

NOTA RIESGO PAÍS

ARGENTINA

Madrid: 11 de diciembre de 2018

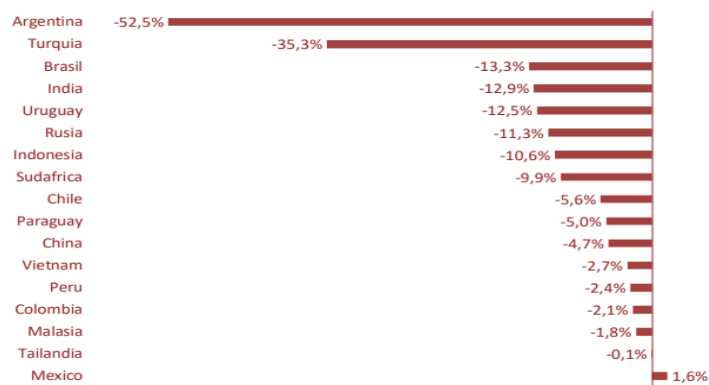


NOTA DE ACTUALIZACIÓN

La renegociación del acuerdo con el FMI, a finales de septiembre de este año, ha permitido a Argentina recuperar, por el momento, la calma. Tras más de dos meses de negociaciones en que las presiones sobre el peso y la salida de capitales amenazaban la estabilidad financiera de la economía latinoamericana, Macri ha logrado lo que a finales de junio parecía imposible: recuperar cierta confianza de los mercados y estabilizar la divisa.

Es bien sabido que Argentina ha sido de los países más penalizados por las turbulencias financieras y la progresiva normalización de los tipos de la Fed. Problemas estructurales justifican este hecho. Argentina se caracteriza por una fuerte dependencia de la financiación internacional derivada de la combinación de unos elevados déficits fiscal y externo (6,10% y 5,10% del PIB, respectivamente, a finales de 2017). Si a ello se suma un sistema financiero pequeño y una elevadísima tasa de inflación crónica, nos encontramos con la tormenta perfecta cuando se producen vaivenes en los sentimientos de los mercados. Por si esto fuera poco, la intensa sequía del pasado otoño redujo fuertemente la producción del sector agrícola, lo que se tradujo en fuertes subidas de precios y caída de las exportaciones. Tras sufrir el peso una depreciación de más del 20% tan solo en el mes de mayo y agotar todas las herramientas disponibles (incluida un subida de tipos hasta el 40%), Macri se vio obligado a acudir al FMI en solicitud de un rescate. El acuerdo, que se firmó el 7 de junio de 2018, concedía a Argentina una línea de crédito “stand by” a tres años por valor de 50.000 mill.\$. A cambio, el ejecutivo se comprometía a realizar un severo ajuste especialmente en el terreno fiscal (la reducción del déficit primario hasta un 1,3% del PIB en 2019, frente al 2,2% previsto anteriormente).

Depreciaciones de monedas emergentes. Octubre 2018 vs. Diciembre 2017



Fuente: Bloomberg



No obstante, ni la contundencia del monto de crédito, ni su baja condicionalidad, ni la velocidad con que se obtuvieron los primeros desembolsos de 15.000 mill.\$, bastaron para recuperar la confianza de los mercados. En agosto, el peso inició una nueva escalada y se desató una nueva ronda de salida de capitales. La crisis en Turquía, sin duda, no ayudó a sostener la confianza en los mercados emergentes. No obstante, también jugaron su parte los factores endógenos, en particular el escándalo del caso “Cuadernos”⁽¹⁾ y la evolución negativa de varios indicadores macroeconómicos, y muy especialmente de la inflación, que continuaba desbocada (en agosto se registró una tasa interanual por encima del 34%). Argentina se vio nuevamente inmersa en una crisis de confianza sobre la capacidad del Tesoro de afrontar los vencimientos de 2019.

