

INFORME RIESGO PAÍS

ARGENTINA

Madrid: 25 de febrero de 2014





A destacar

Debilidad política del gobierno. La Presidenta Cristina Fernández finaliza su mandato en 2015 y ve como la popularidad de su gobierno está en mínimos. Hasta entonces mantendrá o se agravará una política intervencionista y heterodoxa, aun con evidentes contradicciones debido a los ineludibles ajustes en el gasto, el tipo de cambio o la búsqueda de financiación externa. No se puede descartar un adelantamiento electoral ni el estallido de tensiones sociales.

Malas relaciones con las IFIs y la comunidad financiera internacional. Desde el default de 2002 y la ruptura de relaciones con el FMI, Argentina no tiene acceso a financiación externa en condiciones normales.

Progresivo deterioro del cuadro macroeconómico. Se está materializando el escenario de espiral inflacionaria y devaluaciones, con grave riesgo de transferencia y convertibilidad. Se ha agotado el crecimiento económico de la pasada década, basado en la expansión fiscal y monetaria y unas condiciones favorables para la exportación. La presión sobre los precios y el tipo de cambio obligan 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 responde con controles de capital y, en último caso, con devaluaciones forzadas.

Situación fiscal deteriorándose. A pesar de la creación de nuevas figuras impositivas, el menor crecimiento está poniendo de relieve la vulnerabilidad fiscal provocada por el continuo auge del gasto público. Se registran déficits moderados pero financiados en última instancia por el Banco Central. Deuda pública en niveles manejables.

Solvencia exterior vulnerable ante la falta de acceso a financiación. Reabierto la negociación del Club de Paris. La balanza externa comienza a arrojar números negativos, lo que unido a los recurrentes procesos de fuga de capitales han contribuido al desplome de las reservas, que ya no están en niveles aceptables. La oferta presentada a los acreedores oficiales no parece realista y, de aprobarse, difícilmente reabrirá la financiación exterior.

SITUACIÓN POLÍTICA

EL KICHNERISMO EN HORAS BAJAS

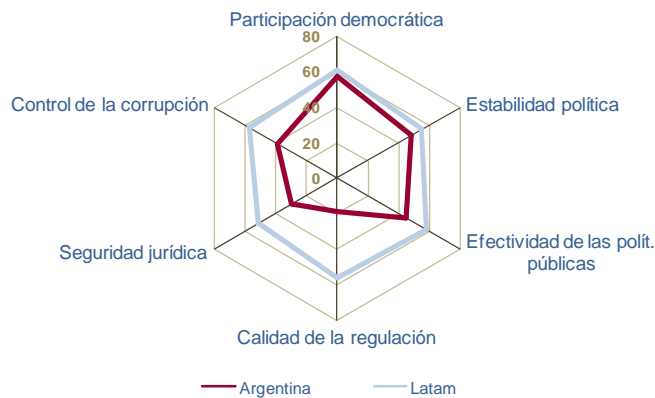
- El gobierno de Cristina Fernández, en mínimos de popularidad, finaliza mandato en 2015. Su reelección está imposibilitada y las próximas presidenciales, si no antes, podrían suponer el fin del kichnerismo. Hasta entonces el ejecutivo mantendrá e incluso agravará el sesgo heterodoxo e intervencionista de su política económica ante el deterioro del entorno económico y la pérdida de reservas.
- Las presiones inflacionistas y el efecto de la devaluación pueden despertar graves tensiones sociales en un país acostumbrado a la reivindicación sindical y callejera.
- Difíciles relaciones exteriores. La sombra del default enturbia las relaciones con las IFIs. Conflictos comerciales con sus principales socios, China y Brasil.

POBLACIÓN	41,1 mill.hab.
RENTA PER CÁPITA	9.740 \$
EXTENSIÓN	2.780.400 Km²
RÉGIMEN POLÍTICO	R. Presidencialista
CORRUPCIÓN	106/177
DOING BUSINESS	124/185

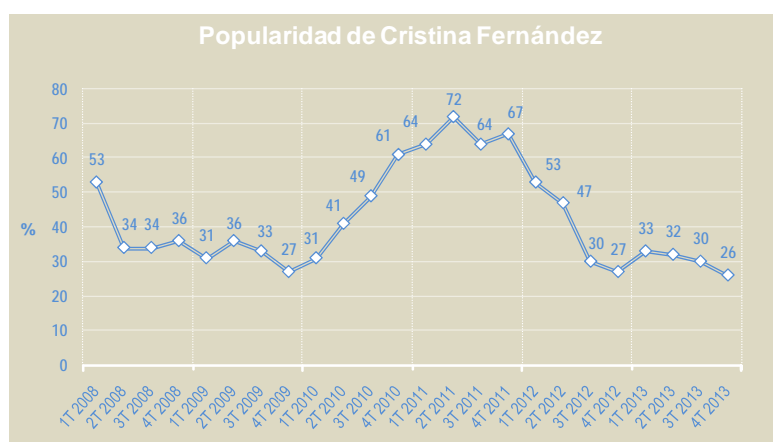
El sistema político argentino está marcado por la excepcionalidad que supone el dominio del poder que ejerce el Partido Justicialista, heredero del peronismo, así como la capacidad camaleónica de este movimiento de transformarse en casi cualquier opción ideológica. El justicialismo ha abarcado en las últimas décadas desde el populismo más a la izquierda del difunto Néstor Kichner hasta las políticas de corte más conservador o incluso liberal, al menos en apariencia, de Carlos Ménem. Por ello, no es de extrañar que sean frecuentes las escisiones dentro del mismo y que la política tenga un marcado carácter personalista, lo que expone al sistema político a la arbitrariedad y el vaivén de las desavenencias entre sus líderes. De todas formas, en cualquiera de sus versiones, el peronismo y la clase política argentina en general, tienen una notable desconfianza hacia el libre mercado y, en consecuencia, una fuerte predisposición al proteccionismo, a la fuerte presencia del Estado en la economía y a una exhaustiva regulación económica, más si cabe tras el fracaso de la etapa reformista de los noventa. Algo que, evidentemente, se refleja en los indicadores de buen gobierno del país, especialmente en cuanto a la seguridad jurídica.

