

BLOGS INVITADOS

El regreso de Argentina

abril 25, 2017



Mark Mobius
Executive Chairman
Templeton Emerging Markets Group

En una reciente visita a Argentina, me interesé por ver cómo ha cambiado la situación con el liderazgo de una nueva Administración y, en muchos casos, debido a la aplicación de reformas normativas constructivas. Todavía se está trabajando para abordar las dificultades existentes y, aunque a veces el camino a seguir puede resultar algo difícil, los avances que hemos observado hasta la fecha son prometedores. A continuación, mi compañero Santiago Petri, residente en Argentina, y yo mostramos nuestra opinión al respecto.

El presidente Mauricio Macri ha introducido diversos cambios, entre ellos la retirada de los controles de divisas con respecto al peso argentino, reformas tributarias, revisiones relativas al cálculo de las estadísticas de la inflación, nuevos nombramientos en el Banco Central y, lo que quizás resulta más importante, el saldo de la deuda con acreedores extranjeros, tras su prolongado impago.

Desde mi punto de vista, el primer año del presidente Macri ha estado marcado, en general, por decisiones determinantes e inteligentes. Un logro especialmente positivo ha sido la ley de amnistía fiscal. Además, la agencia de calificación Standard & Poor's mejoró recientemente la calificación crediticia a largo plazo del país, sobre la base de los avances logrados al rectificar varios desequilibrios macroeconómicos, lo cual resulta alentador.

La gestión de los números

El crecimiento económico de Argentina ha resultado muy irregular y volátil a lo largo de los años. En los últimos diez años, la economía argentina ha experimentado cuatro años de contracción: 2009, 2012, 2014 y 2016. Sin embargo, también se han producido algunos repuntes positivos, con un aumento del crecimiento del producto interior bruto (PIB) del 10 % en 2010 y del 2,5 % en 2015. Tras la contracción de 2016, se prevé que el crecimiento del PIB de este año se recupere hasta alcanzar el 2,7 %, con las nuevas políticas orientadas al crecimiento del presidente Macri.[\[1\]](#)

Mientras tanto, la inflación ha tendido al alza durante la última década, con unos datos inferiores al 10 % entre 2007 y 2009, que luego ascendieron a alrededor del 40 % en 2016. La expresidenta Cristina Fernández de Kirchner y su Administración fueron acusados de haber manipulado las estadísticas de la inflación para ocultar los efectos perjudiciales de los numerosos gastos de sus programas y el creciente déficit fiscal que el Banco Central había financiado mediante la impresión de moneda. La Administración atacó al Instituto Nacional de Estadística, encargado de publicar datos sobre el índice de precios al consumo (IPC), y despidió a estadísticos que presentaban datos considerados negativos o desfavorables.

Al llegar al poder, la nueva Administración de Macri normalizó de inmediato el Instituto Nacional de Estadística, gracias a lo cual Argentina cuenta hoy en día con un instrumento más fiable para el seguimiento de la evolución de la inflación. Macri concedió al Banco Central una autonomía total y la autoridad monetaria parece estar logrando avances con respecto al control de la inflación.

Reducir la inflación de forma temporal desde unos niveles muy elevados es una tarea relativamente más sencilla que bajar la inflación a un rango de valores de un solo dígito, más sostenible y a largo plazo. Este es el principal desafío al que se enfrenta el Banco Central en la actualidad. Este año se prevé que la inflación se reduzca a aproximadamente el 22 %, pero el Gobierno todavía considera que se trata de una cifra demasiado elevada.

En 2016, las deficientes condiciones económicas provocaron que la tasa de desempleo de Argentina se disparase ligeramente por encima del 9 %, pero se espera que se reduzca a alrededor del 8,5 % durante este año.[\[2\]](#)

En líneas generales, el mercado de valores de Argentina ha obtenido un desempeño inferior al MSCI Emerging Markets Index en los últimos diez años, si bien ya se han observado mejoras con el nuevo Gobierno. En 2016, el Índice Merval de Argentina aumentó más del 40 % y ha subido casi el 30 % en lo que va de año.[\[3\]](#)

Las valoraciones de los títulos argentinos han empezado a ascender desde una ratio de precios/beneficios (PER) de aproximadamente tres veces los beneficios de 2012 hasta 12 veces los beneficios de 2016.[\[4\]](#) Esta cifra todavía es inferior al nivel máximo alcanzado en 2007, año en el que el mercado de Argentina vendía a una PER promedio de 24.

Como muchas otras divisas de mercados emergentes, el valor del peso argentino ha bajado con respecto al dólar estadounidense. En 2012, un dólar estadounidense equivalía a unos 4,3 pesos argentinos, mientras que, hoy en día, equivale a 15,4 pesos.[\[5\]](#)

Entramos en materia

Durante nuestra visita a Buenos Aires, mis compañeros y yo nos reunimos con una empresa latinoamericana líder en el sector del comercio electrónico. Ellos afirmaron que México y otros países de América Latina presentan un gran potencial debido a la creciente introducción de Internet. En concreto, los teléfonos inteligentes están cada vez más extendidos en todo el mundo y permiten a las empresas minoristas llegar a más clientes.

