

NOTA RIESGO PAÍS

ARGENTINA

Madrid: 1 de junio de 2018

CESCE
El valor del crédito





LA DESCONFIANZA DE LOS MERCADOS PROPICIA UN ACUERDO CON EL FMI

La política económica de Macri, en el poder desde diciembre de 2015, se ha caracterizado por una corrección gradual de los desequilibrios heredados tras 12 años de gobierno kirchnerista. Argentina estuvo viviendo por encima de sus posibilidades desde 2009 lo que, inevitablemente, se tradujo en déficits gemelos (público y exterior), un aumento de la deuda y crecientes necesidades de financiación exterior. Apostar por este enfoque gradualista permitió a Macri mantener el respaldo del electorado en las elecciones legislativas parciales, celebradas en octubre de 2017, lo que era una condición imprescindible para seguir adelante con su programa. Además, la buena acogida de los mercados a la emisión de deuda realizada en enero de 2018 reflejaba que el ejecutivo también contaba con el apoyo de los mercados internacionales. El Gobierno realizó una emisión de bonos con vencimientos a 5, 10 y 30 años por un valor total de 9.000 mill. \$, cuya demanda (21.400 mill. \$) superó con creces a la oferta, y contó con la participación de más de 450 inversores de Norteamérica, Europa, Asia y otras regiones. Los tipos a los que se emitieron fueron los más bajos de la historia del país (el más alto, el del bono a 30 años, un 6,95%). Los ingresos recibidos con esta emisión permitían cubrir en torno a una tercera parte de las necesidades de financiación y más del 50% de los proyectos de infraestructuras de 2018. Las agencias de calificación también reconocían los avances de la era Macri y tanto Moody's como Fitch mejoraron en un peldaño su calificación, hasta B2 y B+, respectivamente, en el último trimestre de 2017. Parecía que finalmente Argentina caminaba en la dirección correcta con un ejecutivo que contaba con apoyo interno y externo.

En cualquier caso todavía quedaba mucho por hacer. La corrección del cuadro macro era inevitable pero mientras Argentina siguiera contando con la confianza, y el dinero de los inversores podía evitarse la aplicación de una dolorosa estrategia de choque, con los costes políticos y económicos que conlleva. Hablamos, pues, de un juego de malabares complejo que puede verse amenazado con relativa facilidad, máxime si, además, el país en cuestión tiene a sus espaldas el mayor default de la historia reciente.

El aumento del rendimiento de la deuda estadounidense ha desencadenado presiones depreciatorias en todas las monedas de la región. La progresiva normalización de la política monetaria de la Fed (cuya última subida de tipos fue el 21 de marzo) ha ido convirtiendo al billete verde y a la deuda americana en activos cada vez más atractivos. No obstante, el peso argentino ha sido el peor parado: se ha depreciado más del 20% tan solo en el mes mayo; un duro golpe para el presidente Macri, que eliminó los controles cambiarios al asumir el cargo, en diciembre de 2015.

La combinación de elevados déficits fiscal y externo (6,10% y 5,10% del PIB, respectivamente, a finales de 2017) junto con un sistema financiero pequeño (el crédito al sector privado es de 14,3%, mientras que en Colombia, por ejemplo, es de 42% y en Brasil, de 60%) hacen a Argentina más dependiente de la financiación externa y más vulnerable, por tanto, a los cambios en el sentimiento de los mercados. A ello se suma la elevadísima inflación que registra Argentina de forma crónica. En 2017 se logró

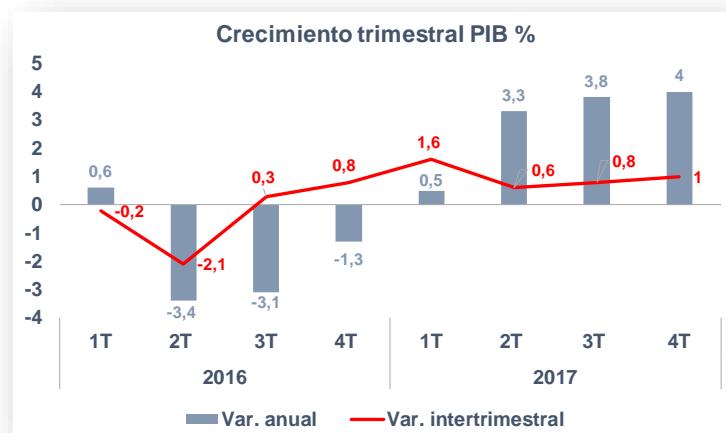
contenerla hasta el 24,7% (en 2016 llegó a superar el 40%), pero este nivel está muy por encima del objetivo fijado para el año (17%), y en 2018 se espera que supere de nuevo el 20%, penalizada tanto por los efectos de la dramática sequía que asola el campo argentino como por la intensa depreciación de la divisa. Por último, otro factor que explica la mayor penalización de los mercados es el historial de impagos, que inevitablemente perjudica la confianza de los inversores.



