INFORME RIESGO PAÍS

ARGENTINA

Madrid: 18 de julio de 2017

CESCE
El valor del crédito

Mauricio Macri, presidente desde diciembre del 2015. Su victoria electoral cerró 12 años de kirchnerismo y ha dado paso a un gran giro hacia un modelo económico más ortodoxo y abierto al exterior. El próximo octubre se celebrarán elecciones legislativas, que serán clave para determinar el nivel de apoyo que mantiene Macri y si podrá continuar con la agenda de reformas.

Normalización de las relaciones exteriores. La nueva política exterior tiene carácter pragmático, y los principales líderes internacionales han dado su respaldo a Macri con encuentros y visitas de Estado.

La recesión queda atrás, pero de momento la recuperación es mediocre. Las autoridades esperaban que la mejoría económica arrancara con fuerza al final de 2016. No obstante, y aunque se ha superado la recesión, la recuperación por ahora sigue sin convencer. El objetivo es sustituir el modelo de crecimiento impulsado por el gasto público por uno basado en la exportación y la inversión, pero el cambio no resulta fácil y la desfavorable coyuntura regional no ayuda.

El déficit fiscal se mantiene elevado. Las medidas adoptadas por el nuevo ejecutivo solo han podido frenar su escalada. La recesión en 2016 y la resistencia social dificultan el ajuste. El resultado de las elecciones de octubre determinará el ritmo de la consolidación, un aspecto esencial para lograr una estabilización macroeconómica sostenible. La deuda pública es manejable.

Déficit por cuenta corriente moderado y al alza. La liberalización cambiaria y la normalización de las relaciones financieras facilitan su financiación. Es más, las reservas han aumentado de forma muy notable en el último año gracias a la fuerte entrada de capitales.

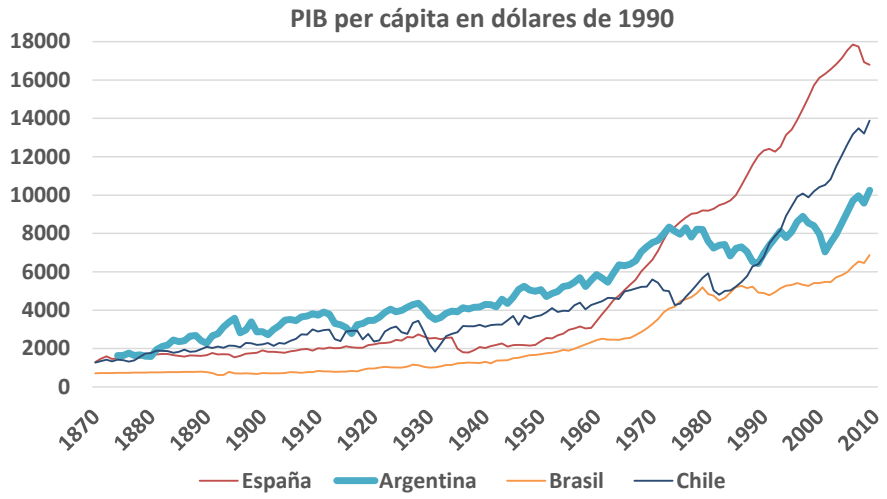
La deuda externa y su servicio se mantienen en niveles manejables. Históricamente, Argentina ha incurrido en numerosos impagos y renegociaciones en el Club de París. El impago del 2001 fue especialmente perjudicial, ya que dio lugar a un conflicto que no se cerró hasta el año pasado, en gran medida por la falta de colaboración de las autoridades argentinas. Macri logró cerrar este conflicto, lo que ha sido esencial para la normalización de las relaciones financieras internacionales de Argentina.

1. SITUACIÓN POLÍTICA

- **Mauricio Macri preside Argentina desde diciembre del 2015, tras ganar en segunda vuelta al peronista Daniel Scioli, el cual se presentó como heredero de la presidenta saliente, Cristina Fernández de Kirchner. De esta manera se cerró, al menos de momento, la etapa kirchnerista. El nuevo gobierno ha dado un gran giro hacia políticas más ortodoxas para solventar los numerosos desequilibrios que sufre el país. Los ajustes han acarreado un duro coste para la población.**
- **En octubre del 2017 hay elecciones legislativas, que medirán el apoyo al ejecutivo tras dos años de ajustes, y determinarán si el gobierno podrá mantener su agenda reformista. Estas elecciones también serán el punto de partida de las presidenciales del 2019. Por eso, la decisión de Fernández de Kirchner de presentarse al Senado se interpreta como un posible primer paso hacia su candidatura presidencial.**
- **Macri ha normalizado las relaciones con las IFIs y con la comunidad financiera mundial, ha expresado una vocación pro-occidental y quiere reforzar el perfil exterior de la nación. La comunidad internacional ha respondido muy favorablemente a la nueva política exterior argentina.**

CIEN AÑOS DE DECLIVE

Hace un siglo, Argentina destacaba como una de las economías más avanzadas y dinámicas del panorama internacional: gozaba de una renta per cápita superior a la de Francia o Alemania, dos tercios mayor que la española y más del triple de la brasileña. Desde entonces, ha experimentado un declive paulatino y persistente, que ha ido diluyendo la destacada posición que ocupaba hasta verse superado por varias decenas de países, entre las que se encuentran algunos latinoamericanos. Desde los años 70, en particular, la evolución ha sido especialmente desfavorable y, de hecho, la renta per cápita actual, en términos reales, es apenas en torno a un 25% superior que la de hace medio siglo.



Fuente: The Maddison-Project, versión 2013.

El dilatado declive, sin una guerra u otro desastre que lo explique, convierte a Argentina en un caso excepcional. En gran medida, esta evolución se puede achacar al desatino de las políticas económicas y a la inclinación a sufrir episodios de inestabilidad política, dos factores ligados entre sí. Es decir, como ningún mandatario ha conseguido proporcionar equilibrio y progreso sostenibles, tampoco se ha logrado consolidar ningún modelo económico. La norma ha sido, de hecho, que un cambio de presidente conlleve una sacudida completa de la política económica hacia posiciones opuestas a las que adoptó su predecesor, en una suerte de movimiento pendular. Es más, lo habitual es que los periodos presidenciales terminen, y comiencen, en medio de crisis. Los dos presidentes no peronistas de las últimas décadas ni siquiera lograron agotar sus mandatos.

El peronismo es la referencia principal en el sistema político; defiende un ideario nacionalista, proteccionista, de justicia social y estatista, y concentra sus apoyos en las capas más humildes de la sociedad. Una gran parte de la población, quizás la mayoría, se identifica con el peronismo y, en consecuencia, varios partidos diferentes se encuadran en esta ideología, aunque el gran referente histórico es el Partido Justicialista. Desde la restauración de la democracia, en 1983, el peronismo ha mantenido el control del Senado y de la mayoría de los gobiernos provinciales y, en muchas ocasiones, también de la Cámara de los Diputados, incluso durante las etapas en las que no ocupaba la presidencia. A esto hay que sumar su dominio de los sindicatos, que en Argentina son muy poderosos y beligerantes, en particular contra los gobiernos no peronistas. Esto coloca a los peronistas en una posición de ventaja con respecto a otras corrientes, ya que cuentan con las redes sociales y políticas más extensas, con más recursos bajo su control, y tienen mayor capacidad para captar y desarrollar cuadros dirigentes.

POBLACIÓN	43,84 mill.hab.
RENTA PER CÁPITA	11.960 $
EXTENSIÓN	2.780.400 Km^2
RÉGIMEN POLÍTICO	Presidencial
CORRUPCIÓN	95/176
DOING BUSINESS	116/190

Dentro del peronismo existen sectores más orientados a la derecha, como el que representa Sergio Massa, o a la izquierda, que lidera la expresidenta Cristina Fernández de Kirchner y que, de hecho, es ahora conocido como kirchnerismo. La existencia de distintas corrientes les permite ser muy flexibles ante los cambios en las preferencias de los votantes, ya que dichos cambios modifican los equilibrios de poder dentro del peronismo, de tal manera que salen favorecidos aquellos dirigentes con ideas más acordes a las tendencias del momento. En consecuencia, el peronismo ha mantenido una masa de votantes muy estable, mientras que sus élites, sus propuestas y sus políticas han ido variando. Así, por ejemplo, el peronista Carlos Menem aplicó un giro liberalizador y conservador durante su presidencia en los años 90, mientras que el mandato de Cristina Fernández de Kirchner (2007-2015) se ha caracterizado por las políticas de izquierda populista. La combinación de centralidad en la escena política del peronismo y sus vuelcos ideológicos también han provocado cambios en la naturaleza de la oposición: en los años 80 y 90, cuando dominaba el peronismo de derechas, la alternativa no-peronista la lideró el Partido Radical, de centro izquierda, mientras que las elecciones de 2015 las ganó Mauricio Macri, el candidato de centro derecha.