El sistema político argentino está marcado por la excepcionalidad que supone el dominio del poder que ejerce el Partido Justicialista, heredero del peronismo, así como la capacidad camaleónica de este movimiento de transformarse en casi cualquier opción ideológica. El justicialismo ha abarcado en las últimas décadas desde el populismo más a la izquierda del difunto Néstor Kichner hasta las políticas de corte más conservador o incluso liberal, al menos en apariencia, de Carlos Ménem. Por ello, no es de extrañar que sean frecuentes las escisiones dentro del mismo y que la política tenga un marcado carácter personalista, lo que expone al sistema político a la arbitrariedad y el vaivén de las desavenencias entre sus líderes. De todas formas, en cualquiera de sus versiones, el peronismo y la clase política argentina en general, tienen una notable desconfianza hacia el libre mercado y, en consecuencia, una fuerte predisposición al proteccionismo, a la fuerte presencia del Estado en la economía y a una exhaustiva regulación económica, más si cabe tras el fracaso de la etapa reformista de los noventa. Algo que, evidentemente, se refleja en los indicadores de buen gobierno del país, especialmente en cuanto a la seguridad jurídica.

**Indicadores de buen gobierno 2012
Banco Mundial**



La actual Presidenta, Cristina Fernández, y su partido, Frente Amplio, son fieles herederos del peronismo de izquierdas que representó su marido, el ahora llamado kirchnerismo⁽¹⁾. Fernández, a pesar de ser considerada a priori algo más pragmática y de que, en ocasiones, especialmente al inicio de su mandato, dio señales de querer iniciar un proceso de reformas, éstas no llegaron a materializarse o quedaron como parte de los vaivenes y contradicciones en el discurso oficial. En general, la Presidenta ha optado siempre por mantener una política heterodoxa y un duro discurso contra los sectores empresariales y exportadores. Así, ha sido fuertemente expansiva en cuanto al gasto fiscal, al tiempo que ha mantenido una dura confrontación con los grupos y medios opositores. De todas formas, a lo largo de su mandato ha mostrado una gran capacidad de reunir apoyos políticos y mantener la base de alianzas tejida por su marido dentro del partido, a pesar incluso de los momentos de debilidad política fruto de volatilidad de su apoyo popular.



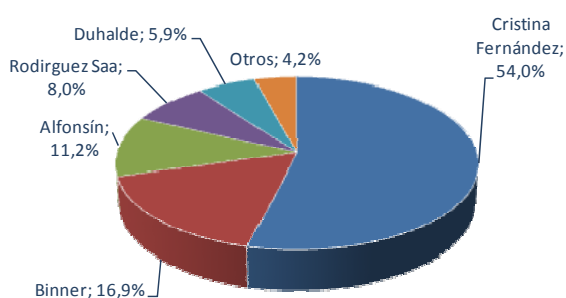
Fuente: Elaborado a partir de Ipsos Mora y Araujo, Poliarquía, Management & Fit.

En 2009, en plena crisis internacional, con la economía en recesión, habiendo perdido la mayoría en el legislativo y tras un duro enfrentamiento con el sector agrícola que le valió la “traición” de su entonces Vicepresidente⁽²⁾, Cristina Fernández era uno de los líderes peor valorados del continente, con una popularidad que ni siquiera llegaba al 30%. Se descontaba entonces su salida del poder en los siguientes comicios. Sin embargo, gracias a la fuerte recuperación económica, a un nuevo impulso del gasto y a la simpatía que recibió por la muerte de su marido, en octubre de 2011 obtuvo una rotunda victoria en las presidenciales con el 54% de los votos, haciendo innecesaria la segunda vuelta.

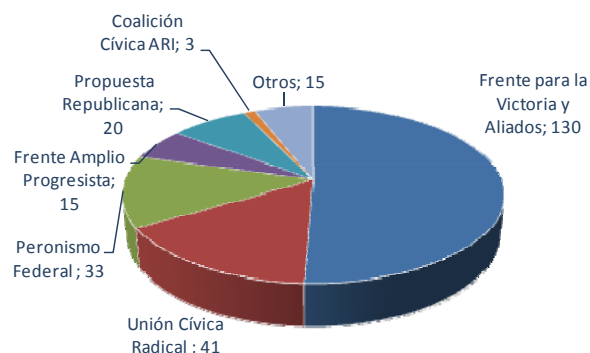
- (1) La Constitución no permite más de dos mandatos presidenciales consecutivos. De ahí que Néstor Kirchner cediera el testigo a su mujer, con la intención de volver a presentarse pasada la presidencia de ésta.
- (2) En julio de 2008, Julio Cobos, como vicepresidente y por tanto Presidente del Senado, fue el encargado de desempatar la votación sobre el incremento de impuestos a la exportación de productos agrícolas, que había quedado igualada a 36 votos. Cobos votó en contra de la medida, lo que le valió la expulsión del partido y convertirse en el héroe del momento entre la oposición.

La popularidad del ejecutivo se encuentra de nuevo en mínimos (26% en diciembre tras registrar más de un 60% en 2011) debido a diversos factores, aunque principalmente por el deterioro económico. También es creciente la preocupación por la inseguridad ciudadana y los escándalos de corrupción, pero especialmente se debe al descontrol inflacionario y a las impopulares medidas que se han tomado en cuanto a las restricciones en el mercado de divisas, que han resquebrajado la narrativa oficial del “milagro económico” argentino. Está vez parece casi imposible que se produzca un nuevo resurgir. En realidad, podríamos estar ante el fin del kichnerismo, al menos el liderado por Cristina Fernández. Parece ya descartado que vaya a aprobarse un cambio constitucional para permitir que la Presidenta se presente a un nuevo mandato en 2015. La victoria de su partido en las elecciones legislativas parciales de octubre de 2013, ha permitido al ejecutivo mantener la mayoría en el legislativo, pero está lejos de los 2/3 necesarios para reformar la carta magna. Además, la severa derrota en la provincia de Buenos Aires y la pérdida de cuatro senadores señalaban ya entonces la creciente debilidad política del gobierno. Algo que no ha hecho sino agravarse en los últimos meses a raíz del deterioro macroeconómico y de la devaluación del peso el pasado mes de enero.