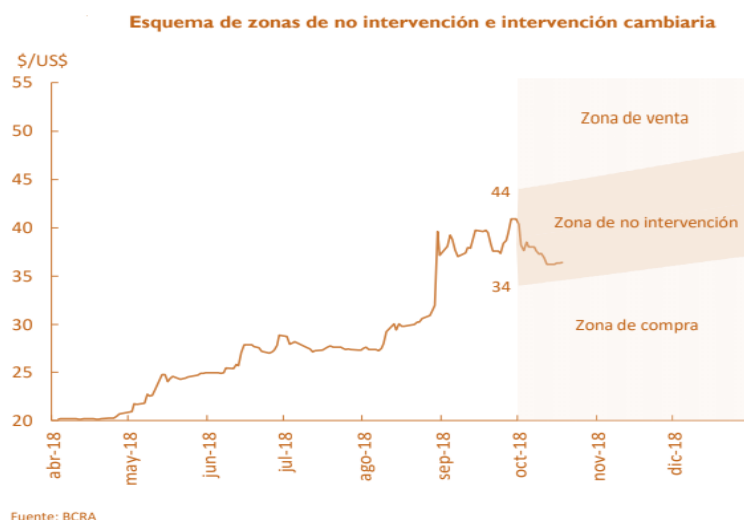
LA RENEGOCIACIÓN DEL ACUERDO

Macri inició una nueva ronda de negociaciones con el FMI a finales de agosto, que culminaron con la firma de un acuerdo ampliado el 26 de septiembre. Los puntos principales del acuerdo son los siguientes:

- 1) **Incremento y adelanto de fondos:** Se amplía el monto del préstamo stand by en 7.100 mill.\$, hasta alcanzar los 57.100 mill.\$. Además, se adelanta el calendario de desembolsos, que se concentran en lo que resta de este año (13.400 mill.\$, en lugar de los 6.000 mill.\$ previstos en el acuerdo inicial) y en 2019 (22.800 mill.\$, en vez de 11.400 mill.\$). Además, estos recursos ya no tendrán carácter precautorio, como establecía el acuerdo original, sino que podrán ser utilizados como soporte presupuestario, lo que dota de más flexibilidad al ejecutivo. Con el adelantamiento de los fondos, los vencimientos de 2019 quedan muy cubiertos y no será necesario acudir a los mercados externos. No obstante, para 2020 la cobertura del FMI será mucho menor, y volverá a ser necesario contar con financiación exterior.
- 2) **Mayor ajuste fiscal:** Compromiso de alcanzar el equilibrio presupuestario primario para 2019, un año antes de lo previsto, y de avanzar hacia un superávit primario del 1% del PIB en 2020. Queda aparte el servicio de la deuda, que eleva el déficit en más de dos puntos porcentuales. Estas medidas están encaminadas a reducir las necesidades de financiación del gobierno y rebajar la deuda pública.
- 3) **Política monetaria:**
 - a) Fin de las metas de inflación: Ante la volatilidad registrada los últimos meses se decidió reemplazar las metas de inflación por una regla simple y verificable sobre los agregados monetarios con el fin de controlar la evolución de los precios.
 - b) Se fija un objetivo de crecimiento cero en términos nominales de la Base Monetaria (circulante en poder del público y bancos + cuenta corriente de bancos en el BCRA) hasta junio de 2019.

(1) Se trata de una trama de corrupción comparable a la del «Lava Jato» de Brasil, que implica directamente a la ex Presidenta Cristina Fernández y sus principales funcionarios. Se llamó “Caso Cuadernos” porque se destapó a raíz del descubrimiento de ocho cuadernos escritos por Óscar Bernardo Centeno, chofer de Roberto Baratta, el ex número dos del Ministerio de Planificación, donde se relataba un circuito de recogida y entrega de bolsos con millones de dólares (cerca de 200) en sobornos.