MACRI MIDE FUERZAS EN LAS LEGISLATIVAS DE OCTUBRE TRAS AÑO Y MEDIO EN EL CARGO

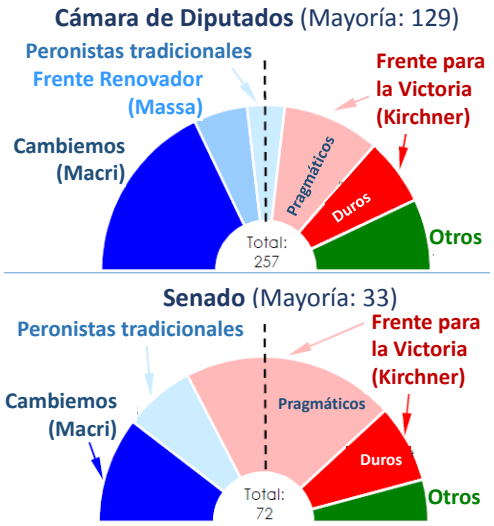
La victoria de Macri en las presidenciales de noviembre del 2015 ha abierto una nueva etapa en Argentina. Una, además, con ciertas novedades, ya que es el primer presidente democrático de los últimos cien años que no milita en las filas peronistas ni del Partido Radical. Para ganar, Macri se apoyó en una coalición agrupada bajo el nombre de 'Cambiemos', que incluyó a partidos de orientaciones políticas variadas, cuyo denominador común fue su voluntad de desalojar del poder al kirchnerismo. En las elecciones, Macri no se enfrentó a Cristina Fernández de Kirchner, quién no podía presentar su candidatura por la limitación de dos mandatos consecutivos que impone la Constitución. En 2012, los kirchneristas plantearon llevar a cabo una reforma constitucional para eliminar dicha limitación, pero esta opción se descartó tras el éxito en las legislativas de 2013 del nuevo partido peronista del exkirchnerista Sergio Massa, el Frente Renovador, crítico con la expresidenta. Así pues, como heredero de Fernández de Kirchner se presentó Daniel Scioli[(1)], vicepresidente con Néstor Kirchner (2003-2007), al que Macri ganó en la segunda vuelta con un 51% a 49% de los votos[(2)].

Macri pronto comenzó a tomar medidas drásticas en tres frentes: la eliminación de distorsiones económicas de todo tipo; el combate contra el desequilibrio fiscal; y la normalización de las relaciones con el resto del mundo. Esto se concretó en acciones como la supresión de los controles de cambio conocidos como el 'cepo cambiario'; la retirada de subsidios energéticos; despidos masivos en el sector público; subidas del coste del transporte; bajadas de impuestos a la exportación; y el acuerdo con los 'fondos buitre', o 'holdouts', para resolver el largo y complejo conflicto de la deuda impagada en la crisis del 2001. Las medidas de Macri suponen un ajuste duro, que ha afectado negativamente al poder adquisitivo de las familias argentinas. En consecuencia, ha caído la popularidad del gobierno, que comenzó su mandato con un 65% de aprobación, mientras que en la actualidad se encuentra algo por encima del 40%, una cifra razonable pero que sitúa al gobierno en una posición electoral vulnerable. De hecho, algunas decisiones del ejecutivo ya han propiciado protestas e incluso una huelga general celebrada el pasado mes de abril.

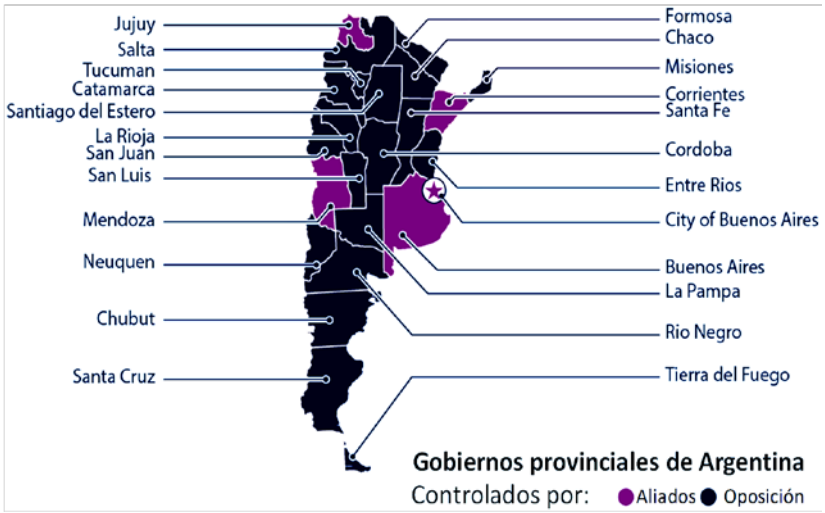
---

(1) No fue sencilla la elección de Scioli como candidato del 'Frente para la Victoria', la coalición de Cristina Fernández de Kirchner, y que incluye al Partido Justicialista. La expresidenta retrasó la decisión para evitar perder protagonismo y por la ausencia de sucesores naturales en el kirchnerismo, ya que, como suele ser habitual en la política argentina, se estructura a partir de un liderazgo muy personalista. Finalmente, Fernández de Kirchner eligió a Scioli de candidato por su favorable desempeño en las encuestas, a pesar de que se le considera de centro derecha, lo que generó cierta desconfianza en los sectores más duros del kirchnerismo.

(2) Un elemento clave en la victoria de Macri ha sido la división del peronismo, creada por la irrupción del partido de Massa, que se benefició del descontento de muchos peronistas tradicionales con la gestión kirchnerista y, en particular, con la elevada inflación y el incremento de la inseguridad. Estos votantes apoyaron a Sergio Massa en la primera vuelta, en la que obtuvo el 21% de los sufragios. En la segunda vuelta, optaron mayoritariamente por Macri ya que, aunque peronistas, estaban insatisfechos con la presidenta y, además, los líderes del partido de Massa apoyaron al candidato de 'Cambiemos' implícita o incluso explícitamente.



Fuente: Institute of International Finance



Fuente: Oxford Analytica

En la actualidad, el gobierno y sus aliados solo suman un tercio de los asientos de la Cámara de los Diputados[3], un cuarto del Senado, y apenas controlan un puñado de gobiernos provinciales. En estas circunstancias, las próximas elecciones legislativas, que tendrán lugar en octubre, se presentan como un momento clave para determinar si el impulso reformista cuenta con apoyo social y puede continuar, o si el electorado opta por castigar al gobierno. En este último caso, podría ser difícil mantener la agenda política de Macri, y no es descartable que se dé una situación de bloqueo hasta, al menos, las siguientes presidenciales del 2019. En concreto, el peor escenario para Macri sería que un mal resultado del gobierno diera lugar a un acercamiento entre las facciones peronistas, ya que unidas pueden ser un oponente formidable. Paradójicamente, uno de los escollos que frena a la oposición para unirse es la probabilidad de victoria. Muchos en las filas peronistas están convencidos de que las dificultades económicas menguarán las opciones de reelección del gobierno en las legislativas de octubre y en las presidenciales del 2019. Si así fuera, el que logre destacar en octubre tendrá muchas opciones para postularse como alternativa a Macri en 2019.

En estas circunstancias, Cristina Fernández de Kirchner ha anunciado su intención de volver, como dice el tango, y concurrir a las legislativas de octubre como candidata al Senado. Esto, por un lado, ha sido interpretado como un movimiento para revitalizar al kirchnerismo, e incluso como un primer paso hacia su candidatura en las presidenciales del 2019. Según los críticos de la expresidenta, se podría tratar de una maniobra para reforzarse de cara a los procesos judiciales que afrontan los exdirigentes kirchneristas, los cuales, por cierto, podrían llegar a tener un efecto importante en la política argentina, ya que es posible que terminen con algunas condenas. Fernández de Kirchner cuenta aún con un respaldo importante, posiblemente en torno al 25-30% del electorado, pero también causa un rechazo notable en el resto de la población, con lo que, de momento, las

(3) En gran parte de los 24 distritos electorales de Argentina (23 provincias y la ciudad de Buenos Aires) se elige un número elevado de diputados, lo que en la práctica convierte al sistema electoral en proporcional en muchas circunscripciones. En consecuencia, la Cámara de los Diputados tiende a estar fragmentada, ya que no se necesita un gran número de votos para obtener un escaño y no hay premio por mayorías. Por tanto, no resultan extrañas las escisiones ni los partidos personalistas.

posibilidades de que retorne a la jefatura del Estado parecen limitadas. Es más, su participación podría incluso movilizar a sus críticos.

Macri, por su parte, necesita comenzar a mostrar los frutos de su plan de ajuste si quiere obtener un resultado favorable en las elecciones de octubre. El gobierno sostenía que la primera mitad del 2016 iba a ser la parte más dura y, a partir de entonces, se preveía un punto de inflexión que daría paso a un sólido periodo de recuperación. Esas previsiones se han cumplido solo parcialmente; aunque es cierto que lo peor parece haber quedado atrás, los datos económicos de los primeros meses de 2017 no acaban de convencer. Con todo, las previsiones siguen apuntando a una mejoría económica. Queda por ver si será suficiente para convencer a los votantes.

RELACIONES EXTERIORES: NORMALIZACIÓN Y ACERCAMIENTO A OCCIDENTE

Macri ha cambiado las relaciones exteriores de Argentina, que bajo los Kirchner se caracterizaban por estar enfocadas, en gran medida, para el consumo político doméstico, lo que conllevaba distancia, y en ocasiones hostilidad, hacia EEUU, Europa y las instituciones financieras internacionales. Además, la política kirchnerista se había diferenciado por su apuesta por el proteccionismo comercial y la hostilidad hacia el inversor exterior.