Elecciones Presidenciales



Cámara de Diputados (2013-2015)



En este contexto, nada indica que el gobierno vaya a replantearse seriamente la orientación de sus políticas. Al contrario, todo apunta en su discurso a que luchará por ganar tiempo a través de mayores controles de capitales, restricción al uso de divisas, búsqueda de financiación exterior o medidas sobre los inversores extranjeros y, en general, actuaciones de corte heterodoxo contrarias al normal funcionamiento del mercado. En ocasiones, las medidas pueden resultar contradictorias, por estar unas dirigidas a sostener artificialmente el cuadro macroeconómico, otras a frenar la pérdida de popularidad o, finalmente, por venir obligadas por la ineludible realidad, como la reciente devaluación. La última remodelación del gabinete deja dos hombres fuertes al frente de gobierno en esta complicada coyuntura: por un lado, el primer ministro Jorge Capitanich y por otro, la figura emergente de Axel Kicillof, el artífice de la expropiación de la petrolera YPF y Ministro de Economía desde noviembre de 2013. Los problemas de salud de la Presidenta⁽³⁾ han provocado que ambos asuman un mayor protagonismo, y no se descarta incluso que obliguen a adelantar las elecciones.

(3) Fue intervenida con éxito de un hematoma craneal en octubre de 2013. Sin embargo, el pronóstico de su afección no se ha dado a conocer con precisión y sí parece que le ha sido recomendado una agenda más pausada.



Tampoco se puede descartar un adelanto electoral provocado por un estallido social contra las condiciones económicas. En concreto, los problemas inflacionarios podrían desatar fuertes protestas si el gobierno se mantiene firme en su propósito de frenar las pretensiones de revisión salarial del 30% demandadas por los sindicatos para 2014. Estas reivindicaciones, además, cobran fuerza tras la devaluación. También la posibilidad de recortar los subsidios energéticos y al transporte podría encontrarse con una fuerte respuesta en la calle. Si bien el kichnerismo ha hecho siempre un discurso cercano al de los sindicatos y ha hecho uso de los movimientos juveniles de izquierda, como el de la Campora, en los últimos años ha ido perdiendo afectos en el terreno sindical y en la calle. Algo que se ha puesto de manifiesto sobre todo con los desencuentros con el sindicato mayoritario (CGT) y su líder Hugo Moyano, que abandonó las filas kichneristas en 2011.

De cara a las presidenciales de 2015 varios políticos se perfilan como candidatos. Suena con fuerza en las filas peronistas oficiales Daniel Scioli, que parece recibiría el apoyo de la Presidenta (no necesariamente algo favorable en términos políticos a medida que su popularidad decae) y que podría enfrentarse al peronismo opositor en la figura del Sergio Massa, gobernador de la Provincia de Buenos Aires y gran triunfador de las elecciones de octubre. Massa todavía no ha unificado a la oposición peronista tras su figura, ya que despierta recelos porque hasta 2009 pertenecía al gobierno. Ni siquiera se descarta todavía que junto a Scioli presentase una candidatura presidencial unificada, con un tono más pragmático que el actual kichnerismo. Por otra parte, una alternativa fuera del peronismo pasaría por la victoria más improbable del socialista Binner, segundo en las pasadas presidenciales, o del alcalde de Buenos Aires, Mauricio Macri, que carece de un aparato político de ámbito nacional. Así pues, el panorama político a medio plazo se presenta incierto y con notables riesgos. Incluso después de 2015 nada hace prever un cambio diametral de las actuales políticas económicas si no viene obligado por las condiciones económicas.

RELACIONES EXTERIORES: ENTRE EL DEFAULT Y EL PROTECCIONISMO

Aunque la posibilidad de un suceso de violencia política o guerra en el marco exterior es prácticamente nula, las difíciles relaciones diplomáticas de Argentina con buena parte de sus socios comerciales, pero especialmente con las IFIs y la comunidad acreedora, suponen un factor muy negativo en la valoración del riesgo país. Desde el default de deuda soberana de 2001 y el posterior (2006) prepago de deuda al Fondo Monetario Internacional (FMI) a cargo de las reservas, las relaciones con la principal institución financiera internacional han sido prácticamente inexistentes, lo que ha sido un importante obstáculo en la renegociación en el Club de París de la deuda oficial que continúa impagada (9.500 mill.\$). Esto se debe en gran parte a la narrativa interna sobre las causas de aquella crisis, que hacen muy difícil cualquier tipo de acuerdo de cara a la opinión pública argentina. Actualmente, Argentina no solo no cumple con las revisiones de la situación del país por parte del Fondo, según obliga el Artículo IV de la institución, sino que incluso ha estado amenazada de expulsión del organismo financiero debido a la manipulación de las estadísticas sobre inflación⁽⁴⁾. Además, mantiene un largo contencioso judicial en EE.UU. con los tenedores de deuda privados que no acudieron a los onerosos canjes de deuda y que amenaza con provocar un nuevo default "legal" de la deuda externa. Por último, Argentina es el país que tiene más causas abiertas ante el CIADI (Centro Internacional de Arreglo de Disputas sobre Inversión), en concreto, 50 de las 493 totales.

(4) Finalmente, el 14 de febrero Argentina presentó el nuevo índice estadístico de precios elaborado en colaboración con el FMI, que resulta más realista y parece descartar la expulsión.

El mantenimiento y naturaleza de estos contenciosos no solo enturbia la imagen del país y las relaciones con los principales países de la OCDE y la comunidad financiera internacional, también desalienta la inversión extranjera y cierra la posibilidad de acudir a los mercados exteriores para financiarse en términos asumibles, algo que resulta vital en la actual coyuntura económica. Así, en los últimos meses las necesidades financieras han provocado que las autoridades busquen con mayor urgencia una solución en los distintos frentes abiertos con el objetivo de rehabilitar la imagen deudora del país. De este modo, se ha llegado a un acuerdo con cinco compañías que mantenían denuncias ante el CIADI, se han reabierto las negociaciones con los tenedores de bonos, se ha negociado con el FMI un nuevo índice de inflación y, como se detallará después, se ha realizado una propuesta al Club de París para refinanciar la deuda. No obstante, la mayor parte de estas propuestas resultan insuficientes y/o poco realistas. Resulta extremadamente complicado que logren reabrir el mercado de capitales, más aún si no se percibe un cambio profundo en la orientación de la política económica, especialmente en estos momentos en que el sentimiento inversor respecto a los países emergentes se está deteriorando.