- c) Se continúa el esquema de eliminación del stock de Lebac (letras del banco central). El Banco Central (BCRA) realizará operaciones de mercado abierto solo con los bancos a través de Leliq (letras de liquidez), cuya tasa de interés fluctuará diariamente para ajustarse al cumplimiento de las metas de los agregados monetarios.
- 4) **Política cambiaria:** Se establece una franja de no intervención (entre los 34 y los 44 pesos argentinos por dólar), donde el peso flotará libremente según la demanda en el mercado de divisas. El BCRA solo intervendrá (vendiendo dólares por valor de 150 mill.\$ diarios) si el tipo de cambio supera la banda superior y, por el contrario, en un escenario de apreciación, podrá comprar reservas y decidirá cuánto esterilizar según la demanda de pesos.
- 5) **Cláusula de Protección Social:** Ya fue incluida en el acuerdo de junio y es algo inédito en este tipo de acuerdos. Establece que si las condiciones sociales empeoran, se incrementará la asignación presupuestaria para prioridades sociales y se incluirá en el Acuerdo Stand-By. El FMI intenta mostrar con esta cláusula una cara distinta a la del ajuste estructural de los años 80, cuando recomendó las políticas del Consenso de Washington a los países de Latinoamérica.



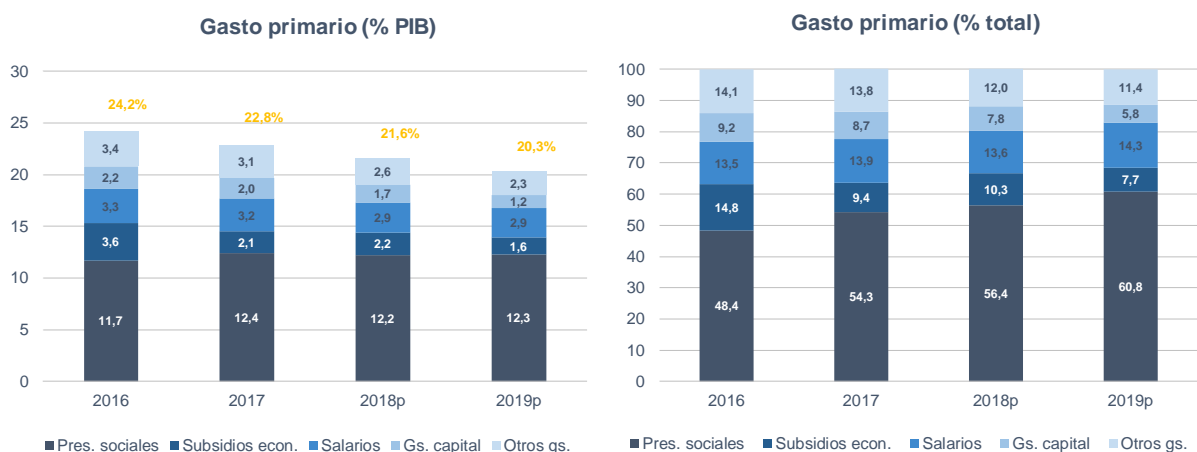
Con el pago de la deuda asegurado y un mayor desembolso por parte del FMI en 2019, Macri confía en lograr finalmente la calma de los mercados y concentrarse en recuperar la confianza de los argentinos que llevaron a su partido Cambiemos a la presidencia. No obstante, cumplir los compromisos asumidos y lograr los objetivos en términos de estabilidad cambiaria, reducción de la inflación y consolidación presupuestaria son desafíos difíciles, que, además, han de acometerse en el contexto de las elecciones presidenciales previstas para octubre de 2019. La ex Presidenta Cristina Fernández, que según las encuestas es la única con suficiente caudal electoral para llegar a una segunda ronda, va a tener difícil capitalizar la caída de la popularidad de Macri, al verse salpicada por el caso de corrupción de los Cuadernos. No obstante, no se descarta que surjan nuevas opciones electorales, como por ejemplo la denominada “Alternativa Federal”, integrada por varios gobernadores⁽²⁾. Por el momento se ha

(2) En la cumbre celebrada en noviembre de 2018 se reunieron los gobernadores Gustavo Bordet (Entre Ríos), Juan Manzur (Tucumán), Hugo Passalacqua (Misiones), Mariano Arcioni (Chubut), Sergio Casas (La Rioja), Rosana Bertone (Tierra del Fuego) y Domingo Peppo (Chaco).