Fuente: Ecolatina, en base a Ministerio de Hacienda

Hasta aquí la explicación basada en fundamentos macroeconómicos y coyuntura económica. Es evidente que los desequilibrios de Argentina hacen al peso más vulnerable que otras monedas emergentes. Pero para muchos observadores, algunas medidas de política económica, tanto monetaria como fiscal, alimentaron las dudas sobre la sostenibilidad del valor de la divisa. Por una parte, el intento desesperado del BC por contener la inflación le llevó a intervenir en los mercados cambiarios, perdiendo la credibilidad. Por otra, la decisión de comenzar a gravar a la renta financiera de no residentes (aprobada en la última reforma fiscal) generó un masivo desarme de carteras invertidas en Letras del BCRA (Lebac). Esta liquidez en pesos también se sumó a la fuga hacia el billete verde.

El shock exógeno meteorológico podría considerarse el punto de arranque. Efectivamente, las primeras dudas sobre las perspectivas de crecimiento de Argentina surgieron a principios de este año cuando la sequía recortó notablemente las previsiones de producción agrícola para el conjunto del año. En el caso de la soja, por ejemplo, se prevé que la cosecha en la campaña de 2017/2018 sea un 27% menor a la anterior, marcando el peor registro de los últimos cinco años. Por su parte, la producción de maíz alcanzará 34 millones de toneladas, un 13% menos. Dado que ambos productos representan más del 75% de la producción total de cereales y oleaginosas y que, a su vez, el sector agrícola implica más de tres cuartas partes del complejo agropecuario, la pérdida total del sector alcanzará al 8% de la producción. Naturalmente, esto tuvo un gran impacto sobre el precio de los alimentos. Además, las expectativas de caída de las exportaciones generaron una presión depreciatoria sobre el peso, que comenzó a caer en diciembre. Finalmente, los fuertes aumentos en los precios regulados introducidos a finales del año pasado con el fin de aproximarlos a su coste real y controlar el déficit público, constituyen el tercer factor que alimenta las tensiones inflacionistas.



Fuente: Datos macro

El Banco Central (BC) comenzó a intervenir en los mercados cambiarios a principios de marzo en un intento de contener la pérdida de valor de la divisa que obedecía, en gran parte, a la mencionada inquietud ante la caída de las exportaciones agrícolas. El BC defendió, en aquel momento, que las presiones no estaban justificadas y que intervenía con el fin de evitar que la depreciación afectara al proceso de desinflación. La situación se agravó con la pérdida de atractivo de las divisas emergentes conforme el billete verde y la deuda americana les ganaban terreno en línea con la progresiva normalización de la política monetaria de la Fed (cuya última subida de tipos fue el 21 de marzo). El Banco Central continuó combatiendo las presiones a pesar de que se trataba de un fenómeno generalizado en la región. A partir de aquí la espiral depreciatoria era incontrolable y llevó al BC a tomar medidas desesperadas. La venta masiva de divisas permitió mantener el peso “artificialmente” estable durante algunas semanas. Pero el pasado 25 de abril, el BC llevó a cabo una venta récord de dólares (1.500 mill.\$) que tuvo un efecto insignificante en el valor del peso, lo que dejó claro que el valor de la moneda argentina no era sostenible. Esto desató una venta masiva de pesos, lo que el BC trató de contener con una subida del tipo de interés de 300 puntos básicos al día siguiente. Sin embargo, tan solo logró treguas muy puntuales. Los días siguientes fueron un intento desesperado del BC vía subida de tipos (que alcanzaron el 40%) e intervenciones en mercados por contrarrestar las fuerzas del mercado.

