

RIESGO INVERSIÓN

ARGENTINA

Actualización: 27 Marzo 2019



CRITERIO	VALOR	COMENTARIOS
<p>Guerra y violencia política .../...</p>	<p>Bajo</p>	<p>Mauricio Macri (no-peronista de centro derecha) fue elegido presidente en diciembre del 2015, tras ganar en segunda vuelta a Daniel Scioli, candidato peronista (ideología nacionalista, proteccionista y estatista) apoyado por la presidenta saliente Cristina Fernández de Kirchner. Así se cerraron doce años de gobiernos kirchneristas (izquierda peronista): ocho de Fernández de Kirchner (2007-2015) y otros cuatro de su marido Néstor Kirchner (2003-2007). Inicialmente, el respaldo de Macri en el parlamento era precario; sin embargo, tras las elecciones legislativas del 2017 (en las que el partido de Macri, Cambiemos, logró más del 41% de los votos), contó con un mayor capital político, aunque sin mayoría en la Asamblea Nacional, que le permitió aprobar controvertidas reformas estructurales, entre las que destacan la flexibilización del mercado laboral, la reforma de las pensiones y la fiscal.</p> <p>Estas reformas y la línea ortodoxa en materia de política económica impuesta por el gobierno de Macri han estado orientadas a corregir muchos desequilibrios que sufría el país. En un primer momento aplicó un enfoque gradualista, que le permitió mantener el respaldo del electorado y la confianza de los mercados. No obstante, la progresiva normalización de la política monetaria de la Fed aumentó la presión sobre las monedas emergentes y muy especialmente sobre el peso. Ello se explica por la combinación de elevados déficits fiscal y externo, la elevadísima y crónica inflación, el historial de impagos y, además, una drástica caída en la producción agrícola debida a la fuerte sequía sufrida en 2017-18. El país se vio forzado en mayo de 2018 a acudir al FMI en busca de auxilio financiero.</p>

CRITERIO	VALOR	COMENTARIOS
<p>.../... Guerra y violencia política</p>	<p>Bajo</p>	<p>Desde entonces, se han sucedido las manifestaciones de forma continuada. Inicialmente, en protesta por la propia firma del acuerdo, que despertó los fantasmas del colapso económico de 2001, y, posteriormente, por todos los recortes en los gastos y por las subidas de tarifas (los famosos “tarifazos”) que se han aplicado para cumplir con el estricto programa. Conviene recordar que los movimientos sindicales o piqueteros tienen una capacidad de movilización muy importante, con el riesgo de enfrentamientos violentos. En la segunda parte del mandato de Macri, prácticamente cada mes se ha convocado alguna protesta multitudinaria y muchas han paralizado la actividad económica del país.</p> <p>Además, la corrupción y el clientelismo son problemas importantes. Argentina ocupa el puesto 85 de 180 naciones en el Índice de Percepción de la Corrupción de Transparencia Internacional. Algunos líderes kirchneristas se enfrentan a juicios por corrupción. La propia ex-Presidenta Cristina Fernández ha sido condenada en septiembre de 2018 por la causa de los “Cuadernos de corrupción” (asociación ilícita para recaudar millonarios sobornos de empresarios para lograr obras públicas), pero goza de inmunidad por su estatus de senadora, lo que impide su arresto.</p> <p>Por tanto, se trata de un país con un grado importante de polarización política y la situación actual, en la que a la recesión económica se une el coste de las medidas de austeridad fiscal, es especialmente propicio al surgimiento de protestas y conflictos sociales y/o laborales. No es probable que esta conflictividad disminuya a corto plazo, y puede ocasionar interrupciones en la marcha de la economía; pero no son probables acciones violentas que pongan en peligro los activos objeto de la inversión.</p> <p>A pesar de la situación actual, algo más convulsa, el riesgo de guerra y violencia política en Argentina es reducido.</p>