posicionado como la alternativa moderada a Cambiemos y se ha distanciado de la ex presidenta, a la que -por ahora- mantienen fuera de la alianza peronista. En el momento de redacción de estas líneas todo apunta a que el candidato de este movimiento será el gobernador de Salta, Juan Manuel Urtubey. Otros candidatos serían Sergio Massa y Felipe Solá, ambos peronistas, y Del Cano como candidato de izquierdas. No obstante, aún es muy pronto para hacer pronósticos, ya que ni siquiera están claramente definidos los candidatos. Macri aún figura el primero en intención de voto, pero la evolución económica desde hoy hasta entonces será determinante para sus posibilidades electorales.

PRESUPUESTO 2019: FIN DEL GRADUALISMO

El primer paso para recuperar la credibilidad y lograr que el acuerdo con el FMI efectivamente calmase a los mercados era la aprobación de un presupuesto en línea con los nuevos compromisos y con unas perspectivas macroeconómicas creíbles. La Cámara de Senadores aprobó el 15 de noviembre, con 45 votos a favor, 24 en contra y una abstención, el Presupuesto para 2019. El proyecto del gobierno recibió el respaldo de algunos peronistas y de algunos partidos provinciales, lo que ha permitido aprobar unas cuentas públicas caracterizadas por la austeridad. El objetivo es ambicioso, dado que el déficit fiscal primario se estima que ascenderá este año al 2,6% del PIB, tras haber cerrado 2017 en el 3,9%. La ley contempla una inflación interanual promedio del 23%, una caída del PIB del 0,5%, y destina más del 70% de los recursos al gasto en jubilaciones, salud y planes sociales. Los recortes afectan a todos los ministerios y se centran en tres tipos de gastos: el de obra pública, los subsidios económicos (energía y transporte) y las transferencias a los gobiernos provinciales. Casi un tercio del gasto se dedica al pago de la deuda. En cuanto a los ingresos, se contemplan nuevos impuestos, como el gravamen a las exportaciones que Macri volvió a instaurar el pasado septiembre, y un aumento al de Bienes Personales. No cabe duda de que su aplicación será dolorosa y podría poner en peligro la reelección de Macri en las próximas elecciones presidenciales.