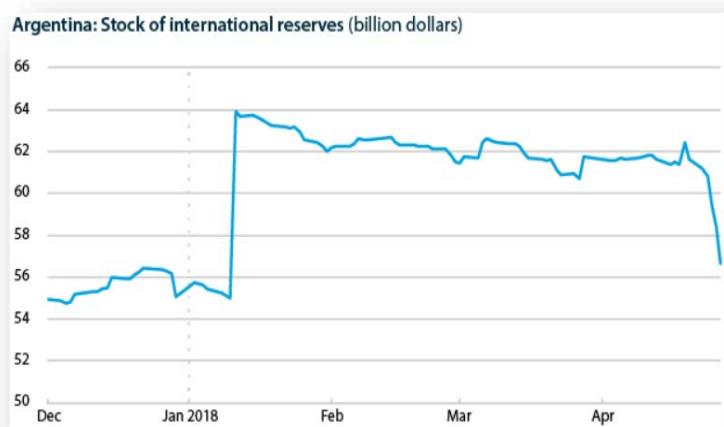


Fuente: Xe.com

Llegado este punto, las opciones para frenar la depreciación se iban agotando. La venta de reservas exige credibilidad, la cual ya estaba perdida. La segunda opción, el uso de derivados, no parecía viable ya que aumentaría el ya elevado volumen de pasivos a corto plazo del BC, lo que no haría sino aumentar más la vulnerabilidad del país. La subida de tipos, por otra parte, ya había demostrado ser ineficiente. El tipo de interés ya se encontraba en el 40%, el nivel más alto desde que el BC cambió su estrategia hacia un objetivo de inflación. Como cuarta medida, el BC redujo el volumen de activos en moneda extranjera autorizando a las entidades financieras en un intento de reducir la volatilidad cambiaria a corto plazo. Desde el 7 de mayo, la posición global neta positiva de moneda extranjera de las entidades financieras no puede superar el 10% (frente al 30% existente) de los activos totales del mes anterior. La situación actual no hace sino demostrar los costes de aplicar una política monetaria con objetivo de inflación y el uso del tipo de interés como instrumento monetario en una economía con elevados déficit fiscales.

El gobierno, por su parte, trató de apoyar al BC reduciendo el objetivo de déficit fiscal desde el 3,2% al 2,7% del PIB. No obstante, teniendo en cuenta que el gobierno ya había cumplido las poco ambiciosas metas fiscales los años anteriores, el mercado esperaba que este año no fuera distinto con lo que esta medida no calmó las aguas.

Ante este escenario, Macri se vio obligado a anunciar el pasado 8 de mayo, de forma inesperada, su decisión de recurrir al Fondo Monetario Internacional en busca de auxilio financiero. Ello supone el regreso al endeudamiento con este organismo multilateral, 12 años después de que el gobierno de Néstor Kirchner cancelara en efectivo toda la deuda con el mismo. En el momento de redacción de estas líneas no está todavía cerrado el acuerdo, pero todo apunta a que la asistencia financiera se articulará a través de un acuerdo Stand-By, que permite al FMI responder rápidamente a las necesidades de financiación externa de los países y respaldar políticas que los ayuden a salir de las crisis. Este tipo de acuerdo crediticio es el más habitual que concede el FMI, pero implica una mayor intervención en las políticas económicas del país que la otra opción que estaba encima de la mesa, la Línea de Crédito Flexible (FCL), cuya condicionalidad es menos exigente. No obstante, el FCL se aplica en países con una situación económica sólida y no está claro que Argentina encaje en esa descripción. La cuantía también está pendiente de confirmar, pero parece que serán 20.000 mill.\$, y no los 30.000 que pidió inicialmente Macri. La solicitud de asistencia financiera ha despertado los peores temores entre los argentinos y ha reavivado el recuerdo de dolorosas crisis anteriores, lo que ha provocado que los ciudadanos hayan salido a las calles a mostrar su desacuerdo.



Fuente: Central Bank

Afortunadamente, no todo son malas noticias y el pasado 15 de mayo los inversores dieron un voto de confianza a Argentina con la renovación del 100% de las Lebac (las letras mensuales en pesos emitidas por el Banco Central) que vencían ese día y la colocación de 5.000 millones de pesos (200 mill.\$) adicionales. La cifra en juego ascendía a 617.000 millones de pesos o 24.700 mill.\$, equivalentes a casi la mitad de las reservas del Tesoro. Lograr un elevado porcentaje de renovación era crucial, porque, en caso contrario, cada letra cancelada obligaría al BC a emitir pesos, lo que depreciaría todavía más su valor respecto al dólar. Además, el Tesoro emitió ese mismo día 36.872 millones de pesos (1.514 mill.\$) en bonos a cinco años con un interés del 20%, y otros 36.338 millones de pesos (1.483 mill.\$) en deuda a 8 años, con un rendimiento del 19%.

La buena acogida de la emisión supone un balón de oxígeno para Macri mientras negocia la asistencia financiera con el FMI. En el momento de redacción de estas líneas el acuerdo se está negociando. Hace menos de un año Macri recibía alabanzas por sus reformas, el respaldo público en las elecciones legislativas y el apoyo de los mercados. Las recientes tensiones cambiarias y la necesidad de acudir al FMI despiertan antiguos fantasmas, lo que puede tener un elevado coste político. La reelección en 2019, que debería contribuir a consolidar la estabilización macroeconómica, cada vez parece más complicada, especialmente teniendo en cuenta que el programa de ajuste del FMI será duro y generará un fuerte rechazo social.