En uno de los bancos de Argentina, debatimos acerca de las repercusiones de la elevada tasa de inflación del país. El crecimiento de los préstamos del banco había llegado a situarse en torno al 35 %, pero, al restar la tasa de inflación, el crecimiento real es de tan solo el 15 %, aproximadamente. En la actualidad, hay un amplio diferencial entre su coste de fondos y sus préstamos, lo cual contribuye de forma positiva a la rentabilidad del banco. Los resultados de rentabilidad han sido favorables, al igual que en otros grandes bancos de Argentina. Señalaron que están avanzando con contundencia en el ámbito de la banca digital y que prestan especial atención a las generaciones más jóvenes (menores de 27 años) a fin de crear una clientela para el futuro.

En una empresa argentina de fabricación de tubos para campos petrolíferos nos informaron de que, tras unos años desastrosos provocados por la caída de los precios del petróleo y el desplome de la demanda de los tubos utilizados en la extracción de petróleo y gas, la situación estaba empezando a mejorar y la demanda de los tubos se estaba recuperando. La empresa tiene abiertas operaciones en todo el mundo y es testimonio de las capacidades técnicas, de gestión y emprendimiento de los argentinos. La empresa, que es líder en el sector de la fabricación de tubos para campos petrolíferos de alta calidad, también posee fábricas en otras partes del mundo donde sus clientes desarrollan actividades de extracción de petróleo. Nos quedamos maravillados ante el oportuno momento que la empresa eligió para construir una nueva planta, cuando los precios del petróleo estaban en un nivel bajo y todavía seguían en descenso. Ahora que los precios del petróleo se han recuperado, han mejorado las perspectivas.

En una gran empresa siderúrgica, debatimos acerca del enorme exceso de capacidad de China, así como sobre el cierre de varias plantas de laminación de acero en ese país. Además de las operaciones que desarrolla en Argentina, la entidad también cuenta con instalaciones en otros países de América Latina. Los directivos de la empresa mencionaron que el coste de la mano de obra en México era mucho menor que en Brasil y Argentina. Debatimos acerca de la nueva Administración estadounidense y de políticas que podrían imponer restricciones a las importaciones, así como sobre las repercusiones que estas podrían tener en sus negocios (que, en realidad, podrían resultar positivas en algunos casos).

Reformas constructivas

En 2001, Argentina incumplió el pago de más de 90 000 millones de dólares estadounidenses de su deuda externa y, al negarse a negociar con los acreedores, la anterior presidencia de Argentina dejó al país temporalmente incapacitado para acceder a los mercados de renta fija. En 2016, después de las iniciativas emprendidas por la Administración de Macri para tratar de llegar a un acuerdo, Argentina fue capaz de volver a los mercados de capitales con una venta de bonos cuyos resultados se consideraron muy satisfactorios. En enero de 2017, el Gobierno recaudó dinero a través de distintos instrumentos de deuda.

Además, el Gobierno presentó un programa de amnistía fiscal para aliviar a los argentinos que habían declarado los activos que tenían depositados en el extranjero, pero que no habían pagado impuestos por ellos. Como consecuencia de la amnistía fiscal aplicable a estas posesiones en el extranjero, se declaró un total de 116 800 millones de dólares estadounidenses, que representan alrededor del 20 % del PIB argentino. El total de los activos declarados estaba compuesto por un 17 % (20 500 millones de dólares estadounidenses) de bienes inmuebles, un 29 % (33 600 millones de dólares estadounidenses) de cuentas financieras, un 29 % (55 900 millones de dólares estadounidenses) de inversiones y un 6 % (6 800 millones de dólares estadounidenses) de otros tipos. De los activos declarados, el 80 % estaba depositado en el extranjero y el 20 % se mantenía en el ámbito nacional.^[6] La recaudación de impuestos relacionada con la amnistía fiscal fue del 1,8 % del PIB.

Consideramos que esta iniciativa es un avance muy prometedor, ya que prevemos que los inversores locales podrían asignar gran parte de los activos que ahora tienen en territorio nacional a valores locales, imprimiendo así un impulso a la economía argentina.

Santiago Petri

Vicepresidente sénior, director ejecutivo sénior

Templeton Emerging Markets Group

Cuando la nueva Administración de Argentina llegó al poder, heredó un conjunto de distorsiones y desequilibrios macroeconómicos y microeconómicos, así como un deterioro del marco institucional.