CRITERIO	VALOR	COMENTARIOS
<p>Confiscación, expropiación, nacionalización .../...</p>	<p>Medio</p>	<p>Régimen legal de inversiones extranjeras y derecho de propiedad La legislación argentina permite la inversión extranjera en prácticamente todos los sectores y en condiciones fiscales y legales equiparables a los nacionales. Asimismo, sólo prevé la expropiación de empresas bajo justa compensación, y permite el recurso al arbitraje internacional, tal y como suele suceder en las legislaciones de los países de la OCDE. Sin embargo, la gestión que han hecho las autoridades argentinas en los últimos quince años hace dudar de las garantías que ofrece este marco legal, especialmente en los sectores estratégicos, pero también en todo aquel que pueda ser objeto de interés político.</p> <p>Bajo el kirchnerismo se llevaron a cabo varias nacionalizaciones polémicas. Entre otras, en octubre del 2008 se nacionalizaron los fondos de pensiones privados, cuyo valor equivalía a en torno a un tercio del PIB, y se transfirieron a la agencia de seguridad social. Ese mismo año se renacionalizó Aerolíneas Argentinas, previamente de propiedad española, si bien es cierto que en este caso se trató en buena medida de un rescate a raíz de la deficiente gestión del grupo Marsans y de más de dos décadas de crisis, en las que la compañía había estado rondando la quiebra definitiva reiteradamente. El caso más polémico fue la expropiación en 2012 de YPF, la petrolera argentina, a Repsol, que poseía el 51% del capital. Esta decisión se presentó ante la opinión pública como un éxito del gobierno de Cristina Fernández de Kirchner, y dio lugar a fuertes críticas internacionales y a un notable aumento de la percepción del riesgo entre los inversores extranjeros. No se llegó un acuerdo con Repsol hasta 2014. Por último, en 2015 se nacionalizaron las compañías ferroviarias que, de nuevo, se encontraban en una situación deficiente. Además, en ocasiones los gobiernos kirchneristas introdujeron leyes o medidas administrativas en contradicción con las normas establecidas con anterioridad y, en general, mantenían un enfoque fuertemente intervencionista.</p> <p>Con Macri, los riesgos CEN se han moderado de forma muy importante. Su gobierno ha mostrado desde el principio una actitud favorable frente a la inversión extranjera que, de hecho, es una pieza clave en su plan para revitalizar la economía. Buena parte de las medidas adoptadas por Macri se han dirigido a resolver los desequilibrios exteriores y a normalizar las relaciones con instituciones e inversores extranjeros, con el fin de atraer capital. Los inversores internacionales reaccionaron, en un primer momento, de forma favorable, lo que ayudó a colocar eurobonos y a incrementar la entrada de inversión extranjera. No obstante, el riesgo de que un gobierno peronista retorne al poder a medio plazo y revierta parte de dichas medidas sigue siendo sustancial. De hecho, no sería la primera vez que Argentina salta de un gobierno de corte liberal, favorable a la inversión extranjera y pro-privatización, a otro que defiende lo contrario. Por esto, si bien es cierto que el riesgo CEN a corto plazo es bajo, a medio y largo plazo es medio.</p> <p>Muchas empresas mantienen causas abiertas en el CIADI, en su mayoría como consecuencia de la pesificación y la congelación de tarifas de los servicios públicos acaecida tras la crisis de 2001. Para algunas empresas de estos sectores dichas medidas constituyeron una expropiación encubierta y presentaron denuncias multimillonarias, en muchos casos como vía para forzar posiciones en la negociación con el gobierno. Posteriormente surgieron muchos otros casos, lo que llevó a que Argentina acumulara la cuarta parte del total de los casos en el CIADI y a que sea el país contra el que más causas se han abierto a lo largo de la historia (54). A marzo 2018, se mantienen abiertos 9 juicios y se han cerrado 45, la mayoría perdidos o negociados con un pago al litigante.</p>



