

Continuidad y cambio

Resumen y conclusiones

- Los lineamientos del plan de reformas anunciados esta semana tienen un denominador común: apuntan a generar las bases para que los desequilibrios macroeconómicos los pague el crecimiento económico. El gradualismo sigue siendo la marca fundamental.
- El espíritu de la reforma es claramente pro-mercado, con el sector corporativo como principal beneficiario. Bonos privados y acciones deberían captar mejor que otros activos esta mejora.
- La falta de una reacción contundente en los precios de los activos está reflejando dos incertidumbres: i) detalles sobre la letra chica de las iniciativas, y los riesgos políticos que implica su ejecución.
- En términos generales, mantenemos nuestra visión constructiva sobre la perspectiva de tipo de cambio, bonos soberanos y acciones. (Para más detalles, ver actualización de noviembre de nuestro reporte de carteras recomendadas).

José M. Echangüe
Estratega

+ 54 11 2206 2206

comercial@consultatioinvestments.com

Continuidad y cambio

Los lineamientos de las reformas anunciados por el gobierno son el primer intento integral de reforma que ensaya el país desde 1991. Por su complejidad, extensión y falta de detalles todavía es temprano para evaluarla en profundidad, pero sí es posible extraer algunas conclusiones preliminares sobre la reacción inicial por parte del mercado y el impacto esperado en el mediano plazo.

La reafirmación del gradualismo como el sello fundamental de la administración Macri es el primer rasgo destacable. Con el resultado de las elecciones legislativas, el gobierno obtuvo el capital político necesario para definir la agenda económica, pero no el suficiente para asegurar que podrá implementar esos cambios de una manera que tenga efectos inmediatos.

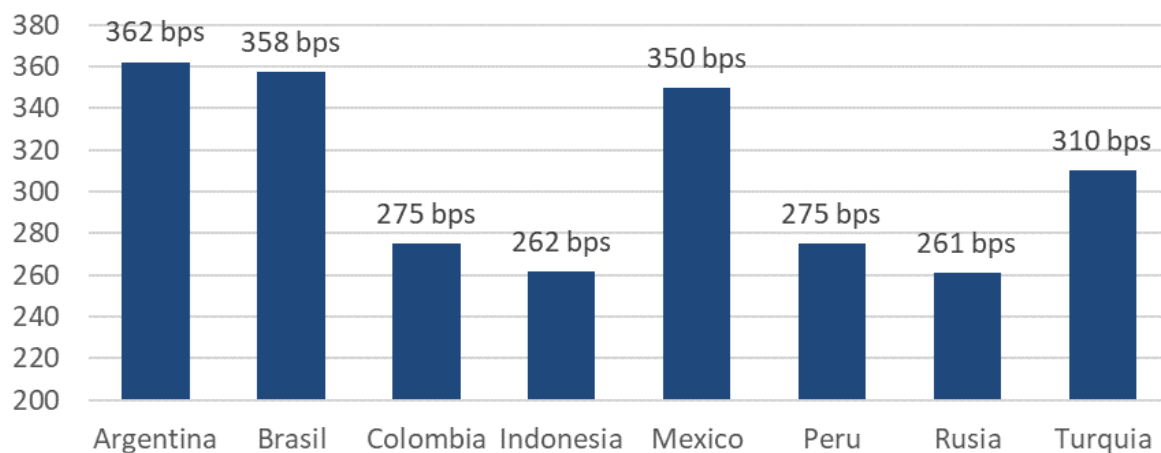
Esta característica tiene consecuencias económicas relevantes: define una estrategia y una estructura de riesgos. Sin impactos significativos en el corto plazo, la apuesta es que el conjunto de desequilibrios macroeconómicos y de competitividad que se propone enmendar se resuelvan: i) en el mediano plazo, ii) a través del crecimiento económico y, iii) con una mejor distribución de la carga tributaria entre una base más amplia de contribuyentes. Los riesgos son claros: ¿qué sucede si el crecimiento esperado no se materializa y/o el crédito necesario para financiarlo no está disponible en la medida esperada?

El voto de confianza del mercado en este punto es muy claro. Las condiciones de liquidez que exhibe el mercado internacional hoy son suficientes para atender a las necesidades de Argentina, como lo acaba de probar el costo y los plazos de la colocación de EUR 2.7 mil millones concretada ayer. La mejora en el rating crediticio anunciada esta semana por la calificadora S&P ratifican la percepción que perspectiva también es buena.

