

# NOTA RIESGO PAÍS

# ARGENTINA

Madrid: 18 de septiembre de 2018

**CESCE**  
*El valor del crédito*



## MACRI, LUCHA POR RECUPERAR LA CONFIANZA DE LOS MERCADOS

La desconfianza de los mercados hacia la capacidad de pago de Argentina continúa aumentando. Tan solo en el mes de agosto el riesgo país ha subido un 37% (medido a través del índice Embi +) y el peso se ha depreciado frente al dólar más del 40%. En lo que va de año la depreciación asciende a un 98%, y se ha intensificado a partir de marzo, cuando la combinación de los efectos negativos de la sequía sufrida a principios de año sobre las exportaciones agrícolas y las presiones cambiarias que desató la subida de tipos de la Fed de marzo, obligaron al ejecutivo a acudir al FMI en busca de auxilio financiero. De nada sirvieron entonces la venta masiva de reservas y la subida de tipos hasta el 40% para evitar la caída libre de la divisa. En cambio, el acuerdo alcanzado con el FMI en junio para obtener una línea de crédito a tres años por valor de 50.000 mill. \$, en el marco de un acuerdo stand by dio una tregua al gobierno.

No obstante, apenas tres meses después el peso ha iniciado una nueva escalada. A falta de nuevas circunstancias que lo justifiquen, muchos analistas lo interpretan como otra manifestación de la crisis de confianza económica y política que padece el país. No cabe duda de que las economías emergentes están siendo las principales víctimas de la normalización de la política monetaria de la Fed, con los países con mayores desequilibrios como principales protagonistas (con Turquía y Argentina a la cabeza). En el caso del país latinoamericano, todo apunta a que los mercados consideran que las medidas que puso en marcha el gobierno cuando comenzó a cuestionarse la solvencia de Argentina no han sido suficientes.

### Tipo de cambio Dólar/Peso Argentino



En un intento de defender el peso, el 29 de agosto el presidente Mauricio Macri anunció “a bombo y platillo” que iba a iniciar negociaciones con el FMI para lograr adelantar todos los fondos necesarios para cumplir con el programa financiero hasta diciembre de 2019. De esta forma se dispondría del dinero de golpe, y no sujeto al calendario establecido ni al cumplimiento de ciertas metas fiscales. Con estas declaraciones Macri confiaba en neutralizar las dudas sobre la capacidad de pago del país.

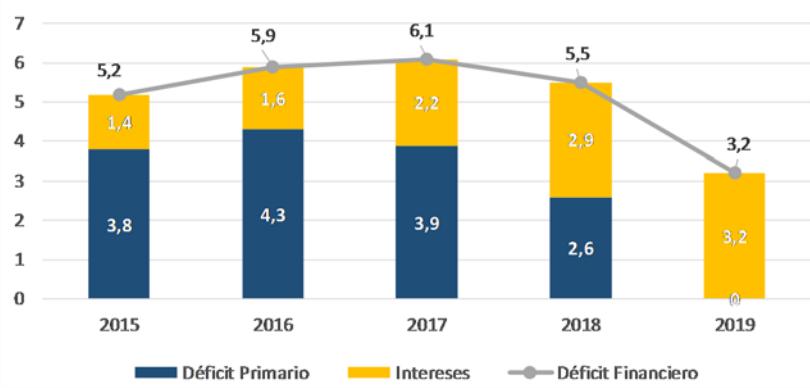
Un día después de este anuncio “tranquilizador”, el peso argentino se desplomó casi un 14%, lo que forzó al Banco Central a sacar la artillería pesada en defensa de la divisa. El 31 de agosto la autoridad monetaria aumentó 15 puntos la tasa de referencia, hasta el 60%, para frenar la depreciación y, a su vez, evitar que la inflación se desbocase todavía más. El cálculo oficial más reciente admite que al ritmo actual el aumento promedio anual de los precios alcanzará el 42% en diciembre de 2018, una brusca aceleración respecto del 24,8% interanual de diciembre de 2017. La subida de los tipos de interés es una medida desesperada para sostener la moneda, en medio de una desconfianza creciente entre los inversores sobre el rumbo de la economía.

En el momento de redacción de estas líneas las negociaciones con el FMI están en curso y se desconoce cuál será el monto que finalmente se adelante. Lo que no cabe duda es que uno de los puntos centrales para cerrar el nuevo acuerdo es mejorar las cuentas públicas. Detrás de esta exigencia reside la convicción de que la dureza del mercado con la divisa argentina tiene su origen en el elevado déficit fiscal heredado de la etapa de Kirchner. Ante este escenario, a principios de septiembre el Gobierno ha anunciado un nuevo plan de consolidación fiscal, aún más ambicioso que el anterior, en el que ha ajustado a la baja sus cálculos macroeconómicos. Entre los supuestos utilizados por el Ministerio de Hacienda se prevé una caída de la actividad económica del 2,4% para 2018 y el estancamiento de la actividad (0%) para 2019. Las nuevas medidas fiscales incluyen una subida de impuestos y un severo recorte de gastos. El Gobierno gravará las exportaciones primarias -en las que figuran soja, maíz y trigo, los tres principales cultivos- con cuatro pesos (casi 0,10 centavos de dólar) por cada dólar exportado y con tres pesos (0,08 centavos de dólar) por dólar a las demás, como las industriales y servicios. Con el impuesto espera recaudar 60.000 millones de pesos extras (1.500 mill. \$) hasta diciembre y 280.000 millones de pesos (unos 7.200 millones de dólares) en 2019, equivalente al 1% del PIB. Por el lado de los gastos, el mayor recorte se producirá en la inversión pública (un 0,7% del PIB), pero también se eliminarán subsidios al transporte y la electricidad (por valor de 0,5% del PIB). Finalmente, el Gobierno estableció un ahorro en remuneraciones y gastos operativos del 0,2% del PIB y del 0,2% en otros gastos corrientes. Para suavizar los efectos de la crisis en las clases más vulnerables, el gasto en programas sociales crecerá un 0,3% el año que viene y se ampliará el programa oficial de control de precios de los bienes de la canasta básica heredado del kirchnerismo.

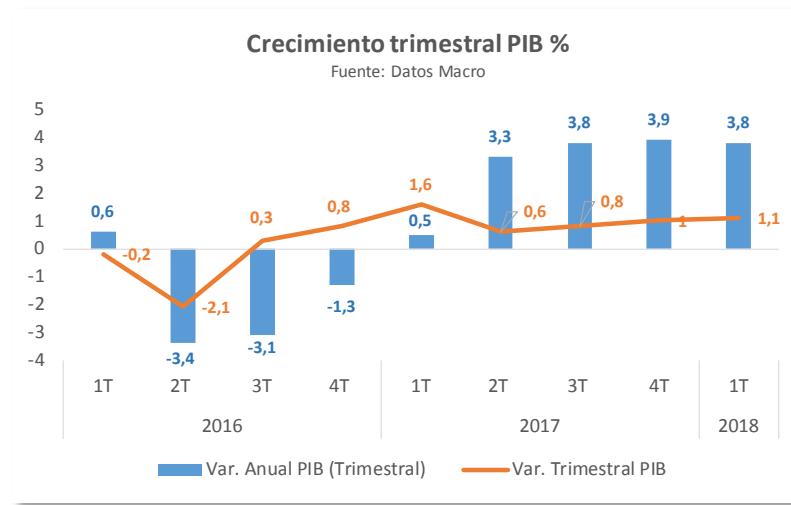
**Déficit primario y financiero del sector público nacional**

- en % del PIB -

Fuente: Ecolatina, en base a Ministerio de Hacienda



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 déficits 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.