Tampoco las relaciones con sus principales socios comerciales, Brasil y China, pasan por su mejor momento. Aunque en términos políticos son buenas sobre el papel, las tendencias proteccionistas de Argentina han provocado frecuentes choques en materia comercial con ambos países. Desde 2008 Argentina ha tomado diversas medidas, especialmente de carácter administrativo, contra las importaciones. En febrero de 2012 incluso aprobó un requisito de Declaración Jurada Anticipada de Importación (DJAI) para todas las importaciones, cuya aprobación puede tener una demora de hasta 90 días y que, en la práctica, supone establecer una licencia de importación para todos los productos, sujeta a un alto grado de discrecionalidad y susceptible de ser utilizada para denegar el acceso a dólares al tipo de cambio oficial⁽⁵⁾. China ya adoptó en su momento represalias, como la prohibición temporal de importaciones de soja argentina con el argumento de que incumplía normas sanitarias, y con ello forzó la retirada de las medidas sobre sus exportaciones de caucho. En estos momentos, según los indicadores internacionales, Argentina es uno de los países más proteccionistas del mundo. En 2013 elevó el arancel medio en 100 partidas distintas del 15% al 35%.

(5) Debido a esta y otras medidas, la UE en 2012 presentó un contencioso ante la Organización Mundial del Comercio.



EVOLUCIÓN ECONÓMICA

EL AGOTAMIENTO DE UN MODELO DE CRECIMIENTO INSOSTENIBLE

- **Economía de notable tamaño, bien diversificada pero con problemas estructurales y graves distorsiones productivas.**
- **Se ha agotado el crecimiento basado en políticas fiscales y monetarias expansivas y en los altos precios de las exportaciones. Descontrol de la inflación, pérdida de competitividad y fuerte presión sobre las reservas y el tipo de cambio. La reciente devaluación anuncia el creciente descontrol de la política monetaria.**
- **La falta de acceso a financiación internacional implica serias dificultades ante el progresivo deterioro de la balanza externa y fiscal. Crecientes restricciones sobre el acceso a dólares.**

PIB	559.440 mill.\$
CRECIMIENTO PIB	1,9%
INFLACIÓN	26,4%
SALDO FISCAL	-3,0%
SALDO POR C/C	-1,2%

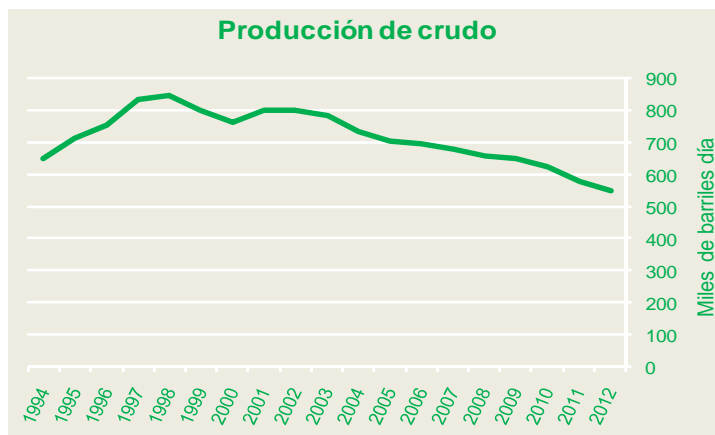
Datos a 2013 (e)

Argentina es un mercado de un tamaño considerable, con un PIB de 559.440 mill.\$ en 2013, lo que la coloca como la tercera economía de Latinoamérica, aunque a notable distancia de Brasil y México. Cuenta con unos niveles educativos relativamente elevados y unos indicadores de desarrollo entre los más altos de la región⁽⁶⁾. Posee además una generosa dotación de recursos naturales y unas buenas condiciones para la agricultura, así como el mejor puerto natural del Cono Sur. Su estructura productiva está relativamente bien diversificada, con un fuerte peso de los servicios, que suponen cerca del 50% del PIB, y de la industria, que gracias al auge del sector de la automoción ha crecido hasta el 36%. La agricultura y la ganadería también ocupan un puesto notable en la producción, con aproximadamente un 10% del PIB, aunque su relevancia es mucho mayor por su peso en las exportaciones (58% de las totales) y en los ingresos fiscales que reporta.

Sin embargo, la historia económica de Argentina ha estado marcada en el último medio siglo por graves desequilibrios macroeconómicos y recurrentes crisis, que frecuentemente han conducido al impago de la deuda soberana. Cuando gran parte del continente parece haber dejado atrás definitivamente el legado de la “década maldita” de los ochenta, Argentina, en cambio, a pesar de haber crecido a muy buen ritmo en la última década, tiene grandes probabilidades de terminar repitiendo su pasado debido a las frágiles bases sobre las que cimentó su reciente éxito.

(6) Argentina está clasificado en el puesto 45 en el Índice de Desarrollo Humano de 2013 que elabora la ONU, solo superado en Latinoamérica por Chile, que ocupa el puesto 40.