Si atendemos a los cambios que ha tenido la pendiente de la curva de rendimientos -un indicador de la confianza que genera la dinámica fiscal en el largo plazo- en los últimos dos meses desde las elecciones PASO, la conclusión también es categórica: luego de haber alcanzado los 444 puntos básicos en agosto pasado, el premio por estar invertido en Argentina en el largo plazo se comprimió a 362 puntos, cotizando mucho más en línea con el premio vigente de otros países emergentes, que incluso gozan primas de riesgo menor. Aún con margen para mejoras adicionales, Argentina hoy dejó de estar fuera de rango.

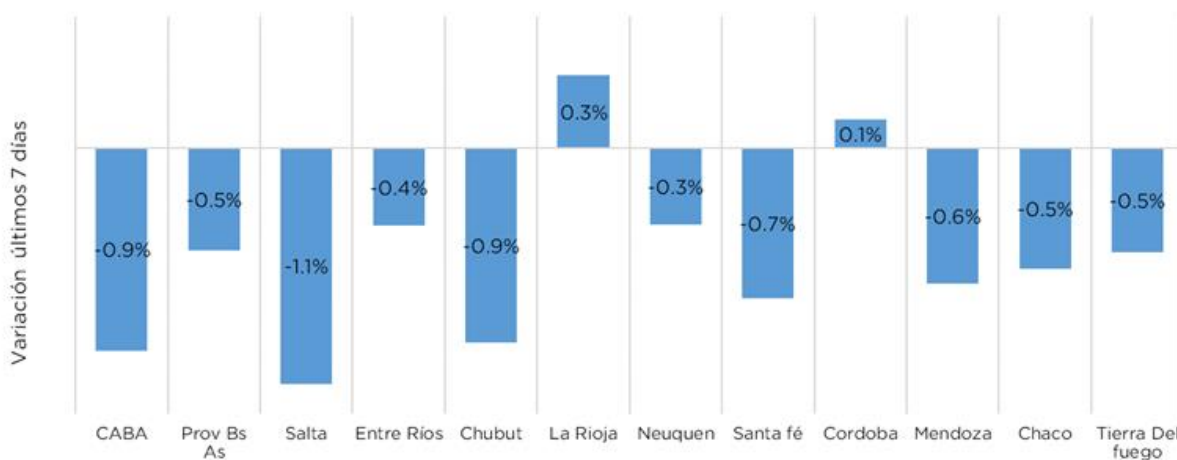
Continuidad y cambio

Gráfico 1: Pendiente de la curva de rendimientos: 30 años - 2 años
En puntos básicos



Si se concede que habrá tiempo suficiente para implementar los cambios gradualmente, ¿habrá tiempo para todos?. La capacidad de financiar el desequilibrio para el Estado Nacional no es la misma que para las Provincias, y la reacción inicial de mercado lo dejó de manifiesto. La capacidad de amortiguar el impacto estará ordenada en función de tres claves: capacidad para acceder al crédito internacional, flexibilidad de la estructura de gastos e ingresos y dependencia de recursos nacionales.

Gráfico 2: Bonos provinciales seleccionados
Variación de precios últimos 7 días - En %



Fuente: Consultatio en base a Bloomberg

Continuidad y cambio

La diferencia fundamental entre el impacto que tienen las reformas para la Nación vs las Provincias no está sin embargo en el reordenamiento impositivo. La estimación oficial es que la mejora agregada para 2022 de la reforma neta agregada será de 1.5% del PBI. La parte más relevante que explica la mejora de la dinámica fiscal de mediano plazo está en la posibilidad de alterar la cláusula de ajuste de las jubilaciones y pensiones, y de esa forma, la proyección del déficit previsional. El beneficio de este cambio lo percibirá la ANSES, e indirectamente la Nación.

Personas físicas: impacto de la renta financiera

La introducción del impuesto a la renta financiera es una de las novedades relevantes de la reforma. Lo único que se dió a conocer es que, en su espíritu, el gravamen no alcanzará los resultados por devaluación o por inflación. De allí que se contemplen alícuotas distintas para cada clase de instrumento.

En el ejemplo que mostramos a continuación mostramos bajo qué condiciones quedarían arbitradas las alícuotas que trascendieron para cada una de las clases de instrumentos. Cuando se las analiza con mayor detalle, se advierte que éstas están alineadas más o menos en línea con las previsiones que se anticipan en el REM para 2018.