El ejecutivo de Macri ha dado un giro pragmático, aperturista y pro-occidental. Uno de los grandes hitos de este gobierno ha sido el acuerdo logrado para resolver el conflicto de la deuda impagada tras la crisis del año 2001. Asimismo, ha normalizado sus relaciones con el FMI, lo que ha permitido que se vuelvan a hacer informes del Artículo IV. Además, Macri ha iniciado las negociaciones para entrar a formar parte de la OCDE. El cambio ha sido bienvenido por parte de la comunidad internacional, que han respaldado al nuevo gobierno con encuentros y visitas de numerosos líderes mundiales a Buenos Aires.

Respecto a América Latina, el gobierno argentino quiere potenciar Mercosur y romper con su tradicional sesgo proteccionista. Por tanto, hay ciertas expectativas de que se alcancen nuevos acuerdos comerciales, entre otros con la UE, que es el principal socio comercial del bloque. Con los miembros de Mercosur las relaciones oficialmente siempre fueron buenas, pero en numerosas ocasiones han surgido roces derivados del proteccionismo que aplican incluso dentro del propio bloque. En particular, las relaciones comerciales entre Buenos Aires y Brasilia han sido complejas y a veces tirantes, a lo que se añaden otros desacuerdos diplomáticos como, por ejemplo, la disconformidad de Argentina -y de México- con que Brasil se convierta en miembro permanente del Consejo de Seguridad de la ONU, para evitar que esta nación consolide su calidad de representante de Latinoamérica en detrimento del resto. Por otra parte, Macri ha mostrado interés por la Alianza del Pacifico y, de hecho, en 2016 se convirtió en país observador en dicha organización.

El nuevo ejecutivo también quiere mantener buenas relaciones con el resto del mundo. No obstante, cabe resaltar que inició su mandato con cierto escepticismo en cuanto a la relación con China y, en particular, respecto a los numerosos contratos que había firmado el anterior gobierno para lograr financiación, algo que la oposición criticó en su momento. Pero el pragmatismo se ha terminado por imponer. El gigante asiático es el tercer socio comercial del país tras Mercosur y la UE, y un

inversor muy destacado. Así pues, aunque en un primer momento el nuevo gobierno quiso revisar, y frenar, algunos de dichos proyectos, desde China se mantuvo la presión para respetarlos y, finalmente, en una visita de Estado de Macri a China celebrada hace dos meses se acordó proseguir con la mayoría. Su valor, según la prensa argentina, alcanzaría unos 15.000 mill.$, e incluyen dos centrales nucleares. En algunos casos todavía hay discrepancias entre Buenos Aires y Pekín, en particular con respecto a dos grandes centrales hidroeléctricas que han generado polémica en Argentina.

2. ECONOMÍA

- **Economía relativamente diversificada y con potencial gracias a su gran riqueza natural y a una población con buen nivel educativo.**
- **El nuevo ejecutivo ha aplicado una amplia batería de medidas para combatir la precaria situación económica y sustituir el modelo de crecimiento a través del gasto público por uno que se sustente en la demanda exterior y la inversión. El ajuste es complejo, y los avances están tardando en llegar más de lo esperado.Economía exportadora con fuerte dependencia comercial y financiera del mercado estadounidense. Estructura productiva relativamente diversificada.**

POTENCIAL DESAPROVECHADO

El éxito económico de Argentina a principios del siglo XX se construyó sobre la inmensa riqueza natural que posee, en especial la fertilidad y gran extensión de sus campos. Las oportunidades que ofrecía el país le permitieron atraer una multitud de migrantes que buscaban hacer fortuna, muchos de los cuales procedían de Italia y España. De hecho, en 1914, la mitad de la población bonaerense no había nacido en Argentina. En aquel entonces, los precios agrícolas en los mercados internacionales eran elevados, y la aparición de nuevas tecnologías de refrigerado permitieron exportar alimentos argentinos a todo el mundo y, en particular, al Reino Unido.

PIB (mill.$)	545.124 mill.$
CRECIMIENTO PIB	-2,3 %
INFLACIÓN	42 %
SALDO FISCAL	-5,8 %
SALDO POR C/C	-2,6 %

Datos a 2016

Con estos mimbres, la nación logró registrar décadas de fortísimo crecimiento a finales del XIX y principios del XX, probablemente el mayor del mundo. Los capitales extranjeros, sobre todo británicos, entraban a buen ritmo, y el éxito económico permitió instaurar un sistema educativo de calidad e infraestructuras destacadas para la época. A partir de los años 20, las crisis y el auge internacional del proteccionismo quebraron el modelo argentino de crecimiento basado en la apertura al exterior y la exportación. El brillante progreso dio entonces paso a un progresivo declive.

En la actualidad, la economía argentina es la tercera mayor de América Latina, por detrás de Brasil y México, con un PIB de 545.124 mill.$ en 2016. El PIB en dólares ha caído un 10% con respecto al año anterior por el efecto de la recesión y a causa de la depreciación del peso frente al dólar. La cotización del peso se había mantenido artificialmente elevada durante los últimos años.

Argentina tiene, en cualquier caso, un gran potencial. En primer lugar, por sus grandes recursos naturales (petróleo, gas, tierras fértiles) y, también, porque la población está razonablemente educada, incluso a pesar de que el sistema educativo ha empeorado en los últimos tiempos. Además, su economía se encuentra relativamente diversificada. La agricultura, que contribuye con una décima parte del PIB y un porcentaje similar del empleo, cuenta con cultivos muy competitivos a nivel internacional, como la soja, el maíz o el trigo. El sector industrial aporta algo menos de una tercera parte del PIB y genera un cuarto del empleo. En este ámbito destacan el agroalimentario, automóvil y químico. Salvo algunas excepciones, no se trata de industrias especialmente competitivas a nivel internacional y, por lo tanto, suelen promover el proteccionismo. Por último, los servicios producen más de la mitad del PIB y dos tercios del empleo. En este sector, sobresale el turismo, el comercio y los servicios inmobiliarios y financieros.

Ese potencial se encuentra en gran medida desaprovechado a causa de numerosas distorsiones y problemas estructurales. En concreto, la actividad económica se enfrenta a problemas de inseguridad jurídica, falta de competencia, subvenciones arbitrarias y hostilidad hacia el vendedor o inversor extranjero. Todo esto no incentiva ni la inversión ni la innovación y, en general, lastra la productividad, la cual es determinante a largo plazo. En los últimos tiempos, además, la litigiosidad laboral ha crecido al alza hasta convertirse en un problema importante para las empresas argentinas.

Por todo lo anterior, el país se clasifica en el puesto 116 de 190 economías en el Índice Doing Business del Banco Mundial, con resultados especialmente desfavorables en comercio transfronterizo, en pago de impuestos y en la obtención de permisos. Por otro lado, la corrupción es un problema importante: Argentina ocupa el puesto 95 de 176 economías en el Índice de Percepción de la Corrupción de Transparencia Internacional, una posición, no obstante, que ha mejorado en el último año. Igualmente, el intervencionismo de la administración y la amplia extensión de las redes clientelares dificultan los negocios de aquellos que no cuentan con los contactos necesarios.

El sector energético ha sido uno de los más afectados por los problemas estructurales. Las complejas regulaciones y el intervencionismo dieron lugar a un sistema muy subvencionado para el consumidor y con escaso atractivo para las empresas. A esto se le añade la limitada seguridad jurídica y el trato hostil al inversor, como quedó patente con la expropiación de la petrolera YPF a Repsol en el año 2012. En consecuencia, mientras la demanda de energía creció con fuerza en la última década, la inversión y la producción del sector han tendido a la baja. Por lo tanto, a partir del año 2010 se ha registrado un creciente déficit energético con el exterior, a pesar de que Argentina cuenta con grandes reservas de hidrocarburos. De hecho, tiene las segundas mayores reservas de gas no convencional del mundo[(4)], y unas reservas probadas de petróleo de 2.400 mill. de barriles, que durarían unos 10 años al ritmo de producción actual, de algo más de 716.000 barriles al día. Entre las medidas adoptadas por el gobierno para corregir el problema energético destaca la

(4) Destaca la bolsa de gas situada en Vaca Muerta, descubierta por Repsol-YPF en 2011 (un año antes de la expropiación), que tiene el inconveniente de necesitar una gran inversión que requerirá de capital extranjero. Fernández de Kirchner, tras expropiar YPF a Repsol, no logró atraer inversores. El nuevo gobierno está desarrollando proyectos para poner en explotación Vaca Muerta, que podría convertirse en un yacimiento de referencia en la próxima década. En concreto, en 2016 se ha llegado a un acuerdo, llamado “Plan Gas”, que ofrece incentivos a las grandes empresas energéticas a cambio de su compromiso de realizar grandes inversiones en los próximos años. No obstante, con los bajos precios de la energía actuales, el desarrollo del plan podría dilatarse en el tiempo.

progresiva subida de los precios de la energía, lo que Macri llama 'sincerar los precios', y la prensa ha bautizado como el 'tarifazo'. A pesar de estas subidas, el precio todavía cubre apenas la mitad del coste de la energía, con lo que es probable que el 'sinceramiento' continúe después de las elecciones de octubre.