CRITERIO	VALOR	COMENTARIOS
<p>.../... Confiscación, expropiación, nacionalización</p>	<p>Medio</p>	<p>Entorno de negocios Los indicadores relativos al clima inversor y la seguridad jurídica son negativos. El índice Doing Business del Banco Mundial sitúa a Argentina en el puesto 119 de 190 economías analizadas, con un resultado especialmente negativo en las categorías de facilidad para obtener permisos de construcción y pago de impuestos. Entre los indicadores de “buen gobierno” del Banco Mundial, Argentina obtiene los peores resultados (por debajo de 50 sobre 100 puntos) en cuanto a calidad de la regulación (41/100), a seguridad jurídica (46/100) y a control de la corrupción (48/100). No obstante, desde que Macri llegó al poder todos los indicadores han mejorado.</p> <p>Independencia y funcionamiento del Poder Judicial La independencia del Poder Judicial es cuestionable; se han detectado injerencias por parte del ejecutivo y de los gobiernos regionales y abundantes casos de corrupción. El Índice de Independencia Judicial del World Economic Forum tiene una puntuación de 3,2 sobre 7, lo que lo sitúa en el puesto 100 sobre 137 países. Además, adolece de falta de eficacia y excesiva lentitud y burocracia, que pueden afectar gravemente a los casos de demandas por expropiación o controversias con el sector público. Por esto, algunos inversores internacionales prefieren recurrir al arbitraje internacional o privado cuando es posible. Según los datos del Consejo de la Magistratura (el órgano encargado de nombrar a los jueces, controlar su actividad e imponer las sanciones que correspondan), el 92% de los casos que llegaron a la justicia no fueron juzgados. Desde que se creó dicho Consejo, en 1998, hasta septiembre de 2018, un total de 30 jueces dejaron el cargo mientras enfrentaban juicios por mal desempeño en sus funciones (19 fueron destituidos, 10 renunciaron antes de que la causa avanzara y uno murió durante el proceso).</p> <p>Macri ha prometido luchar contra la corrupción, la ineficiencia y la injerencia política en el estamento judicial. Entre las medidas propuestas figuran limitar el mandato del Fiscal General a 5 años (actualmente permanecen en el cargo hasta los 75 años) y reformar el código penal para dotar a los fiscales de más competencias de investigación. Además, pretende reformar la composición y el sistema de nombramiento del Consejo de la Magistratura que, en su opinión, tiene vínculos muy estrechos con el poder político, heredados de la etapa Kirchner.</p> <p>El presidente ha recibido críticas por parte de la oposición, que interpreta estas medidas como una maniobra para sustituir a personas afines al peronismo por miembros cercanos a su partido. En septiembre de 2018 la Asociación Americana de Juristas (organización no gubernamental) denunció ante la ONU al Gobierno de Mauricio Macri por aplicar una “política de sometimiento y vulneración de la independencia judicial”. Entre las medidas que criticaban figuraba la designación “en comisión” de dos nuevos jefes de la Corte Suprema de Justicia de la Nación, es decir, el 40% de la cúpula del Poder Judicial, eludiendo el proceso constitucional. También acusan al ejecutivo de presionar a los jueces y de interferir en los procesos en trámite.</p> <p>APPRI con España Argentina y España tienen firmado un Acuerdo para la Promoción y Protección Recíproca de Inversiones (APPRI), en vigor desde septiembre de 1992.</p>

CRITERIO	VALOR	COMENTARIOS
<p>Transferencia .../...</p>	<p>Asimilable al de crédito</p>	<p>Repatriación de capitales Hasta finales de 2001 las leyes argentinas permitían la libre repatriación de beneficios y la transferencia de capitales. A partir de la crisis de 2001 los sucesivos gobiernos de Argentina utilizaron los controles de capitales, que iban variando con el tiempo, con el fin de controlar la evolución del sector exterior. En 2011, durante la última etapa del gobierno Kirchner, se introdujo el llamado “cepo cambiario”, un sistema de control de capitales que dificultaba sobremanera el acceso a las divisas.</p> <p>Nada más asumir la presidencia, Macri eliminó el “cepo cambiario” y dejó flotar libremente el peso. Esta reforma implicó la eliminación de las restricciones a la compra y venta de divisas y la supresión de los controles ligados tanto a las operaciones comerciales como a las financieras, incluido el pago de dividendos.</p> <p>No obstante, en el último año, debido a los episodios de depreciación del peso, se ha temido que Argentina pudiera volver a establecer algún tipo de controles de capitales. Por el momento Macri se ha resistido, por esto no permite descartar la posibilidad de que se llegue a una situación extrema donde no le quede más remedio. En mayo de 2018 se produjo una drástica depreciación del peso, que vino acompañada de abultadas fugas de capitales. La salida de dólares en 2018 fue la más alta desde 2002, con 27.230 mill.\$. El acuerdo firmado con el FMI estableció, entre otros compromiso, la fijación de una franja de no intervención del BCRA en los mercados cambiarios. Mientras que se encuentre dentro de dicha banda (situada entre los 34 y los 44 pesos argentinos por dólar), 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.</p>