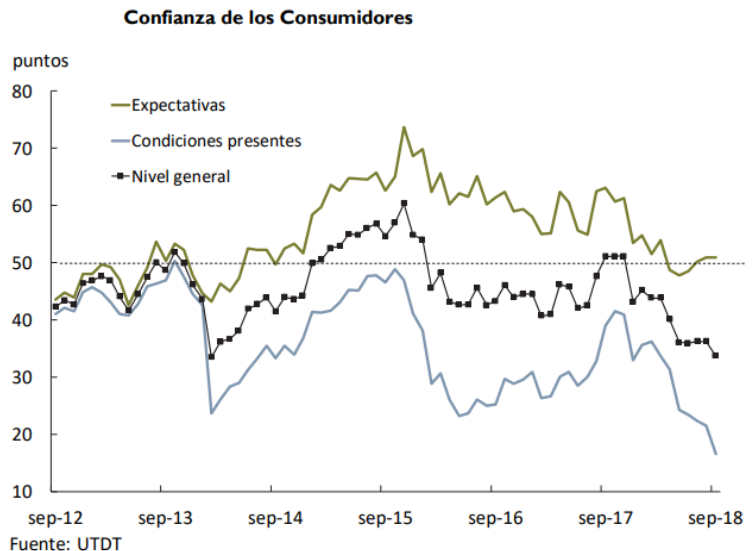


Fuente: Crédito

COYUNTURA DESFAVORABLE

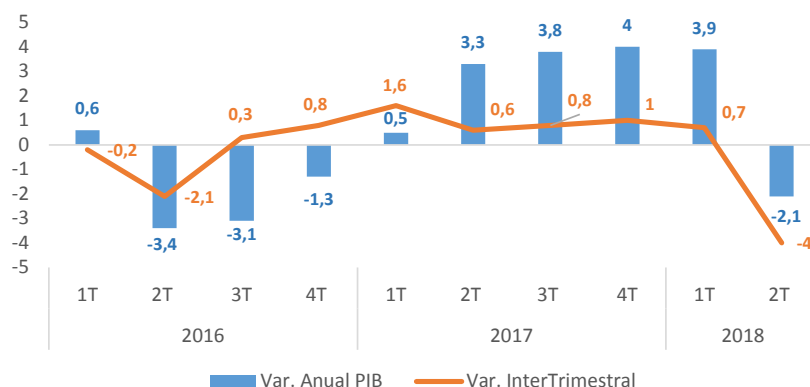
La actividad económica se contrajo intensamente en el segundo trimestre de 2018 (con una caída del PIB del 4%), como resultado de la conjunción de la peor sequía que ha vivido el país en los últimos 30 años y los efectos perniciosos de la crisis cambiaria. A corto plazo las previsiones no son buenas. La aceleración del ajuste fiscal y el endurecimiento de la política monetaria lastrarán el crecimiento. Además, la elevada inflación (con la consiguiente caída de los ingresos reales), los altos tipos de interés (en el 60% actualmente) y

unos niveles de confianza en descenso, conducirán a caídas adicionales en el consumo y la inversión en el segundo trimestre del año. La tasa de desempleo también ha aumentado hasta el 9,6% en el segundo trimestre (frente a un 7,2% a finales del año pasado). La caída de los componentes de la demanda interna se compensará parcialmente gracias a la recuperación de las exportaciones en el segundo semestre de este año, al tiempo que las importaciones se van a reducir debido a la recesión y a la depreciación real del peso. Se espera que la balanza comercial cierre el año con un déficit en torno a los 7.000 mill.\$, un 16% por debajo que el año anterior. El déficit de la balanza de servicios también se espera que se reduzca gracias a una recepción de turistas superior a la emisión. Todo ello se traducirá en una brusca reducción del déficit por cuenta corriente que, en definitiva, es el resultado natural de la parada repentina de la entrada de capitales privados. Como resultado de lo anterior, se espera que el año cierre con una caída del PIB de alrededor del -2,5%, frente al crecimiento del 2,8% del año 2017.



Crecimiento PIB %

Fuente: Datos Macro



	2014	2015	2016	2017e	2018p	2019p	2020p
Crecimiento del PIB	-2,51	2,73	-1,82	2,85	-2,65	-1,62	2,17
Inflación, final de periodo	23,92	n/a	n/a	24,80	40,45	20,20	13,00
Ingresos Públicos (% PIB)	34,60	35,38	35,07	34,84	35,55	36,46	36,90
Gastos Públicos (% PIB)	38,85	41,37	41,66	41,52	40,94	39,08	37,65
Saldo fiscal (% PIB)	-3,50	-4,40	-4,69	-4,19	-2,69	-0,05	1,10
Deuda Pública (% PIB)	43,59	55,08	54,96	57,58	62,70	58,20	57,21
Balanza por cuenta corriente (% PIB)	-1,63	-2,74	-2,65	-4,91	-3,69	-3,23	-3,31
Tipo de cambio (Peso/Dólar), Final de periodo	8,5	11,4	15,8	17,7	40,0	48,1	
Deuda externa (% PIB)	28,0	26,0	32,7	36,8	60,9	72,4	
Deuda externa (% ingresos externos)	190,4	231,9	246,0	308,7	330,8	352,3	
Fuente: IMF, IIF							

Esta evolución ha tenido su reflejo en la valoración de las agencias de calificación. Standard & Poor's (S&P) rebajó en noviembre en un peldaño la calificación de la deuda soberana de Argentina, a 'B' desde 'B+', dentro del grado especulativo o 'bono basura'. Fitch y Moody's mantienen al país también cinco escalones por debajo del grado de inversión.

PERSPECTIVAS:

¿CÓMO SERÁ LA ECONOMÍA ARGENTINA EN 2019 / 2020?