Desde el punto de vista macroeconómico, la economía dependía de unos niveles de consumo nacional insostenibles para el crecimiento, además de encontrarse en una situación de crecientes déficits fiscales y bajos niveles de ahorros e inversiones. Desde el punto de vista microeconómico, para evitar caer en una crisis de la balanza de pagos, el anterior Gobierno aplicó unos controles kafkianos sobre el comercio y los cambios de divisas.

En el ámbito nacional, cuando no pudieron controlar los precios directamente, las autoridades optaron por intervenir en el Instituto Nacional de Estadística, encargada de medir la inflación y otras estadísticas clave. Como no contaba con una fuente de fondos real para el Tesoro y había bloqueado su acceso a los mercados internacionales de capitales, el Gobierno también decidió subordinar al Banco Central a sus necesidades financieras, activando un proceso de inflación incontrolada y pérdidas de reservas exteriores.

La nueva Administración realizó nuevos nombramientos en el Banco Central con personal capaz de desactivar la bomba de relojería que sus precededores habían causado mediante una agresiva expansión monetaria, agravada por lo que algunos consideran una emisión imprudente de futuros de divisas. Al mismo tiempo, las nuevas autoridades erradicaron los controles sobre los cambios de divisas y unificaron las diversas cotizaciones de los tipos de cambio en un solo sistema de «flotación sucia». Hoy en día, el Banco Central está aplicando un régimen centrado en la inflación y ha conseguido reducir de forma significativa la tasa de inflación.

La complicada situación económica heredada por la Administración actual, dentro de la que se engloban los elevados niveles de pobreza, le impidieron adoptar políticas de línea dura para abordar el déficit fiscal a través de reducciones de los gastos, lo cual habría empeorado la contracción económica de Argentina.

En consecuencia, la estrategia gubernamental consiste en utilizar financiación extranjera y fijar, al mismo tiempo, unas metas de reducción del déficit graduales y decrecientes a medio plazo. A medida que la economía mejora, debería ser más fácil para el Gobierno realizar ajustes en los gastos que si dichas medidas se tuviesen que tomar en un entorno de recesión.

Desde mi punto de vista, uno de los cambios más valientes de esta Administración, que trasciende las medidas adoptadas para que la economía argentina se parezca a una economía orientada al mercado en otras partes del mundo, es una clara directiva del presidente Macri relativa a la transparencia. Parte de la contracción económica de 2016 estaba relacionada con un estricto proceso de auditoría relativo a la adjudicación y el pago de obras públicas, contaminado por la corrupción generalizada de la Administración anterior. El proceso de auditoría obligó a la nueva Administración a detener algunas obras públicas, ya que las nuevas autoridades se mostraban reacias a seguir pagando proyectos que se sospechaba que pudiesen estar relacionados con la corrupción.

Gracias al aumento de la transparencia en el proceso, ya se ha logrado una mayor eficacia. La construcción de carreteras (entre otras cosas) compete al Ministerio de Transporte, que afirma que ha sido capaz de reducir el coste de anteriores licitaciones en un 40 % para el mismo proyecto.

Además, algunos proyectos viarios anteriores se abandonaron poco después de haberse puesto en marcha, con tan solo unos pocos metros de carretera construidos, a pesar de que el licitador ya hubiese abonado el pago total del proyecto. En cambio, los proyectos que la nueva Administración ha emprendido ya están acabados.

Durante una década, Argentina ha sufrido una sequía de inversiones en infraestructura crítica relacionada con el sector energético, las carreteras, los ferrocarriles y los puertos, así como con los hospitales y las escuelas. La inversión privada es relativamente baja, y consideramos que crear un marco normativo previsible y transparente debería allanar el camino para proyectos nuevos y atractivos.

En el sector tecnológico, hay varias empresas exitosas que ya cotizan en bolsa, y creemos que podría haber muchas otras entidades aptas para empezar a hacerlo en el futuro próximo.

En nuestra opinión, la normalización de Argentina abre la puerta a muchas otras oportunidades de inversión significativas en el país. La completa retirada de los controles de capital, que obligaban a los flujos entrantes a permanecer en el país durante un tiempo antes de que se les permitiese salir de nuevo, fue un importante avance para los inversores.

La paciencia de las personas a prueba

Aunque hay muchas personas que quieren que el cambio se produzca de la noche a la mañana, el pueblo argentino entendió en gran medida los problemas a los que se enfrentaba el Gobierno actual cuando llegó al poder y comprendió que llevaría tiempo revertir la situación. La demora o la ralentización de la recuperación económica de Argentina afectó de forma negativa a los niveles de confianza, pero, en general, las personas conservan el optimismo con respecto al futuro.

La economía alcanzó valores mínimos en la segunda mitad de 2016 y, desde entonces, se ha recuperado con mucha moderación, aunque no en los sectores relacionados con el consumo, por lo que es posible que la población general no esté notando este repunte. Ante la ausencia de una recuperación económica más categórica, se han generado dudas con respecto al Gobierno.