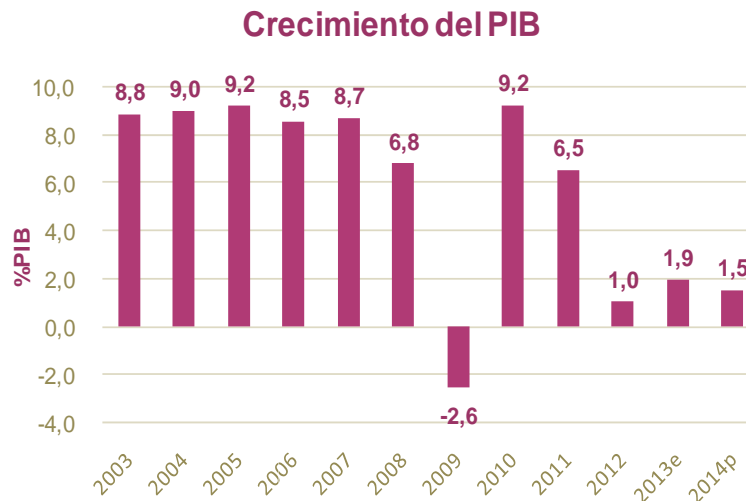
Un ejemplo evidente de los problemas estructurales de la economía argentina es su sector energético. A pesar de contar con unas notables reservas de hidrocarburos, Argentina se ha convertido en importador neto de energía. Un marco legal que ofrece una reducida seguridad jurídica, una estructura tarifaria rígida, que no refleja los costes, y fuertes subvenciones a distintos sectores han desalentado la inversión e incentivado un consumo excesivo. En concreto, la producción ha estado cayendo desde 2003 y, aunque sigue siendo notable, de cerca de 600.000 b/d de crudo y unos 1,4 bill. de pies cúbicos de gas natural, la factura energética registró por primera vez un saldo negativo en 2011, que ha ido creciendo hasta alcanzar los 10.000 mill.\$ en 2013. Las reservas convencionales, además, han disminuido drásticamente en los últimos años. Es cierto que existen grandes esperanzas puestas en las enormes reservas no convencionales (las segundas mayores del mundo de *shale gas* y las cuartas de *shale oil*). No obstante, el sistema de extracción de estos recursos (perforación horizontal y por fraccionamiento de roca) requiere importantes inversiones y plantea algunas dudas medioambientales⁽⁷⁾. El descontento oficial con la evolución de la cuenta energética externa ha llevado al gobierno a estudiar una revisión de los subsidios, algo que se resiste a llevar a cabo de forma drástica por el coste político que tiene⁽⁸⁾. También a esto se debe que en abril de 2012 Argentina expropiara la petrolera YPF a la española Repsol (única propietaria de la mayor parte de las reservas no convencionales). Sin embargo, la expropiación no ha frenado el crecimiento del déficit energético y ha agravado la frágil seguridad jurídica. Si bien el gobierno ha firmado y publicitado exultante el acuerdo con la petrolera estadounidense Chevron para explotar Vaca Muerta, hay grandes dudas de que esto pueda cambiar drásticamente las perspectivas productivas, al menos a corto plazo⁽⁹⁾.



Fuente: Energy Information Administration

- (7) Se estima que se necesitan entre 40.000 y 60.000 mill.\$ para explotarla, de los cuales cerca de 10.000 mill.\$ anuales en los próximos cinco años sólo en los yacimientos de Vaca Muerta.
- (8) Recientemente el gobierno limitó el incremento en el precio de la gasolina al 6%, lo que obligará a Shell a rebajar los precios, que había anunciado subiría un 12%. En términos reales la gasolina continúa abaratándose y contribuyendo a abrir la brecha energética.
- (9) Chevron únicamente ha comprometido 1.240 mill.\$. Paradójicamente, la petrolera estadounidense firmó el acuerdo justo en el final de un proceso de salida de sus inversiones de Argentina (había vendido 19 de sus 23 concesiones). Se vio en la necesidad a causa de la orden de embargo dada por los tribunales argentinos que pesaba sobre los bienes de la empresa, por valor de 19.000 mill.\$, por razón de una condena por daños medioambientales en Ecuador. Dicha orden ha sido levantada. Además, aunque no hay detalles del acuerdo, parece que se habría otorgado una fiscalidad más ventajosa que la que existía previamente y acordado la posibilidad de repatriar beneficios, algo que se calificó de "saqueo" en la antigua YPF y que sirvió para justificar la expropiación.

Durante bastante tiempo Argentina pudo cerrar los ojos a los problemas económicos de fondo y agarrarse a la narrativa de un “milagro económico”. Efectivamente, el PIB creció a muy fuerte ritmo desde que se produjera el default de deuda soberana y el abandono de la paridad con el dólar, en 2002. Aunque la crisis internacional provocó una severa recesión en 2009 (-2,6%), la economía se recuperó rápidamente y para todo el periodo 2003-2011 su economía registró una notable tasa promedio de expansión del 7,1%.



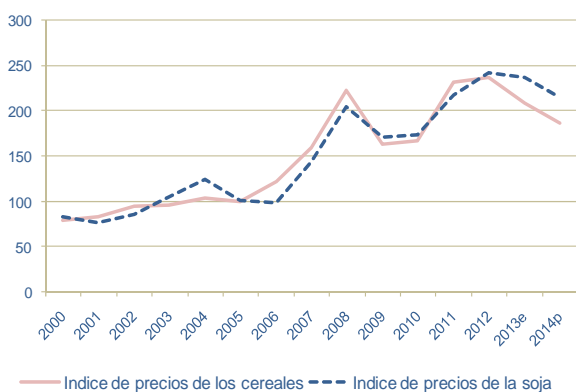
Fuente: Institute of International Finance

El crecimiento se basó en dos pilares fundamentales: el sector exportador y, sobre todo, unas políticas fiscal y monetaria fuertemente expansivas. El fuerte crecimiento de las exportaciones, impulsadas por la devaluación del peso y los altos precios de las materias primas, junto con el evidente alivio financiero que supuso el default de deuda, permitieron a Argentina expandirse con elevadas tasas de inversión y consumo interno, sin tener que enfrentarse con la restricción financiera externa provocada por el cierre del mercado internacional de capitales (el diferencial de tipos, medido por el EMBI+, se encuentra en torno a los 1.000 p.b. desde 2011, y el *credit default swap* (CDS) cotizaba en 2.434 pb. el 12/02/14). Además, hay que resaltar que la debacle económica que supuso la crisis de 1999-2002 situó al país en una posición de partida muy baja, con una enorme capacidad ociosa y un alto desempleo, lo que durante mucho tiempo amortiguó las presiones sobre los precios del rápido crecimiento de la demanda interna. De hecho, a pesar del fuerte crecimiento, hasta 2008 Argentina no había superado la cifra de PIB alcanzada en 1999, casi una década antes.

Con todo, este periodo reporta un saldo muy positivo desde el punto de vista de los indicadores de solvencia externa, ya que se mantuvieron saldos externos y fiscales positivos y, por tanto, como veremos más adelante, una notable acumulación de reservas y una drástica reducción del endeudamiento externo. Sin embargo, la mejora de la solvencia se ha fundamentado en un modelo de crecimiento poco sostenible y cada vez más dependiente de los precios de los productos de exportación y del mantenimiento de un peso competitivo, a su vez crecientemente incompatible con la estabilidad de precios. El crecimiento no ha venido generado por una mejora de la productividad o de reformas que hayan mejorado el funcionamiento de la economía. De hecho, ha coincidido con la aplicación de políticas intervencionistas, que han introducido distorsiones productivas e incluso desincentivado la producción de cara al exterior.

