altre società qualificate.

A nostro parere, la normalizzazione dell'Argentina apre la porta a molte opportunità di investimenti significativi nel paese. L'abolizione totale dei controlli sui capitali, che aveva costretto i flussi in entrata a restare nel paese per un certo periodo di tempo prima che ne fosse consentita l'uscita, è stata uno sviluppo importante per gli investitori.

### **La pazienza della popolazione messa alla prova**

Sebbene molti desiderino un cambiamento immediato, la maggior parte della popolazione argentina conosce le difficoltà ereditate dal governo attuale al suo insediamento e sa che ci vorrà del tempo prima di assistere ad una svolta. Nonostante il ritardo o la lentezza della ripresa economica dell'Argentina abbia inciso negativamente sui livelli di fiducia, la popolazione resta generalmente ottimista per il futuro.

L'economia ha toccato il minimo nella seconda metà del 2016 e da allora si è ripresa molto moderatamente e non nei settori legati al consumo, pertanto la popolazione potrebbe non stare percependo questo recupero. L'assenza di una netta ripresa economica ha instillato dei dubbi sul governo.

L'economia ed il clima di fiducia dei consumatori saranno probabilmente fondamentali in vista delle elezioni del Congresso di medio termine a fine ottobre di quest'anno. Una vittoria dell'attuale amministrazione dovrebbe contribuire a ricaricarne le batterie in vista della seconda metà del mandato, con la consapevolezza di avere il supporto necessario per proseguire il suo programma attuale. Una perdita potrebbe spianare la strada ad un consolidamento dell'opposizione e ad un periodo incerto e di maggiore difficoltà per Macri.

Di recente abbiamo osservato una ripresa spontanea nel paese, che ha portato un numero considerevole di persone a sostenere il governo nella prosecuzione del suo lavoro (ma senza necessariamente sostenerlo al 100%). Gli osservatori hanno percepito l'evento come una ripresa della difesa delle istituzioni democratiche e contro alcuni tentativi delle fazioni dell'opposizione radicale favorevole all'ex presidente Kirchner di ostacolare il governo e gettare i semi per un contesto sociale rissoso.

Siamo consapevoli della difficoltà per il governo Macri di realizzare tutte le riforme che desidererebbe portare a termine a causa delle sfide politiche a breve termine. Dopo le elezioni di medio termine (ipotizzando una crescita più robusta dei sostenitori di Macri), ci aspettiamo tuttavia un'accelerazione delle riforme ancora in fase di realizzazione. Se Macri riuscirà a proseguire in questo percorso (nonostante la sofferenza dei consumatori per questioni quali l'aumento dei prezzi dei carburanti e gli aumenti controllati degli stipendi) riteniamo che le prospettive future dell'Argentina potrebbero essere piuttosto buone.

### **Note Informative e Legali**

*I commenti, le opinioni e le analisi di Mark Mobius e Santiago Petri hanno finalità esclusivamente informative e non devono essere considerati come consulenza su singoli investimenti o raccomandazioni d'investimento in titoli specifici o per adottare strategie d'investimento specifiche. Poiché le condizioni economiche e di mercato sono soggette a rapidi cambiamenti, i commenti, le opinioni e le analisi riportati sono quelli alla data della loro pubblicazione e potrebbero cambiare senza preavviso. Il materiale non intende costituire un'analisi completa di ogni fatto sostanziale concernente qualsiasi paese, regione, mercato, industria, investimento o strategia.*

*Nella redazione di questo materiale potrebbero essere stati utilizzati dati provenienti da fonti esterne che non sono stati controllati, validati o verificati in modo indipendente da Franklin Templeton Investments ("FTI"). FTI non si assume alcuna responsabilità in ordine a perdite derivanti dall'uso di queste informazioni e la considerazione dei commenti, delle opinioni e delle analisi in questo materiale è a sola discrezione dell'utente. Prodotti, servizi ed informazioni potrebbero non essere disponibili in tutte le giurisdizioni e sono offerti da società affiliate di FTI e/o dai rispettivi distributori come consentito dalle leggi e normative locali. Si invita a rivolgersi al proprio consulente professionale per ulteriori informazioni sulla disponibilità di prodotti e servizi nella propria giurisdizione.*

## **Quali sono i rischi?**

**Tutti gli investimenti comportano rischi, inclusa la possibile perdita del capitale. Il valore degli investimenti può subire rialzi e ribassi; di conseguenza, gli investitori potrebbero non recuperare l'intero ammontare del proprio investimento.** Gli investimenti esteri comportano rischi particolari quali fluttuazioni dei cambi, instabilità economica e sviluppi politici. Gli investimenti nei mercati emergenti, un segmento dei quali è costituito dai mercati di frontiera, implicano rischi più accentuati connessi con gli stessi fattori, oltre a quelli associati alle dimensioni minori dei mercati in questione, ai volumi inferiori di liquidità ed alla mancanza di strutture legali, politiche, economiche e sociali consolidate a supporto dei mercati mobiliari. I rischi associati ai mercati emergenti sono generalmente amplificati nei mercati di frontiera poiché gli elementi summenzionati (oltre a vari fattori quali la maggiore probabilità di estrema volatilità dei prezzi, illiquidità, barriere commerciali e controlli dei cambi) sono di norma meno sviluppati nei mercati di frontiera. . I prezzi delle azioni subiscono rialzi e ribassi, talvolta estremamente rapidi e marcati, a causa di fattori che riguardano singole società, particolari industrie o settori o condizioni di mercato generali. I prezzi delle obbligazioni si muovono di norma in direzione opposta a quella dei tassi d'interesse. Di conseguenza, a mano a mano che i prezzi delle obbligazioni detenute in un portafoglio d'investimento si adeguano ad un aumento dei tassi d'interesse, il valore del portafoglio può diminuire.

---

[1] Fonte: IMF World Economic Outlook database, ottobre 2016. Non vi è alcuna garanzia che un'eventuale stima, proiezione o previsione si realizzi.

[2] Ibid.

[3] Fonte: Bloomberg, dall'inizio dell'anno al 5 aprile 2017. L'indice MSCI Emerging Markets rappresenta le società ad alta e media capitalizzazione in 23 mercati emergenti. Il Merval è un indice ponderato per i prezzi rappresentativo di titoli selezionati della Buenos Aires Stock Exchange. Gli indici non sono gestiti e non è possibile investirvi direttamente. Non tengono conto di commissioni, spese od oneri di vendita. Le performance passate non sono indicazione o garanzia di performance future. Per maggiori informazioni sui fornitori di dati, si rimanda al sito web [www.franklintempletondatasources.com](http://www.franklintempletondatasources.com).

[4] Il rapporto prezzo/utile (P/E) di un singolo titolo rapporta la quotazione azionaria all'utile per azione della società. Il rapporto prezzo/utile (P/U) di un indice è la media ponderata dei rapporti prezzo/utile dei titoli inclusi nell'indice.

[5] Fonte: Bloomberg, dati al 5 aprile 2017. Per maggiori informazioni sui fornitori di dati, si rimanda al sito web [www.franklintempletondatasources.com](http://www.franklintempletondatasources.com).

[6] Fonte: Ministero del Tesoro argentino, 4 aprile 2017.