CRITERIO	VALOR	COMENTARIOS
<p>.../... Transferencia .../...</p>	<p>Asimilable al de crédito</p>	<p>Análisis de riesgo Tras haber sufrido un lustro de contracción (superior al 20%), en el período 2003-07 el PIB creció un 8,8% en promedio, lo que constituyó una sorprendente recuperación, calificada incluso como milagrosa. No obstante, progresivamente se fue agotando el modelo económico basado en la expansión fiscal y monetaria y unas condiciones favorables para la exportación. La presión sobre los precios y el tipo de cambio obligaban a utilizar las reservas en la difícil misión de controlar los precios, mantener la estabilidad cambiaria y ayudar a financiar el déficit fiscal. El gobierno respondió con controles de capital y, en último caso, con devaluaciones forzadas. En el segundo mandato de Cristina Fernández de Kirchner (2011-2015) la caída de los precios agrícolas y el agotamiento del margen de crecimiento a partir de políticas de demanda llevaron a las cuentas públicas y externas a números rojos y las medidas intervencionistas (incluida el cepo cambiario) no hicieron sino agravar más la situación.</p> <p>La llegada del gobierno de Macri ha supuesto un giro hacia un modelo de crecimiento más ortodoxo y abierto al exterior. Como ya se ha dicho, de manera inmediata suprimió el cepo cambiario e introdujo un tipo de cambio flexible, y en menos de un año y medio se levantaron gran parte de las restricciones al comercio, se solucionó el largo conflicto de la deuda, se reanudaron las emisiones de deuda en los mercados financieros internacionales y se normalizaron las relaciones con las instituciones financieras internacionales. A principios de 2018, Macri contaba con el respaldo del electorado y la confianza de los mercados al tiempo que las previsiones económicas habían mejorado.</p> <p>No obstante, la progresiva normalización de tipos de la Fed ha hecho especial mella en la divisa argentina. Argentina ha sido de los países más penalizados por las turbulencias financieras que se han registrado en 2018, lo que obedece a problemas estructurales heredados de la época Kirchner. El país 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). Además, cuenta con un sistema financiero pequeño y una elevadísima tasa de inflación crónica. A lo anterior se sumaron factores coyunturales. La intensa sequía sufrida en 2017 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 de 2018 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). 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 salida de capitales. Macri inició otra ronda de negociaciones con el FMI a finales de agosto, que culminaron con la firma de un acuerdo ampliado en septiembre, que incluyó las siguientes medidas:</p>



CRITERIO	VALOR	COMENTARIOS
<p>.../... Transferencia .../...</p>	<p>Asimilable al de crédito</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1) Un incremento y adelanto de fondos: Se amplió el monto del préstamo stand by en 7.100 mill.\$, hasta alcanzar los 57.100 mill.\$. Además, se adelantó el calendario de desembolsos, de forma que los vencimientos de 2019 quedan 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. 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. 2) Mayor ajuste fiscal: Compromiso de alcanzar el equilibrio presupuestario primario en 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: <ol style="list-style-type: none"> 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. 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.

CRITERIO	VALOR	COMENTARIOS
<p>.../... Transferencia</p>	<p>Asimilable al de crédito</p>	<p>Los compromisos adoptados con el FMI obligan a la aplicación de una política fiscal y monetaria muy restrictiva que está complicando la reactivación de la economía. El año 2018 cerró con recesión (con una caída del 2,6% del PIB), el FMI espera que el crecimiento siga siendo negativo este año (-1,6%) y se recupere en 2020 (2,1%). Otros organismos no son tan optimistas.</p> <p>En el momento de redacción, todos los indicadores coyunturales siguen en terreno negativo. Destacan las fuertes caídas interanuales que han registrado el de la producción industrial (un 10,9% interanual en el mes de enero de 2019 y la novena consecutiva) y el de la construcción (del 15,7% y la quinta consecutiva). La mayor esperanza es que el sector externo impulse el crecimiento, gracias a la mejora de la cosecha (superada la sequía); a la fuerte depreciación que el peso registró el año pasado (que supone una mejora en la competitividad de las exportaciones); al mayor dinamismo en el crecimiento de Brasil, su principal socio comercial, y al incremento esperado en el turismo, debido al abaratamiento que ha registrado el país tras la depreciación. El peso sigue sometido a fuertes presiones y en lo que va del año el BCRA ha aumentado en dos ocasiones la tasa de la licitación de Letras de Liquidez (Leliq), bonos de vencimiento mensual que solo pueden comprar los bancos, hasta el 60%. Argentina tiene hoy la tasa de interés más alta del mundo.</p> <p>Las fuertes presiones sobre la moneda argentina obedecen tanto a una economía en recesión como a la creciente incertidumbre política, con elecciones presidenciales el próximo octubre. Todo apunta a que Macri llegará a las elecciones muy debilitado por la situación económica del país, pero la oposición, por su parte, está dividida por los escándalos de corrupción y sigue siendo aún una incógnita si Cristina Kirchner será candidata.</p>