El sistema financiero argentino maneja activos por un valor equivalente a la mitad del PIB, un tamaño reducido en comparación con lo habitual en naciones de características similares. Esto se debe, en parte, a que los argentinos desconfían de su sistema financiero y, por tanto, tienden a evitar sus bancos e, incluso, mantienen gran parte de sus ahorros en cuentas extranjeras. De hecho, se estima que los fondos en negro de titulares argentinos alcanzan una cifra cercana al PIB del país. Por eso, no sorprende que la amnistía fiscal que lanzó el gobierno de Macri para atraer capitales se cerrara en abril con un récord mundial en volumen de capital regularizado: 116.800 mill.$, equivalentes a un quinto del PIB. Unos fondos que, por cierto, ayudarán a reforzar el sector financiero.

La banca domina las finanzas. Los préstamos se centran principalmente en el sector privado, y han sido gestionados de forma relativamente prudente tras el fuerte impacto de la crisis del 2001. En consecuencia, las ratios de rentabilidad y capital de los bancos son razonables, han contado con margen para afrontar los ajustes de Macri, en particular la depreciación del peso, y las perspectivas de momento son relativamente favorables. Asimismo, se han revisado algunas regulaciones bancarias, como los tipos mínimos y máximos a depósitos y créditos, lo que puede favorecer al sector a medio plazo.

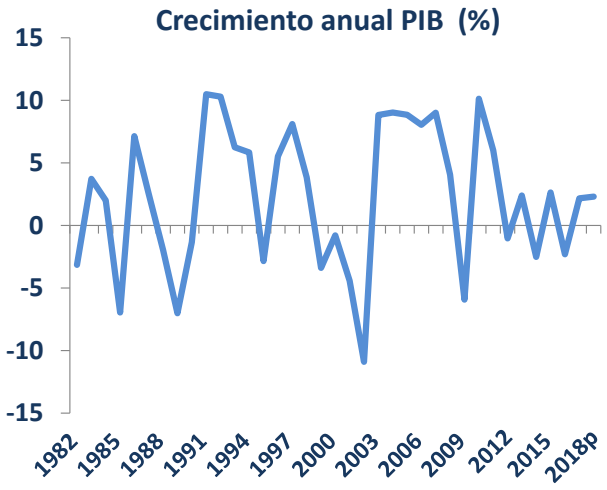
LA RECESIÓN, POCO A POCO, VA QUEDANDO ATRÁS

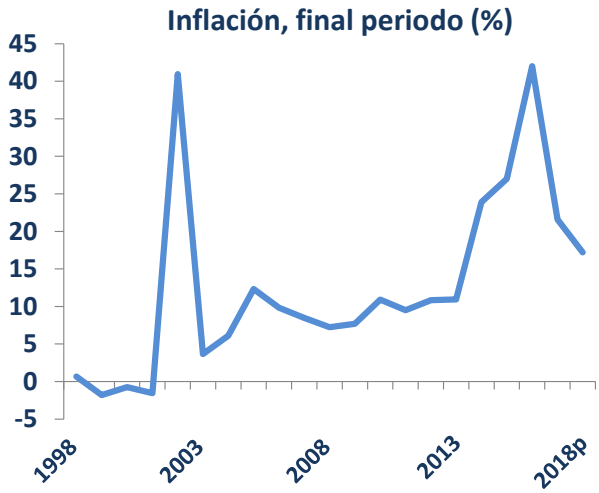
El estatismo y el proteccionismo que históricamente han defendido muchos dirigentes argentinos han llevado a la priorización de la subida de las rentas nominales de la población a corto plazo, en muchos casos a través de medidas fiscales, en detrimento de las mejoras de la productividad u otros progresos con vistas al largo plazo. Como consecuencia de lo anterior, la nación ha sufrido una tendencia crónica a incrementar su déficit fiscal hasta niveles que, a medio plazo, se han revelado insostenibles. Para financiar las necesidades de la hacienda pública, los gobiernos han recurrido reiteradamente al endeudamiento en divisas y a la monetización. Y para intentar controlar la inflación, y ante la limitada credibilidad del Banco Central, han utilizado en diversas ocasiones el tipo de cambio como ancla nominal, fijándolo al dólar.

La combinación de endeudamiento en divisas, políticas inflacionarias y tipo de cambio fijo ha dado lugar a que Argentina haya sufrido en diversas ocasiones pérdida de competitividad, desequilibrios exteriores y, finalmente, crisis de balanza de pagos e impagos de la deuda externa. La economía bajo los Kirchner también padeció estos problemas, aunque sin llegar a desembocar en una crisis en esta ocasión, en parte porque la coyuntura económica internacional les fue favorable durante la primera década de su mandato y en parte porque dejaron el poder antes de que la situación se terminara de descontrolar.

Efectivamente, la economía se expandió a un ritmo muy favorable entre 2003 y 2011, un periodo que abarca los dos primeros mandatos del matrimonio Kirchner. Durante esos años, Argentina se

benefició de los altos precios de la soja, del impulso de las políticas expansivas del gobierno y del alivio financiero que supuso el impago de la deuda. Las presiones inflacionistas se mantuvieron bajo control gracias al amplio colchón de producción ociosa que se generó en la crisis del 2001. Este modelo obtuvo buenos resultados en sus primeros años pero, con el tiempo, quedó patente que no era sostenible. El primer aviso llegó en 2009, cuando la crisis internacional afectó a la actividad económica y a las cuentas públicas, causando el primer déficit fiscal de la era Kirchner, que se afrontó nacionalizando del sistema privado de pensiones que, desde entonces, se ha convertido en una importante fuente de financiación fiscal. De esta etapa también cabe destacar la intervención de la oficina de estadísticas, el INDEC, que comenzó a proporcionar datos distorsionados hasta el punto de perder toda credibilidad y recibir una amenaza de expulsión de Argentina del FMI por la manipulación de las cifras de inflación.



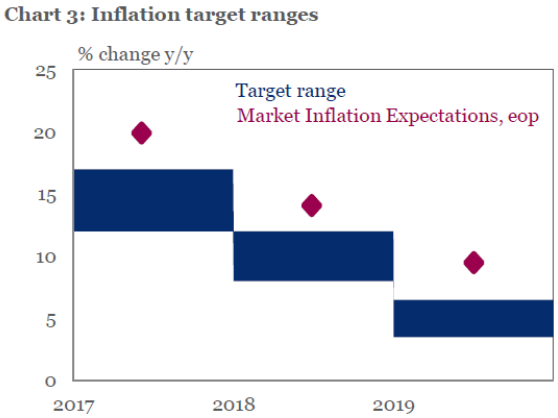


Fuente: FMI, IIF

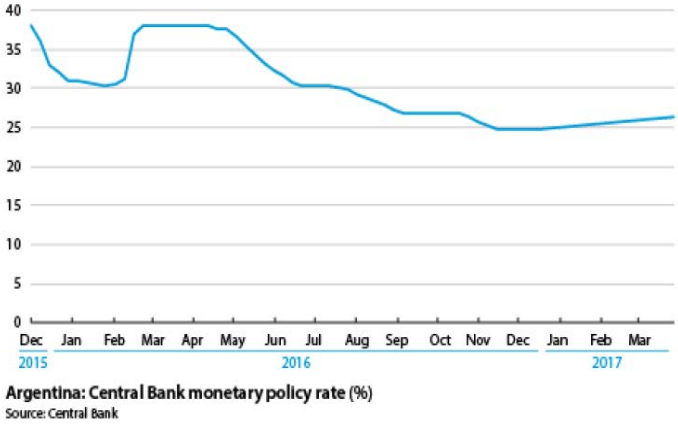
A partir del segundo mandato de Fernández de Kirchner (2011-2015) la situación económica se complicó. La caída de los precios agrícolas y el agotamiento del margen de crecimiento a partir de políticas de demanda llevaron a las cuentas públicas y externas a números rojos. El gobierno respondió a esta situación con más estímulos a la demanda y más intervencionismo, e introdujo el 'cepo cambiario' para evitar que se descontrolara el sector exterior. Las medidas no lograron reactivar la economía, y pronto resultó evidente que el modelo de crecimiento kirchnerista ya no funcionaba. El país entró en una situación de deterioro paulatino y estanflación por las inconsistencias de sus políticas fiscales, financieras y de tipo de cambio.

La llegada del gobierno de Macri ha supuesto un giro hacia un nuevo modelo de crecimiento más ortodoxo y abierto al exterior. La rápida retirada de los controles cambiarios y el acuerdo de la deuda fueron grandes cambios con efectos inmediatos, mientras que otras medidas que se han ido tomando, en particular aquellas ligadas al ajuste fiscal, van a requerir más tiempo para dar sus frutos. Los desequilibrios que sufría la economía era notables y, en consecuencia, el ajuste está siendo costoso: la depreciación del peso tras la supresión del 'cepo cambiario' y la retirada de subsidios han contraído la demanda interna y han dado un impulso a la inflación, que ha escalado hasta superar el 40% interanual en 2016.

El control de la inflación, pues, se ha convertido en un objetivo prioritario. Así, el Banco Central de la República Argentina (BCRA) incrementó los tipos a principios del 2016, aunque posteriormente los fue bajando paulatinamente. En 2017 ha aplicado de nuevo ligeras subidas, ante la persistencia de la alta inflación. Se espera que no haya cambios de gran calado en los próximos meses, ya que las perspectivas son, de momento, relativamente esperanzadoras: en la actualidad se sitúa en un 24% interanual, por encima de los objetivos pero con tendencia a la baja y en el nivel más bajo de la era Macri. A medio plazo, se pretende que vaya cayendo hasta situarse en el 5% en 2019, un objetivo ambicioso y que, en todo caso, requerirá una estabilización macroeconómica en sentido amplio, que incluya a las cuentas públicas, para ser sostenible a largo plazo.