La postura del gobierno es que la evolución del crecimiento económico de Argentina va a presentar una forma de "V". La actividad alcanzaría su punto más bajo en valores reales en los próximos meses, para repuntar agresivamente a partir del segundo trimestre de 2019, y generar un margen de comodidad antes de las elecciones. Esa es la proyección que se recoge en el Memorándum de Políticas Económicas y Financieras del acuerdo stand-by entre Argentina y el FMI. Este escenario se basa en la convicción de que el restablecimiento de la estabilidad macroeconómica y una trayectoria descendente de la relación Deuda/PIB van a restaurar la confianza, lo que eventualmente resultará en una recuperación dinámica a partir del segundo trimestre de 2019. No obstante, muchos analistas consideran más probable un sendero más suave, tanto en el punto más bajo de la recesión como en la velocidad de la recuperación, por lo que el perfil del crecimiento adoptaría una forma de "U". Los sectores de más rápida recuperación serán los que sean más dependientes del tipo de cambio, como el energético, el turismo y el campo, que se verá favorecido además por una mejor cosecha. En cambio, aquellos más vinculados con el consumo y el crédito tardarán más en despegar.

No cabe duda de que el gran apoyo que ha dado el FMI al país le permitirá avanzar en pro de la corrección de los desequilibrios sin tener que depender en exceso (por lo menos en el corto plazo) del mercado de deuda. No obstante, hay que considerar otros factores, tanto externos como internos, ambos de índole económica y política que influyen en la marcha de la economía argentina.

La evolución de la economía brasileña y el tipo de políticas comerciales que el ejecutivo de Bolsonaro vaya a adoptar es uno de los factores a tener en cuenta desde el punto de vista externo. El desarrollo de las tensiones comerciales entre China y EEUU será crucial, así como la progresión en la normalización de la política monetaria de la Fed y sus efectos sobre la percepción del riesgo de los

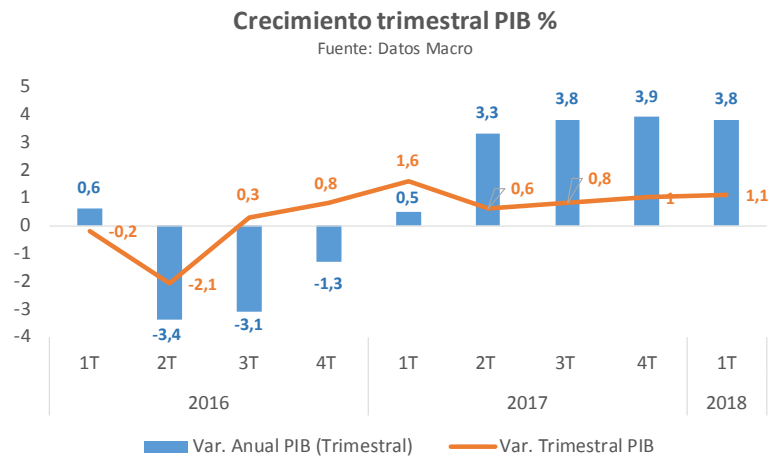
países emergentes. En el plano local, la principal duda es si el nuevo esquema monetario-cambiarío logrará estabilizar el mercado cambiario y reducir la inflación, así como cuál será verdaderamente el impacto recesivo de estas medidas y como impactará todo ello en el panorama electoral de 2019. El nuevo esquema monetario pretende controlar la demanda de dólares drenando toda la liquidez excedente en pesos. Las letras de liquidez (Leliq), deuda a corto plazo (siete días) que la autoridad monetaria licita todos los días, son una herramienta fundamental a tal efecto. Las altas tasas de interés de las Leliq (que actualmente superan el 65% anual) resultan atractivas para los bancos, que prefieren usar sus pesos para invertir en este instrumento y no para comprar dólares. Por el momento, están logrando frenar la volatilidad cambiaria, pero a un costo cuyo impacto en la economía real es impredecible. Algunos analistas señalan que si para enero el BCRA no logra reducir la tasa de interés, el Gobierno podría tener que replantear la política económica. Otro reto es conseguir que los recortes necesarios para lograr la consolidación presupuestaria no desencadenen tensiones sociales. En el plano político, la gran incógnita es cómo afectará todo lo anterior al panorama electoral, y más concretamente si Macri conseguirá sobrevivir más allá de 2019 y tendrá otra legislatura para avanzar en las siempre postergadas reformas estructurales o si, por lo contrario, entrará un nuevo gobierno que podría revertir parte de los avances logrados y aplique una agenda más populista.