Es probable que la economía y la actitud de los consumidores resulten cruciales para las elecciones de mitad de período del Congreso que tendrán lugar a finales de octubre de este año. El triunfo de la Administración actual debería ayudarle a cargar las pilas para enfrentarse a la segunda mitad del período, sabiendo que cuenta con el apoyo necesario para seguir adelante con su programa vigente. En cambio, una derrota podría preparar el camino para la consolidación de la oposición y traer consigo un período de final de mandato más complicado para Macri.

Hace muy poco, fuimos testigos de una manifestación espontánea en pro del Gobierno en el país, que atrajo a un número considerable de personas a favor de que el Gobierno siguiese adelante con su trabajo (aunque no necesariamente respaldaba al Gobierno al 100 %). Los observadores consideraron este acontecimiento como una manifestación en defensa de las instituciones democráticas y contra algunos intentos por parte de facciones radicales de la oposición, bajo el liderazgo de la expresidenta Kirchner, de poner trabas al Gobierno y generar un entorno social belicoso.

Somos conscientes que es difícil para el Gobierno de Macri realizar todas las reformas que quisiera, ante los desafíos políticos a los que se enfrenta a corto plazo. Sin embargo, prevemos que, tras las elecciones de mitad de período (suponiendo que los partidarios de Macri salgan reforzados de ellas), es probable que se aceleren las reformas que todavía están en proceso de aplicación. Si Macri consigue mantenerse en este camino (pese a algunos puntos débiles en relación con el consumo, como el aumento del precio del combustible y las restricciones de los aumentos salariales), creemos que las perspectivas de Argentina para el futuro podrían ser bastante buenas.

Los comentarios, las opiniones y los análisis de Mark Mobius y Santiago Petri tienen carácter meramente informativo, por lo que no deben interpretarse como un asesoramiento de inversión individual ni como una recomendación para invertir en un valor determinado o adoptar una estrategia de inversión concreta. Debido a la celeridad con que pueden cambiar las condiciones económicas y de mercado, los comentarios, las opiniones y los análisis recogidos aquí son válidos solo en la fecha de su publicación y pueden variar sin previo aviso. Este artículo no pretende ser un análisis completo de todos los hechos relevantes relacionados con un país, una región, un mercado, un sector, una inversión o una estrategia determinados.

Información legal importante

Todas las inversiones conllevan riesgos, incluida la posible pérdida de capital. La inversión en títulos extranjeros conlleva riesgos especiales, entre ellos el riesgo de fluctuaciones cambiarias, de inestabilidad económica y de acontecimientos políticos adversos. Las inversiones en mercados emergentes, de los cuales los mercados fronterizos constituyen un subgrupo, implican riesgos más altos relacionados con los mismos factores, aparte de los asociados a su tamaño relativamente pequeño, su menor liquidez y la falta de estructuras jurídicas, políticas, empresariales y sociales consolidadas para respaldar los mercados financieros. Como estas estructuras suelen estar aún menos desarrolladas en los mercados fronterizos, lo cual se suma a otros factores, entre ellos la mayor posibilidad de sufrir una volatilidad de precios extrema, la falta de liquidez, las barreras al comercio y los controles de cambio, los riesgos asociados a los mercados emergentes se ven acentuados en los mercados fronterizos. Los precios de las acciones experimentan fluctuaciones, a veces rápidas y drásticas, debido a factores que afectan a empresas concretas, industrias o sectores específicos, o a las condiciones generales de mercado.

[1] Fuente: Base de datos de World Economic Outlook del FMI, octubre de 2016. No hay garantías de que las estimaciones, previsiones o proyecciones vayan a cumplirse.

[2] *Ibid.*

[3] Fuente: Bloomberg, desde enero hasta el 5 de abril de 2017. El MSCI Emerging Markets Index recoge una muestra de valores de mediana y alta capitalización en 23 países de mercados emergentes. El Merval es un índice ponderado por precios que representa títulos selectos en la Bolsa de Valores de Buenos Aires. Los índices no están administrados y no puede invertirse directamente en ellos. Tampoco incluyen comisiones, gastos ni costes de suscripción. La rentabilidad pasada no es un indicador ni una garantía de rendimientos futuros. Para obtener más información sobre los proveedores de datos, visite www.franklintempletondatasources.com.

[4] La ratio de precios/beneficios (PER) de un título específico compara su cotización con los beneficios por acción de la empresa en cuestión. La PER de un índice es la media ponderada de las ratios de precios/beneficios de los valores que integran ese índice.

[5] Fuente: Bloomberg, datos del 5 de abril de 2017. Para obtener más información sobre los proveedores de datos, visite www.franklintempletondatasources.com.

[6] Fuente: Ministerio de Hacienda de Argentina, 4 de abril de 2017.