Fuente: IIF



Fuente: Oxford Analytica

Cabe señalar que el marco de la política monetaria ha sufrido una reforma notable con el gobierno macrista. En primer lugar, con la retirada del 'cepo cambiario' y la implantación de un tipo de cambio flexible se renunció a utilizar la política cambiaria como ancla nominal. Las autoridades lo han sustituido por un sistema de objetivos de precios, según el cual el banco central gozará de independencia para ir aplicando las medidas necesarias para controlar la inflación. Igualmente, se quiere fomentar el desarrollo de los mercados financieros internos, cuyo tamaño actual es reducido, lo que limita la capacidad de transmisión de la política monetaria a partir de los tipos de interés, y explica en parte por qué las autoridades habían recurrido al tipo de cambio como ancla nominal. Un reto añadido es controlar las subidas salariales y de pensiones, ya que los sindicatos son muy poderosos. Según ha anunciado el gobierno, los incrementos salariales estarán en torno al 20-25% en 2017, por debajo de lo que quieren los sindicatos pero por encima del objetivo de inflación del 12%-17% para 2017.

Por lo que respecta al crecimiento, los últimos ejercicios han sido duros, con recesión tanto en 2014 como en 2016. En concreto, el año pasado se registró una caída del PIB del -2,3% a causa de las medidas de ajuste, la crisis latinoamericana y, en particular, brasileña, y el inicio de la subida de tipos por parte de la Reserva Federal estadounidense. El gobierno esperaba que la economía repuntara antes, pero no fue hasta el último trimestre del 2016 cuando al fin comenzaron a observarse signos de recuperación. Desde entonces, los datos han ido mostrando una cierta mejoría, pero en todo caso moderada, lo que permite prever que el crecimiento terminará el 2017 en torno al 2-2,5%.

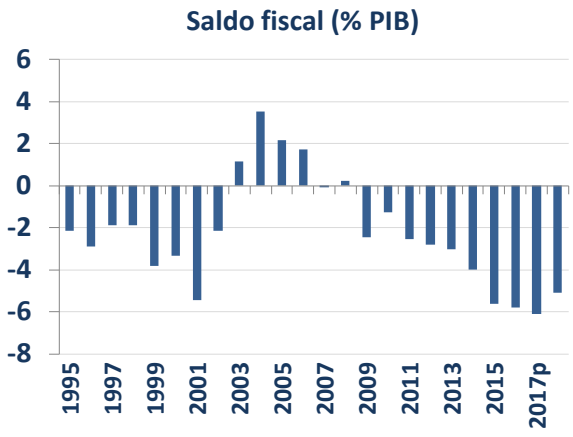
3. SECTOR PÚBLICO

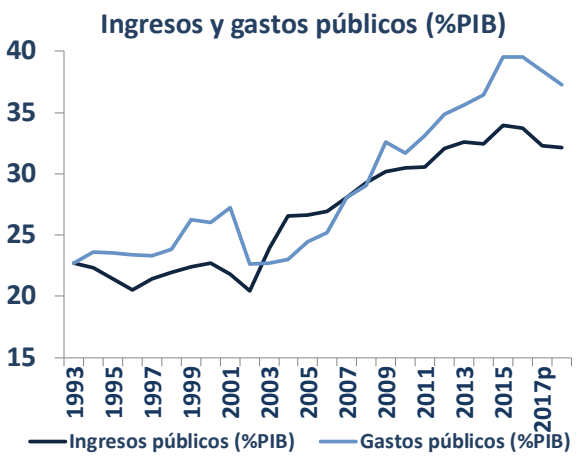
- **El déficit público se ha ido incrementando a lo largo de los últimos cinco años hasta alcanzar el -5,8% del PIB en 2016. El gobierno de Macri pretende reconducir este desequilibrio, aunque de momento no se han registrado avances.**
- **Es más, el esfuerzo de consolidación se ha ralentizado en 2017 por ser año de elecciones y por la debilidad de la recuperación económica. Es posible que se reactive tras los comicios de octubre, pero esto dependerá en buena medida de los resultados electorales.**
- **La deuda pública ronda el 51% del PIB, un nivel que empieza a ser elevado, aunque en gran parte la detenta el propio sector público argentino, y la mayoría está denominada en pesos, lo que facilita su gestión y reduce los riesgos.**
- **La solución del conflicto de la deuda ha dado lugar a una mejora de la clasificación por parte de las principales agencias de 'rating', aunque el grado de inversión todavía queda lejos.**

EL FISCAL, EL AJUSTE PENDIENTE

La política fiscal se distinguió por su fuerte carácter expansivo durante la última década. En ese periodo, el presupuesto se multiplicó por 10 en términos nominales. En términos relativos, el peso del gasto público se amplió del 20% del PIB en 2003 al 39,5% en 2016, incluso a pesar de la notable expansión del PIB en esos años. La expansión se centró en el gasto corriente: el 40% de la población recibe un salario, pensión o beneficio del gobierno, el doble que cuando Cristina Fernández de Kirchner comenzó a dirigir la nación. Los subsidios energéticos y al trasporte también han elevado su coste sustancialmente: en 2014 alcanzaron un peso del 5,3% del PIB, cuando en 2007 era del 2%. En cambio, la inversión pública ha languidecido, al igual que lo ha hecho la inversión privada.

Los ingresos del gobierno central también crecieron en los primeros tiempos del kirchnerismo, pero se estancaron desde el año 2009. En consecuencia, precisamente a partir de ese año se empezaron a registrar déficits fiscales de entidad y, como el gobierno kirchnerista no contaba con acceso al sistema financiero internacional, el desequilibrio se financió, en primer lugar, a través de la monetización, que en 2007 apenas equivalía a un 0,6% del PIB, mientras que en 2015 superó el 5%. En segundo lugar, han obtenido financiación de las agencias públicas nacionales, en particular del sistema de pensiones. A partir del 2013, elevaron el recurso al sistema financiero nacional como fuente de financiación del fisco hasta una cifra equivalente a un 2% del PIB.



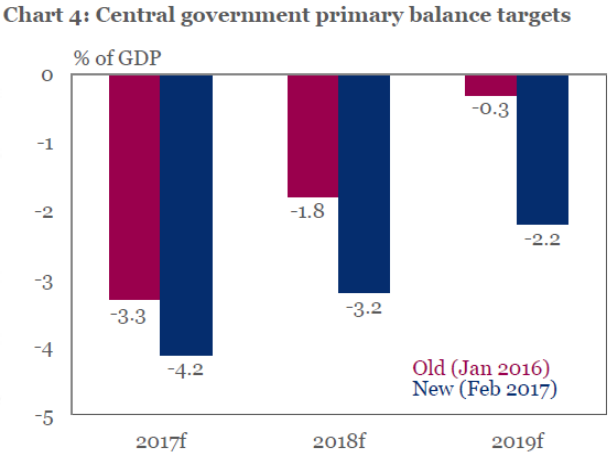


Fuente: FMI

El desequilibrio fiscal, en definitiva, ha ido creciendo hasta convertirse en un problema relevante. Reconducir las cuentas públicas es indispensable para lograr una estabilización macroeconómica sostenible y se encuentra entre las prioridades del gobierno de Macri. Por lo tanto, nada más llegar al poder anunciaron, tal y como se había anticipado en la campaña electoral, algunas medidas de ajuste, como las subidas en las tarifas de transporte del 50-100%, y de la energía en un 300-500%. Además, no renovaron contratos a unos 10.000 trabajadores públicos.

El gobierno estableció como objetivo reducir el déficit fiscal en un punto del PIB en 2016, y en 1,5 puntos anuales a partir del 2017, para dejar el déficit primario en el 0,3% del PIB en 2019. Se trataba de un reto importante, ya que Argentina nunca ha logrado recortar su déficit en más de un punto del PIB al año. En la práctica, con las legislativas en octubre y dado el mediocre ritmo de la reactivación económica, la consolidación se ha frenado de momento, de tal manera que no solo no se ha cumplido el objetivo en 2016, sino que el déficit (-5,8% del PIB) ha sido el más alto de los últimos 20 años. El nulo avance en la consolidación también se debe a que se han retirado algunos impuestos considerados distorsionantes, y a que se han adoptado algunas medidas fiscales con objetivos sociales: rebaja del IVA a algunos artículos de primera necesidad, aumento del mínimo exento del impuesto de la renta. Además, la recesión que ha atravesado el país en 2016 tampoco ha ayudado a mejorar las cuentas públicas.

Fuente: Consejo IARAF sobre datos de MECOS y ASAP



Fuente: IIF, Gobierno argentino

En 2017 se han anunciado algunas medidas importantes y no exentas de polémica, como el recorte de algunos subsidios sociales, que ayudarán a reducir el gasto pero, aun así, se espera que el déficit público aumente ligeramente hasta situarse en el 6,1% del PIB en 2017. En estas circunstancias, algunos ministros han adelantado que deberán intensificar la consolidación presupuestaria tras los comicios de octubre, pero en realidad es una cuestión que dependerá en gran medida de los propios resultados electorales.