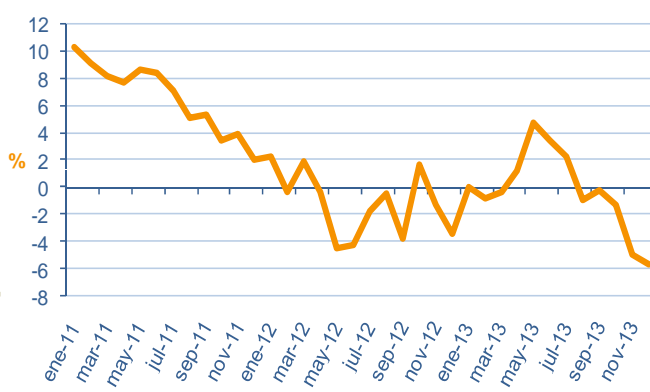
La crisis internacional de 2009, con la caída de los precios de las exportaciones y de los ingresos fiscales, ya puso de relieve la fragilidad del modelo. El repentino deterioro de la situación fiscal hizo esfumarse al superávit presupuestario. En medio de una situación financiera internacional de restricción crediticia, el gobierno experimentó severas dificultades. La situación se resolvió finalmente con la nacionalización del sistema privado de pensiones (se calcula que supone en torno al 30% del PIB), lo que resolvió los problemas de liquidez y, además, reporta anualmente unos ingresos financieros en torno al 1-2% del PIB al gobierno⁽¹⁰⁾. Asimismo, ya en 2010, el fuerte crecimiento de la demanda brasileña y el rápido repunte de los precios de exportación permitieron una pronta recuperación del sector exportador. De este modo, y gracias al mantenimiento de una fuerte expansión fiscal y tipos de interés reales negativos, en 2010 el crecimiento alcanzó de nuevo una de las tasas más altas de la región (9,5%).

Índice de precios de soja y cereales (2005=100)



Fuente: Fondo Monetario Internacional

Producción industrial (%var. anual)

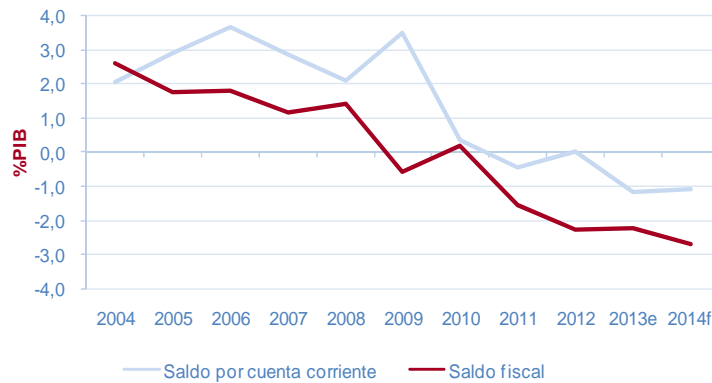


Fuente: IIF

Sin embargo, a partir de 2011 se asiste a una ralentización del crecimiento en sintonía con la desaceleración económica mundial y en particular de los emergentes. En 2012 el crecimiento del PIB descendió hasta el 1%. Además, la coyuntura de precios de las materias primas ya no permite un continuo aumento de los ingresos externos al mismo ritmo que el gasto público y la demanda interna. Así, por primera vez desde 2001, Argentina comienza a registrar déficits tanto fiscales como por cuenta corriente. Como veremos más en detalle, se estima que en 2013 fueron del 2,3 y 1,2% del PIB, respectivamente, cifras que, si bien moderadas, obligan al gobierno a recurrir a medios de financiación de última instancia: las reservas y la impresión de moneda. Además, las perspectivas de crecimiento no son particularmente favorables debido a la desaceleración económica internacional y más particularmente, en Brasil y China. Se estima que en 2014 el PIB crecerá un 1,5%, cifra insuficiente para frenar el desequilibrio fiscal.

(10) El gobierno justificó la medida como una forma de dotar al sistema de mayor seguridad ante posibles shocks financieros en el sector privado.

Crecientes déficits gemelos

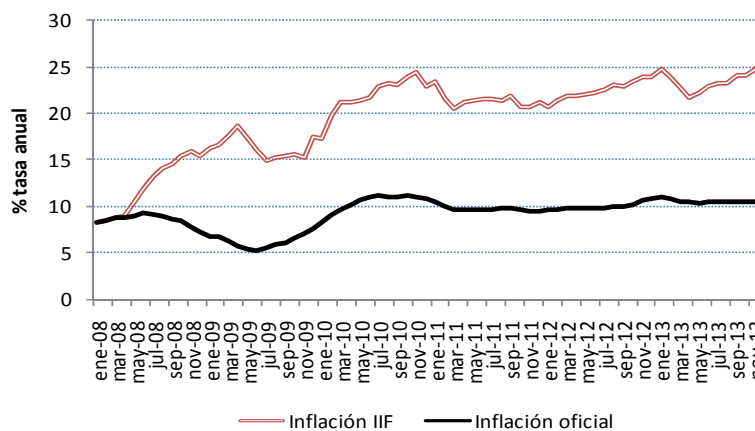


Fuente: IIF

ESPIRAL INFLACIONARIA, DEVALUACIÓN Y PROGRESIVO CIERRE DEL ACCESO A LAS DIVISAS

A partir de 2010 se han empezado a acumular los síntomas de que Argentina ha alcanzado los límites de este periodo expansivo. El síntoma más evidente es la creciente inflación. Aunque es obvio que ésta se debe un excesivo crecimiento de la demanda interna y a la monetización del déficit público, el gobierno se ha enfrentado a este problema con medidas de corte heterodoxo, como controles administrativos y la manipulación del índice estadístico, con el objetivo de mantenerlo artificialmente por debajo del 10%, lo que daña la escasa credibilidad de la política económica e introduce graves distorsiones productivas a través de un difícil proceso de revisión de precios y salarios⁽¹¹⁾. Este proceso, comparable al que se está produciendo en Venezuela, aunque de incierta duración, **parece estar abocado a una espiral de inflación-devaluación similar a la crisis de los años 70 y 80, o bien con similitudes a la de 2001 si el gobierno decide en algún momento intentar frenar el ascenso de precios anclándose a un tipo de cambio y defenderlo con reservas y controles de capitales hasta que, antes o después, se haga insostenible.**