CONCLUSIÓN

Los riesgos no son menores, ello es incuestionable, pero también lo es que existen factores esperanzadores. En primer lugar, tras la puesta en práctica del esquema de bandas cambiarias, con un rango de no intervención por parte del Banco Central, la cotización del dólar ha mostrado una menor variabilidad. Es cierto que su coste es alto (en forma de elevadas tasas de interés), pero están logrando estabilizar el tipo de cambio, condición indispensable para desacelerar la tasa de inflación. En segundo lugar, el ejecutivo ha logrado los consensos necesarios, con apoyo incluso de la oposición, para aprobar la Ley Presupuestaria. Esto es una buenísima noticia para disipar las dudas sobre la sostenibilidad de las finanzas del Estado y recuperar la credibilidad. Además, el programa monetario, que puede caracterizarse como recesivo, se viene cumpliendo de manera coherente con las metas proyectadas. Este es otro factor clave para apuntalar la credibilidad, en este caso respecto de no variar la base monetaria hasta junio próximo. Por su parte, las tasas de interés, si bien todavía están muy altas, han empezado a ceder y se estima que para finales de enero estarán en el orden del 60%. Muy altas, pero más bajas que el nivel del 74% que tuvieron a comienzos de octubre. De lo anterior se desprende que el programa va en la dirección correcta y los mercados así lo están valorando. Por último, el respaldo del FMI está siendo excepcional, lo que da idea del fuerte compromiso que han adquirido las autoridades en cumplirlo.

Con estas medidas de austeridad se aspira a alcanzar el equilibrio fiscal en 2019, en el saldo primario, y un superávit de 1% -previo al pago de deuda- en 2020. El año pasado, el déficit primario (excluyendo el servicio de la deuda) disminuyó hasta el 3,9% del PIB, tres décimas por debajo del objetivo. No obstante, al incluir el pago de los intereses de la deuda, el desequilibrio fiscal aumenta hasta el 6,1% del PIB, dos décimas por encima que el año anterior. Muchos analistas señalan que los objetivos de déficit primarios (esto es en la diferencia entre los gastos corrientes y los ingresos corrientes), no lograrán calmar a los mercados. La cuenta financiera, es decir, el pago de intereses de la deuda, va a crecer un 50% en 2019. Con la depreciación del peso, el PIB de la Argentina se ha contraído hasta unos 550.000 mill.\$ al año y, en cambio, el monto total de la deuda pública, ha subido y ya supera el

60% del PIB. Por si esto fuera poco, el 70% está nominada en moneda extranjera, de modo que la depreciación potencia las necesidades de pesos para poder pagar los intereses. Por otra parte, el propio ejecutivo ha reconocido que las medidas fiscales tendrán un efecto contractivo en el corto plazo.



Al elevado déficit público deben sumarse otras debilidades como son el déficit externo (5,10% del PIB, 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%). Estos factores hacen a Argentina más dependiente de la financiación externa y más vulnerable, por tanto, a los cambios en el sentimiento de los mercados. Por último, otro factor que explica la mayor penalización de los mercados es el historial de impagos, que inevitablemente hace mella en la confianza de los inversores.

Es pronto para saber si esta nueva batería de medidas (un posible acuerdo con el FMI, la subida de tipos y el nuevo programa de consolidación presupuestaria) surtirá efecto. Macri no solo debe recuperar la confianza de los inversores extranjeros sino también la del pueblo argentino que ha visto un drástico aumento en el coste de la vida bajo su mandato. El nuevo programa de ajuste fiscal, aun necesario, no se lo va a poner fácil. Lo que parece claro es que el tiempo y los poco efectivos “ases en la manga” se le agotan al presidente que se enfrentará a las urnas en octubre de 2019.