El deterioro de las cuentas públicas y la depreciación del peso han llevado a la deuda pública hasta el 51% del PIB a finales del 2016, un nivel que empieza a ser elevado. No obstante, gran parte de esta deuda está en manos del banco central y de la seguridad social argentina. Asimismo, la resolución del problema de la deuda impagada en 2001 ha permitido normalizar el acceso a los mercados financieros internacionales, lo que le permite gestionar la liquidez con mayor comodidad. El gobierno, incluso, ha sido capaz de captar recientemente 2.750 mill.$ con un bono a 100 años al 7,9% de interés, una emisión que ha sorprendido habida cuenta del desastroso historial de pagos del país en el último siglo. En definitiva, los inversores están demandando deuda argentina y su peso actual es razonable, con lo que la situación de momento es manejable.

Fuente: FMI

Las principales agencias de calificación mejoraron el 'rating' de Argentina tras los cambios en la política económica aplicados por el nuevo gobierno y, en particular, tras el acuerdo que cerró el conflicto de la deuda impagada en 2001. Aun así, la calificación todavía es bastante desfavorable, y queda lejos del grado de inversión, en seis peldaños para Moody's (B3), y en cinco para Fitch (B) y S&P (B). Es más, el gobierno esperaba poder recibir la calificación de 'mercado emergente' por parte de MSCI, una empresa que elabora índices de instrumentos financieros, lo que hubiera ayudado a que muchos fondos retornaran al país. No obstante, MSCI de momento ha decidido esperar, señalando que tienen dudas sobre la continuidad de las políticas económicas iniciadas por Macri y que prefieren ver qué pasa en las elecciones de octubre.

4. SECTOR EXTERIOR

- **La mejora del sector exterior es el logro más importante del gobierno de Macri, gracias a la resolución del conflicto de la deuda y la liberalización del tipo de cambio.**
- **El déficit por cuenta corriente se mantiene en el -2,6% del PIB en 2016, un nivel similar al del 2015. No obstante, la normalización de las relaciones financieras internacionales hace que sea mucho más sencillo de financiar. Es más, las reservas han aumentado de forma notable en 2016 a pesar de la necesidad de financiación gracias a la gran entrada de capitales registrada durante el ejercicio; en particular, de inversión en cartera.**

LA NORMALIZACIÓN FINANCIERA Y LA FLOTACIÓN DEL PESO AFIANZAN EL SECTOR EXTERIOR

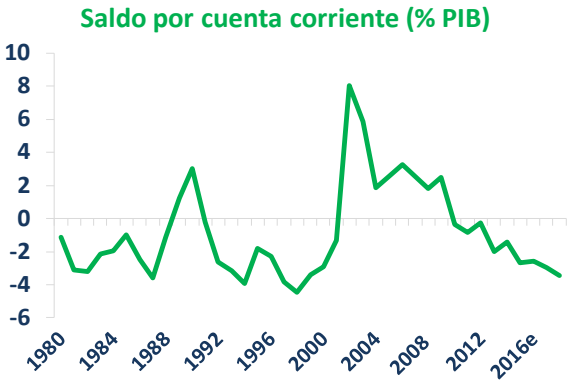
La política argentina se ha caracterizado históricamente por el predominio de la orientación proteccionista. En consecuencia, el grado de apertura comercial se ha mantenido en niveles muy bajos durante las últimas décadas del siglo XX, por debajo incluso del 20%. Tras la crisis del 2001, los flujos comerciales comenzaron a elevarse y, de esta manera, la apertura comercial subió hasta el 33%, un nivel aún reducido, pero superior significativamente. A partir del año 2011, los controles de cambio conocidos como el 'cepo cambiario' y el deterioro general de la situación económica causaron una caída del comercio internacional, que se ha agudizado a partir de 2015 y que ha llevado el grado de apertura comercial, de nuevo, al entorno del 20-25%.

Las exportaciones de bienes (55.300 mill.$ en 2016) están compuestas, en un 60%, por productos agrícolas o derivados. Entre ellos destaca la soja, que aporta un quinto de la exportación y que ha tenido un gran protagonismo, ya que el fuerte incremento de su demanda internacional durante la primera década del siglo XXI disparó su precio, lo que llevó a la extensión a gran escala de este cultivo por los campos argentinos, llenando además las arcas públicas a través de impuestos a la exportación. Así pues, la caída del precio de la soja, en torno a un 40% desde su nivel máximo, es una de las causas fundamentales del descenso del valor de las exportaciones en estos últimos años. También destacan las ventas al exterior de maíz, trigo, frutas, arroz, carne y pescado, lácteos, vino etc. El otro 40% de las ventas al exterior son productos industriales, como vehículos, químicos

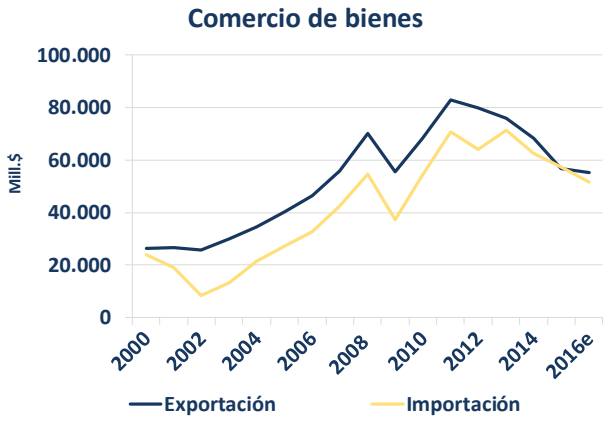
y productos metálicos, los cuales se destinan en gran medida a los demás países del Mercosur que, en conjunto, son el primer cliente, ya que adquieren un tercio de las exportaciones argentinas.

Las importaciones de bienes (51.600 mill.$ en 2016) han caído en un 15% con respecto al año anterior, lo cual se debe a la depreciación del peso y a la recesión. La tendencia también había sido bajista en los años anteriores, a causa del 'cepo cambiario' y de las dificultades económicas, de tal manera que las cifras actuales quedan lejos los 70.800 mill.€ importados en 2011. Las compras al exterior se encuentran bastante diversificadas, aunque en general son productos manufacturados. Sobresalen la electrónica, los hidrocarburos, químicos, vehículos, productos minerales y textiles. El principal proveedor es Brasil, con un 22% de los suministros. En segundo lugar se encuentra la UE, con un 20%, y luego China, con un 17%. El crecimiento de la importación fue espectacular entre los años 2003 y 2011, cuando su valor en dólares se multiplicó por seis.

Así pues, la balanza comercial ha retornado a registrar superávit en 2016, por un valor equivalente al 1% del PIB, tras un año, 2015, en el que había incurrido en un ligero déficit. Por su parte, la de servicios fue deficitaria por un valor equivalente al 1% del PIB, similar al de ejercicios anteriores. También son deficitarias la balanza de rentas y transferencias, la primera por valor de algo más de un 2% del PIB, una cifra que ha crecido moderadamente en 2016 a causa del aumento de los pagos de dividendos e intereses al exterior.



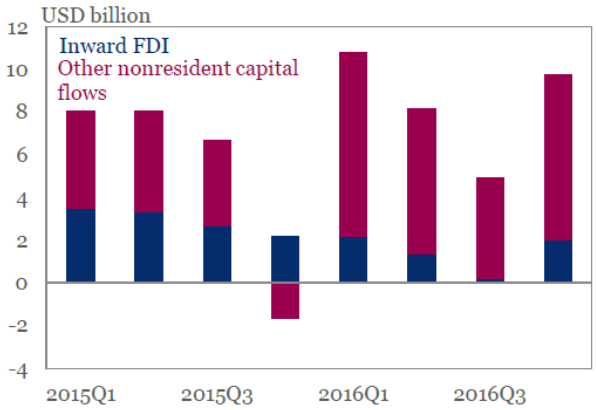
Fuente: FMI



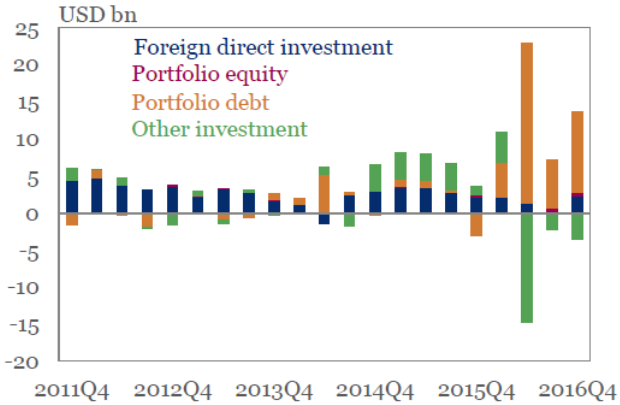
Fuente: IIF, FMI

En conjunto, el saldo por cuenta corriente arrojó un déficit del -2,6% del PIB en 2016, similar al del año anterior. La financiación del déficit exterior no resultó nada fácil en los ejercicios previos a la llegada de Macri, al carecer Argentina de acceso a los mercados financieros o de capacidad de atracción de capitales. A partir del 2016, y con la normalización de las relaciones financieras con el resto del mundo, la situación ha cambiado, de tal forma que ahora no parece difícil cubrir las necesidades de financiación. El mayor cambio se puede observar en la inversión en cartera, que había sido escasa en los años de los Kirchner, mientras que en 2016 se ha disparado hasta alcanzar una entrada neta de más del 5% del PIB. Parte de estos elevados flujos se hallan ligados al éxito de una emisión extraordinaria de bonos del gobierno argentino, que recaudó 16.500 mill.$ para hacer frente a los pagos relacionados con el final del conflicto de la deuda. Por su parte, la Inversión Directa Extranjera (IDE) ha seguido entrando, en términos netos, por un valor algo

superior al 1% del PIB, un nivel similar al de años anteriores y respetable, aunque inferior al registrado en los vecinos de Argentina.