inflación oficial vs estimada

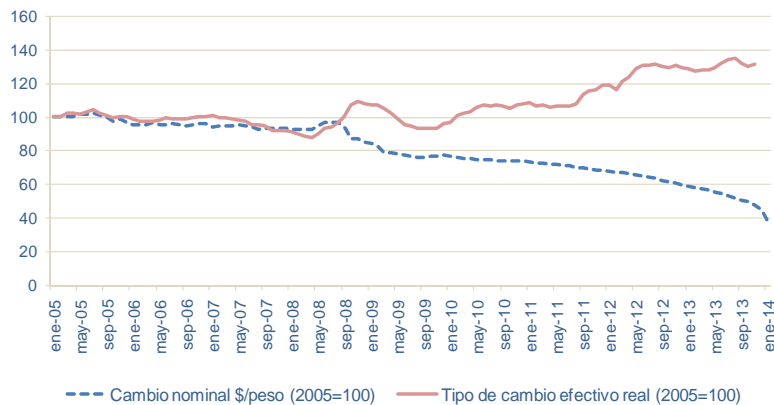


Fuente: Banco Central de Argentina e IIF

(11) Una de las razones más poderosas que empujan al gobierno a la manipulación del dato es el importante volumen de Bonos del Estado cuya rentabilidad está indexada a la inflación. El pasado 14 de febrero el gobierno presentó finalmente el nuevo índice de precios realizado en colaboración con el FMI. El IPC-NU (IPC Nacional Urbano) oficial fue el 3,7% en el mes de enero, lo que proyecta una inflación anual del 40%, el primer reconocimiento oficial del problema en años.

En 2013 se estima que la inflación fue del 25-28%. En 2014 todo apunta a que podría ascender al entorno del 30-35%, posiblemente más, con lo que Argentina está cada vez más cerca de un descontrolado proceso hiperinflacionario. Así, a pesar de que el peso se ha depreciado en más de un 50% desde 2009, en términos reales se había apreciado en cerca de un 35% antes de la reciente devaluación. A partir de 2010 el gobierno empezó a intervenir en el mercado cambiario de forma sistemática para frenar el ritmo de la depreciación (sistema de flotación sucia) y así moderar su impacto sobre los precios. Al mismo tiempo, ha ido introduciendo cada vez más restricciones al acceso a dólares tanto a particulares como a empresas, lo que ha provocado el nacimiento de un mercado paralelo o callejero (*dollar blue*) en el que el peso cotiza cada vez a una mayor margen sobre el tipo oficial.

Tipo de cambio nominal vs real



Fuente: IIF

Esta política ni ha detenido el ascenso de la inflación ni ha frenado la presión sobre el peso. Al contrario, ha provocando, como veremos, una fuerte caída de las reservas internacionales, así como agravado la desconfianza en la moneda nacional y fomentado la fuga de capitales. De este modo, a finales del pasado mes de enero el gobierno decidía “devaluar”, dejando caer el peso al relajar la intervención en el mercado de divisas. En solo dos días la moneda austral se depreciaba un 17% y en todo el mes de enero ha llegado a acumular una depreciación del 24%. La cotización se ha fijado en torno a los 8 pesos por dólar. El ejecutivo pretende ahora que éste es el nivel adecuado y sostenible de la moneda. Paradójicamente, incluso se ha permitido relajar las restricciones a la tenencia de dólares de particulares para el ahorro, ya que son extremadamente impopulares y han contribuido al fuerte desgaste del Gobierno⁽¹²⁾. Sin embargo, al mismo tiempo ha impuesto nuevas medidas restrictivas sobre el sistema financiero y sobre los importadores.

(12) En concreto, desde el lunes 27 de enero de 2014 se vuelve a permitir la adquisición de divisas a particulares para atesoramiento, estableciendo un límite de 2.000\$ al mes, para aquellos que justifiquen ingresos superiores a los 7.200 pesos mensuales, unos 900 dólares al cambio oficial. Asimismo, la adquisición de moneda extranjera tendrá un recargo del 20% (anteriormente del 35%), a menos que se deposite a plazo fijo en una entidad bancaria por un plazo mínimo de un año.

Por un lado, se ha obligado a los bancos a reducir sus posiciones en moneda extranjera, con lo que se forzaba la venta de casi 400 mill.\$ al Banco Central en las últimas semanas y obligará a descargar tenencias por unos 3.000 mill.\$, a razón de 750 mill.\$ al mes. Por otro lado, se anunció de forma oficial algo que ya venía sucediendo de forma discrecional: a partir del 17 de febrero y por 90 días se les exigirá a los importadores que financien sus compras al exterior con dólares propios, que tomen créditos internacionales o que se financien a través de sus casas matrices. En definitiva, **los importadores deberán probar que pueden generar sus propias divisas o acudir al mercado negro⁽¹³⁾**. Así, el banco central podrá dedicar exclusivamente las reservas al gasto público y a defender el tipo oficial, que, eso sí, ahora tendrá menos impacto en el nivel de precios que el que prevalezca en la calle. Por otra parte, el gobierno ha emprendido un fuerte subida de tipos de interés de referencia desde el 15% en diciembre hasta el 28% actual, lo que, no obstante, todavía se sitúa en términos reales en terreno negativo.

Todavía es pronto para evaluar el impacto de todas estas medidas, pero en pocas semanas ya se está produciendo un fuerte ascenso en los precios no regulados, especialmente en alimentación. Muy posiblemente la inflación exceda de las previsiones actuales, en torno al 30-35% para 2014, y antes o después la presión sobre el tipo cambio, que posiblemente se verá aliviada durante un tiempo, resurgirá. También es difícil hacer previsiones sobre las medidas y cronología que pueda adoptar el gobierno en los próximos meses, aunque su sentido seguirá previsiblemente siendo el mismo. El discurso oficial culpa de la situación a los “especuladores”, especialmente a los exportadores de soja, que intentan retrasar al máximo sus ventas, ya que deben convertirlas en pesos. Es muy posible que el ejecutivo pueda sostener el actual tipo de cambio durante un tiempo sin necesidad de nuevas medidas. Sin embargo, **en la práctica el riesgo de transferencia y convertibilidad, teniendo en cuenta todas las restricciones puestas en marcha, ya se ha materializado, y es de esperar que se produzcan crecientes dificultades y retrasos en el pago de los importadores.**

- (13) Este nuevo sistema de adjudicación de divisas durará en principio 90 días a partir del 17 de febrero no ha sido establecido de manera formal con una regulación escrita, sino presentado por el Secretario de Comercio Interior en distintas reuniones. Está por tanto sujeto a una fuerte discrecionalidad y a cambios sin previo aviso. Se afirma desde el gobierno que quienes acepten el nuevo sistema podrán resolver de forma más rápida sus transacciones ahora sujetas a lento proceso de revisión. Por otra parte, aunque en principio está diseñado para 90 días por preverse que al final de este plazo los productores de soja ya habrán vendido la cosecha y desahogado la situación de las reservas, también se ha aclarado que podría prorrogarse otros 90 días si la situación así lo requiere.