Bonos: Estimación de impacto de impuesto a la renta financiera por tipo de instrumento

	Tasa fija	CER	USD
Tasa antes Impuestos	17%	5.0%	5.0%
Alicuota renta financiera	5%	15.0%	15.0%
Inflación REM 2018		15.8%	
Devaluación REM 2018			13.8%
Rendimiento bruto en ARS	17%	21.6%	19.5%
Rendimiento neto en ARS	16.2%	20.7%	18.6%
Impacto impositivo	-0.9%	-0.9%	-0.9%

Continuidad y cambio

La estimación está elaborada sobre la base de que no se producen ni ganancias ni pérdidas de capital. Para este concepto todavía no hay precisiones, pero sería esperable que su tratamiento sea asimilable que hoy enfrentan las personas jurídicas en Argentina, es decir, que el nuevo impuesto las incluya. Si esto no fuese así, entonces comenzaría a haber diferencias importantes entre los distintos instrumentos en función de cuál sea el cupón de cada uno, lo que no se condice con los estándares internacionales para este impuesto. La reacción inicial del mercado de los distintos bonos no muestra diferencias significativas, lo que supone que su introducción debería ser acorde a estándares internacionales.

Estrategia

La competitividad del sector privado en Argentina es el objetivo fundamental del paquete de reformas anunciado esta semana, por lo que el sector corporativo debería resultar el principal beneficiario. En el mediano plazo, bonos privados y acciones deberían captar la mejora más que otros instrumentos.

La comparación de rendimientos de títulos públicos vs otros países muestra que todavía existe margen para seguir comprimiendo la prima de riesgo, aunque por las características de las reformas, ese proceso también será gradual. En un escenario sin sobresaltos desde el punto de vista internacional -la nominación de Jerome Powell al frente de la FED apunta en ese sentido- la pendiente de la curva de USD sigue ofreciendo valor, especialmente en el tramo medio.

Disclaimer

El presente documento es propiedad de Consultatio Investment S.A. ("Consultatio"), no pudiendo su contenido ser modificado, transmitido, copiado, y/o distribuido sin el consentimiento expreso de Consultatio. El presente tiene un fin exclusivamente informativo y se ha basado en información proveniente de fuentes públicas, siendo que Consultatio no ha verificado su veracidad, integridad y/o exactitud, ni ha sometido la misma a un proceso de auditoría. Consecuentemente, Consultatio no efectúa declaración alguna, ni otorga garantía alguna, sobre la veracidad, integridad y/o exactitud de la información sobre la cual se basa este informe. Todas las opiniones y estimaciones aquí expresadas están sujetas a cambio sin previo aviso.

El presente no constituye asesoramiento en inversiones ni una invitación a operar con valores negociables a través de Consultatio. Cualquier persona interesada en analizar y, en su caso, operar los valores negociables aquí descriptos, deberá consultar la información contenida en sus documentos de emisión. La información aquí inserta ha sido confeccionada exclusivamente para la República Argentina, no debiendo interpretarse destinado a cualquier otra jurisdicción o territorio. Se advierte que parte de la información del presente documento está constituida por estimaciones futuras. Debido a riesgos e incertidumbres, los resultados reales o el desempeño de los valores negociables podrían diferir significativamente de lo expresado en las estimaciones futuras. La información aquí contenida está sujeta a cambios y modificaciones y no puede ser considerada definitiva por aquellas personas que tomen conocimiento de ella. El receptor deberá basarse exclusivamente en su propia investigación, evaluación y juicio independiente para tomar una decisión relativa a la inversión en valores negociables.

Consultatio es un Agente de Liquidación y Compensación - Propio registrado bajo la matrícula n° 351 y Agente de Colocación y Distribución de FCI registrado bajo la matrícula n°47 , en ambos casos de la CNV. Los rendimientos pasados manifestados por valores negociables son un indicador y no implican, bajo ningún concepto, promesas de rendimientos futuros.

En particular ha de tenerse presente que las inversiones en cuotas partes de fondos comunes de inversión no constituyen depósitos en el agente de custodia de tales fondos a los fines de la Ley de Entidades Financieras ni cuentan con ninguna de las garantías que tales depósitos a la vista o a plazo puedan gozar de acuerdo a la legislación y reglamentación aplicables en materia de depósitos en entidades financieras. Asimismo el agente de custodia los fondos comunes de inversión se encuentra impedido por normas del Banco Central de la República Argentina de asumir, tácita o expresamente, compromiso alguno en cuanto al mantenimiento, en cualquier momento, del valor del capital invertido, al rendimiento, al valor de rescate de las cuotas partes o al otorgamiento de liquidez a tal fin.