Source: IMF, IIF



Source: INDEC, IIF

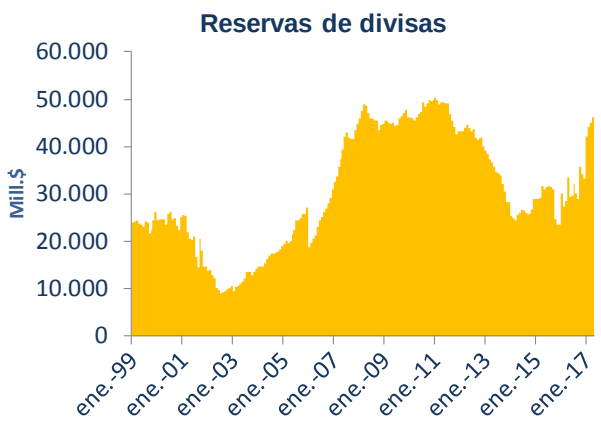
La inversión en cartera se relaciona también con las operaciones de 'carry trade' que se están realizando con Argentina, que conocen en ese país como 'la bicicleta financiera'[5]. Desde algunos ámbitos se critica la proliferación de estas operaciones porque, si bien es cierto que atraen capitales, también conllevan importantes riesgos vinculados a la volatilidad de este tipo de financiación, tal y como la propia Argentina ya ha experimentado en otras ocasiones. Sin embargo, la existencia de un tipo de cambio flexible traslada buena parte del riesgo a los inversores, a diferencia de lo que ocurría en el pasado.

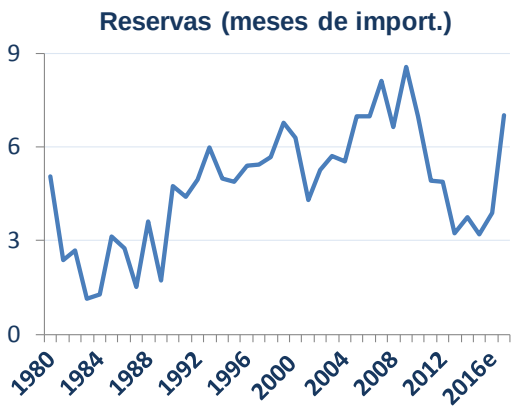
Se espera que los niveles de déficit por cuenta corriente crezcan paulatinamente a medida que se recupera de la demanda interna, y se produce la revalorización del tipo de cambio efectivo real, y en vista de que se va a mantener la debilidad de las compras de algunos socios comerciales importantes, como Brasil. La financiación del déficit corriente debería resultar más fácil y las reservas podrían continuar creciendo incluso a pesar de la necesidad de financiación exterior. En todo caso, existe una cierta incertidumbre sobre si se consolidará el cambio de modelo que propone Macri y, por tanto, sobre cómo evolucionarán las cuentas externas.

Las reservas de divisas crecieron desde los 14.000 mill.$ en 2003 hasta los 49.000 mill.$ en 2009, gracias a los abultados superávits corrientes del periodo. Desde entonces, han ido disminuyendo según se utilizaban para cubrir las necesidades de financiación del momento. En 2016 se produjo un nuevo punto de inflexión ya que, gracias a la gran entrada de capitales, se ha podido acumular un volumen muy notable de divisas. Asimismo, el banco central ha intervenido en los mercados con una doble intención: evitar la apreciación del peso y acumular reservas. Así, a mayo de 2017, las reservas se situaron en unos 45.000 mill.$, o unos 7 meses de importaciones, un nivel apreciable

(5) El 'carry trade' o la 'bicicleta financiera' funciona de la siguiente manera: los inversores piden préstamos en países occidentales a tipos mínimos, cercanos al 0%, e invierten en deuda argentina en pesos, la cual supera el 25% de interés. El principal riesgo a corto plazo es el cambiario pero, dado que el peso ya sufrió una fuerte depreciación y se ha mantenido relativamente estable en los últimos tiempos y dado que el margen de interés es enorme, ese riesgo es muy razonable en comparación con los beneficios que se obtienen.

que refuerza de manera notable la solvencia y que supone una gran mejoría respecto al año anterior.

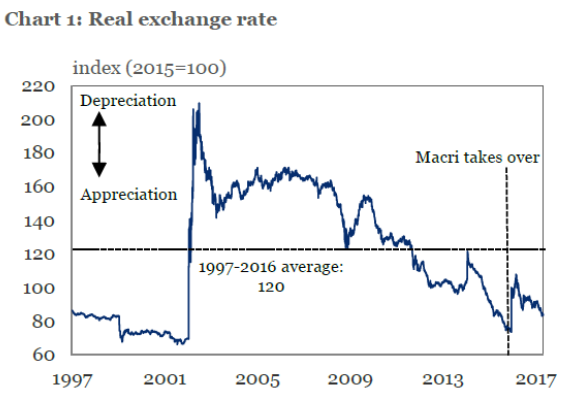




Fuentes: IIF, Banco Central de la República Argentina

La liberalización del tipo de cambio, nada más llegar Macri al poder, sucedió de forma bastante apacible. Esta reforma, implicó la eliminación de 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. Inmediatamente, el peso cayó un 35% frente al dólar, en línea con lo esperado a tenor de cómo cotizaba la moneda en los mercados informales. En los dos meses siguientes se depreció gradualmente otro 20%, hasta 15,8 pesos por dólar. Desde entonces, se ha mantenido relativamente estable, con una ligera tendencia a la depreciación. Las autoridades consideran adecuada esta cotización, y se muestran dispuestas a dejar fluctuar la divisa, aunque, eso sí, también quieren que el banco central intervenga puntualmente para evitar fluctuaciones excesivas que puedan ocasionar excesos de volatilidad.

En cambio, en términos reales, el peso ha tendido a apreciarse tras la gran caída registrada con la liberalización. Esto en buena medida se debe al alto nivel de inflación, y es una de las causas que justifican las perspectivas de moderada ampliación del déficit por cuenta corriente en los próximos tiempos.



Fuente: IIF, Banco Central de Argentina

Fuente: XE

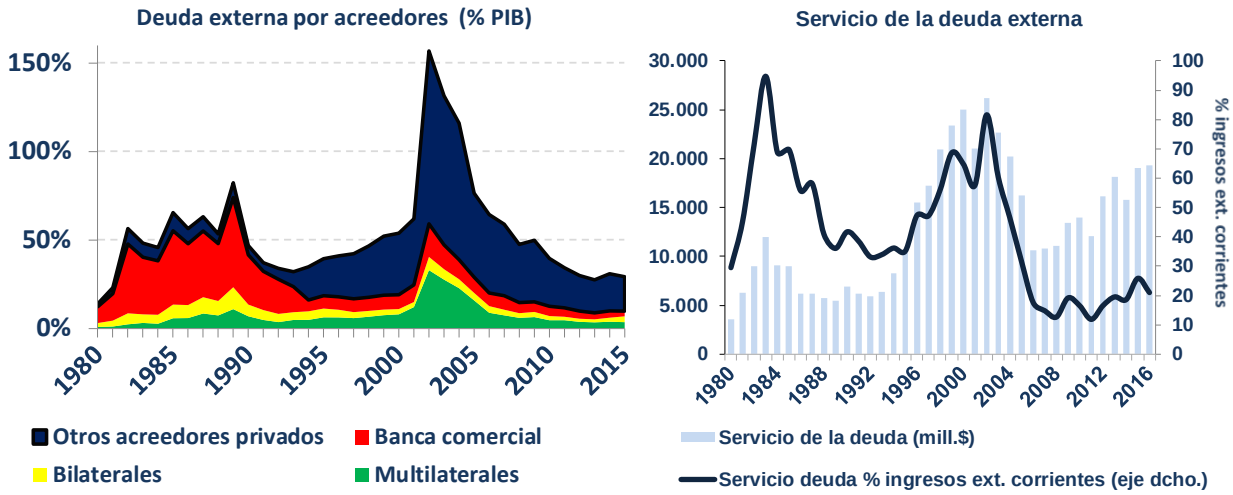
5. DEUDA EXTERNA

- **La deuda externa y su servicio se mantienen en niveles manejables.**
- **El historial de pagos de Argentina es desfavorable, e incluye numerosos impagos y renegociaciones en el Club de París. El último impago, en 2001, ha sido especialmente negativo, en buena medida por la actitud hostil que mantuvieron las autoridades.**
- **El gobierno de Macri ha logrado firmar un acuerdo con los acreedores con el que cerró el conflicto judicial que comenzó con el impago de la deuda en 2001, y que había restringido el acceso de Argentina a los mercados internacionales. En consecuencia, ha podido emitir de nuevo deuda con normalidad que, de hecho, ha sido acogida con una enorme demanda.**

SE NORMALIZA LA SITUACIÓN DE LA DEUDA

El peso de la deuda externa no es excesivo, en torno al 38% del PIB a finales del 2016. En los últimos 15 años se ha mantenido relativamente estable en términos nominales por lo que, dado el importante incremento del PIB en el periodo, su peso se ha reducido muy notablemente desde el 157% del PIB alcanzado en el año 2002. Un 85% de la deuda externa es de largo plazo, frente a un 15% de corto.

El servicio de la deuda alcanzó los 19.335 mill.$, o un 25% de los ingresos corrientes externos, en 2016. Se trata de un nivel manejable, aunque ha tendido al alza, tanto por el incremento de su valor nominal en dólares en un 50% en los últimos cinco años, como por la caída de los ingresos exteriores debido a la reducción de las cifras de exportación de bienes.



Fuente: IIF

Uno de los motivos por los que las cifras de endeudamiento de los últimos años se han mantenido en niveles razonables es por la falta de acceso a los mercados financieros internacionales desde

el impago de la deuda en 2001. Dicho impago no fue excepcional: Argentina cuenta con un historial desfavorable que incluye numerosos episodios de este tipo; los más recientes en 1983-84, en 1988-90, y en 2001. También ha acudido al Club de París hasta en nueve ocasiones (1956, 1962, 1965, 1985, 1987, 1989, 1991, 1992, 2014). No obstante, hasta el impago del 2001, su historial era relativamente similar al de otras naciones latinoamericanas, y las formas y acuerdos se encontraban dentro de lo habitual en estos casos. Tras el impago del 2001 la situación fue distinta, y más lesiva para la imagen internacional de Argentina, ya que las autoridades adoptaron una actitud hostil hacia los acreedores, hacia las instituciones financieras internacionales y hacia los mercados financieros. Lemas políticos como 'Patria o buitres' y 'Vivir con lo nuestro' hicieron fortuna, y dificultaron cualquier negociación, dando lugar a un largo y penoso conflicto que ha acarreado un alto coste para la economía argentina.

En el último acuerdo con el Club de París, firmado en mayo del 2014 tras años de negociaciones, se estableció un plan de pagos de 5 años prorrogables a 7 para que Argentina fuera regularizando los atrasos acumulados desde el año 2001 con 16 naciones acreedoras. Los acreedores lograron preservar el valor de sus deudas, mientras que Argentina consiguió un periodo de pago relativamente extenso y a tipos de interés por debajo de los de mercado. De momento, Argentina está cumpliendo con los compromisos adquiridos en este acuerdo.

TRAS QUINCE AÑOS DE DISPUTAS, SE RESUELVE EL CONFLICTO DE LA DEUDA ARGENTINA

Una de las mayores victorias del gobierno de Macri ha sido su rápida y exitosa resolución del conflicto de la deuda. Esta disputa, que probablemente ha sido la más larga y complicada entre un país acreedor y sus bonistas, comenzó con el impago del 2001, continuó con dos canjes en 2005 y 2010, y finalmente ha terminado en 2016, con un acuerdo con los últimos grandes grupos de acreedores.

DEUDA REESTRUCTURADA Y DEUDA NO REESTRUCTURADA

(en miles de millones de US$)

Deuda impagada en 2001 (a)	**81,8**
Deuda reestructurada (b)	**75,2**
Canje de 2005	62,3
Canje de 2010	12,9
Deuda en default (a-b)*	**6,7**
Emitida bajo ley NY	3,8
Grandes fondos de inversión	0,4
Bonistas italianos	0,9
Emitida bajo ley UK	2,7
Emitidas bajo otras jurisdicciones	0,1

Fuente: Banco Centra de la República de Argentina y cálculos del FMI

** Deuda en default, sólo incluye capital*

Fuente: Banco Santander

Los bonos impagados por el gobierno argentino en 2001 sumaron más de 80.000 mill.$. El gobierno de Néstor Kirchner ofreció en 2005 un canje de dichos bonos por otros nuevos, a elegir entre tres opciones, cada una con distinto nivel de quita, vencimiento e interés. Tres cuartas partes de los bonistas aceptaron este acuerdo. El resto tuvo que esperar a 2010 para recibir otra oferta, en esta ocasión de un único tipo de bono, pero con unas condiciones ligeramente mejores que las de 2005, que consiguieron atraer a dos tercios de los bonistas que quedaban por regularizar. En el promedio de ambos acuerdos, la quita fue de más de dos tercios del valor nominal. Y, tras los dos canjes, aún quedaron cerca del 10% de los bonos en situación de impago.

Aquellos poseedores de bonos que no aceptaron ninguno de los dos acuerdos –en gran medida, fondos conocidos como los 'fondos buitre' o 'holdouts'- decidieron proseguir con la ofensiva judicial, con la intención de recuperar el principal más los intereses y, además, lograr una indemnización por el retraso del pago y por los gastos judiciales. El proceso judicial en los tribunales de EEUU fue creando graves contratiempos a Argentina. Por ejemplo, en 2009, antes del segundo canje, el juez responsable del caso, Thomas Griesa, embargó casi 2.000 mill.$ de las reservas argentinas durante unos meses, y en 2014 estableció como medida cautelar el bloqueo de los fondos destinados a pagar a los bonistas que sí habían aceptado los canjes, provocando que Argentina cayera en un nuevo impago técnico.

Nada más llegar al poder, el gobierno de Macri estableció como prioridad resolver este problema, ya que impedía el normal acceso a los mercados financieros. El nuevo gobierno estimó que debería pagar unos 12.500 mill.$ para cerrar el conflicto, y pronto se puso a negociar con los acreedores, lo cual no fue sencillo. Tras dos meses de diálogo, el 5 de febrero de 2016 el ejecutivo anunció públicamente una nueva oferta, con la que logró atraer a gran parte de los 'holdouts'. Ante la nueva oferta y la positiva recepción de los acreedores, el juez Griesa levantó la medida cautelar que restringía la emisión de nueva deuda. Poco a poco, los tratos se fueron ampliando hasta incluir a gran parte de los 'holdouts' y, entre ellos, a los que habían liderado la ofensiva judicial. Al mismo tiempo, el gobierno logró impulsar en el legislativo argentino la derogación de la Ley Cerrojo y de Pago Soberano, las cuales bloqueaban los potenciales acuerdos.

El levantamiento de las medidas cautelares permitió una emisión de nueva deuda, cuyo objeto era la obtención de fondos para poder satisfacer los pagos a los 'holdouts'. La emisión tuvo una gran acogida en el mercado: logró recaudar 16.500 mill. $ en bonos a 3, 5, 10 y 30 años, con intereses que van del 6,2% al 8,5%. Del dinero recaudado, 9.352 mill.$ se destinaron al pago de los 220 acuerdos que estaban ya firmados, los cuales comprenden al 98% de los litigantes en la corte de Nueva York, y se ha dejado la puerta abierta a que el resto se vaya acogiendo. Por lo tanto, el conflicto de la deuda puede considerarse definitivamente cerrado.

CONCLUSIONES

- La llegada de Macri al poder en diciembre del 2015 ha supuesto un giro esperanzador de la política económica argentina, que ha contado con un gran apoyo internacional tanto desde el punto de vista político como en cuanto a la fuerte entrada de inversiones y de capitales.

- La coyuntura económica era desfavorable a finales del 2015, y 2016 también ha sido un año difícil, con una combinación de recesión y alta inflación. No obstante, la economía está en proceso de recuperación: el crecimiento vuelve a ser positivo mientras que se reduce la inflación. Es cierto que la mejoría está sucediendo después de lo previsto y con ciertas dificultades, pero aun así coloca al país en una senda económica moderadamente positiva y, en esta ocasión, fundada sobre unos cimientos sostenibles.

- Existen dudas sobre si las reformas se consolidarán a largo plazo, ya que los peronistas siguen teniendo un gran peso y es probable que retornen al poder en algún momento. Sin embargo, la naturaleza ideológica versátil del peronismo implica que también ellos podrían mantener la política aperturista y ortodoxa si la opinión pública se inclina hacia esa opción y si éste se percibe como un modelo exitoso, lo que no es descartable a la vista del progreso registrado en las naciones latinoamericanas que lo han adoptado. Todo esto, no obstante, no está en ningún caso garantizado ya que, si algo ha distinguido a Argentina, es la dificultad de predecir su evolución por la tendencia a registrar giros en su situación política.

- En todo caso, las medidas aplicadas por Macri han tenido un efecto muy positivo y, en consecuencia, la mejoría de la solvencia es notable. Entre otros, se puede destacar la gran acumulación de reservas en un plazo muy corto de tiempo, la resolución del conflicto de la deuda, la reducción de riesgos en el sector exterior al flexibilizar el régimen cambiario y la recuperación del acceso a los mercados financieros externos. Además, la deuda externa es relativamente reducida y casi toda a largo plazo, con lo que su servicio es moderado. Todo esto ha reducido notablemente los riesgos.

© CESCE, S.A. Todos los derechos reservados. Queda prohibida la reproducción total o parcial, la distribución o comunicación pública de este documento, así como la edición de todo o parte de su contenido a través de cualquier proceso reprográfico, electrónico u otros sin autorización previa y expresa de su titular. La información contenida en este documento refleja exclusivamente comentarios y apreciaciones propias de esta Compañía, por lo que CESCE declina cualquier tipo y grado de responsabilidad por el uso incorrecto o indebido de dicha información.