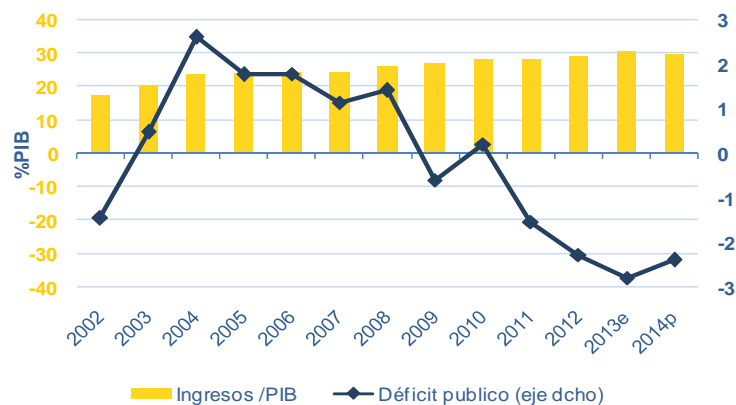
POLÍTICA ECONÓMICA

SITUACIÓN FISCAL DETERIORÁNDOSE

- **Política fiscal insosteniblemente expansiva.**
- **A pesar del alto crecimiento y la creación de nuevas figuras tributarias, el saldo fiscal se ha ido deteriorando. En 2012-13 la caída del crecimiento ha provocado incluso los primeros déficits fiscales primarios.**
- **Endeudamiento público aceptable. Falta de acceso a financiación y creciente uso de las reservas y la impresión de moneda para financiar el gasto.**

La principal característica que define la política económica bajo la era de los Kichner es una explosión del gasto fiscal. Se han registrado incrementos anuales de más del 40% (+900% en total en la última década en términos nominales) y en todos los años se ha elevado notablemente el peso del gasto en la economía, a pesar incluso de la rápida expansión del PIB. En concreto, el gasto primario ha pasado de suponer el 16,9% del PIB en 2002 a más de 30% en 2013. Además, la mayor parte de ese incremento se ha destinado a las partidas de gasto corriente, con lo que no se aprovechó la etapa expansiva para impulsar una mejora productiva. Esta exuberancia fiscal, sin embargo, no ha producido grandes desequilibrios fiscales. Al contrario, Argentina ha registrado hasta hace no mucho superávit en las cuentas públicas gracias al fuerte crecimiento económico, a los efectos impositivos de la alta inflación y, sobre todo, gracias a la creación de nuevos impuestos y a la nacionalización del sistema de pensiones.

Ingresos y déficit público



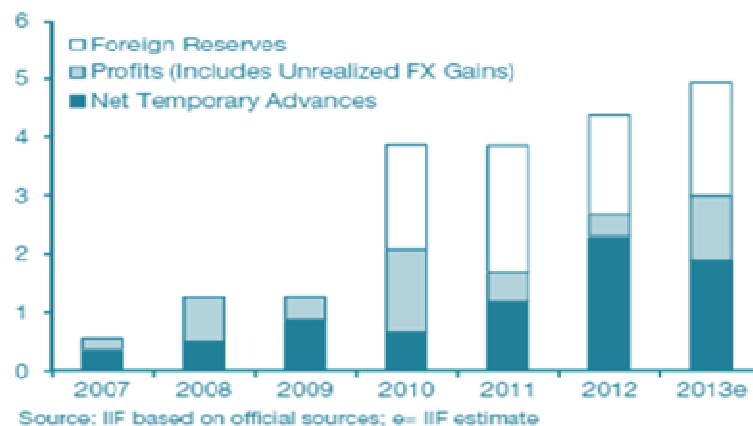
Fuente: IIF y Economist Intelligence Unit

Las tasas sobre el sistema financiero (1,9% del PIB), los impuestos sobre las exportaciones (3%) y los ingresos por el sistema de pensiones (1,3%), todas ellas partidas tributarias que no existían antes de 2002, suponen en la actualidad más de una cuarta parte de los ingresos fiscales. Por su parte, el IVA, que se beneficia especialmente de la alta inflación y el fuerte crecimiento, sigue siendo con diferencia el principal ingreso (28% de los totales), pero, como se demostró en 2009, es muy sensible a la evolución de la actividad económica. Con todo ello, los ingresos fiscales han podido crecer en paralelo al gasto, lo que ha permitido mantener elevados superávits primarios durante la última década. De este modo la deuda pública se ha reducido desde los niveles desorbitados de 2002 hasta un aceptable 40% del PIB.

Sin embargo, la evolución es muy preocupante. Mientras que los gastos siguen creciendo a un ritmo vertiginoso (entre 2010 y 2012 el gasto corriente se elevó un 32% de media anual), la desaceleración del crecimiento está frenando la recaudación. Como consecuencia, en 2012 se registró por primera vez en una década un déficit primario, que en 2013 ha crecido hasta los 3.446 mill.\$.

Así, se estima que el déficit fiscal final superó los 10.000 mill.\$, que suponen aproximadamente un 3% del PIB. El coste prohibitivo de una eventual emisión soberana en el mercado internacional (el rating de Argentina está solo tres escalones por encima del nivel de default) implica que este desequilibrio tuvo que ser financiado a través de emisiones en el mercado local (principalmente con bonos indexados al PIB) y en buena parte también con cargo a reservas del Banco Central y adelantos del tesoro (ver gráfico). Esta forma de financiación es lo que se conoce como “monetización del déficit”, lo que implica mayores presiones sobre el nivel general de precios y el tipo de cambio.

Treasury Financing by the Central Bank
 percent of GDP



Fuente: IIF

Aunque el déficit no resulta excesivo, la imposibilidad de financiarlo y la caída de las reservas supone que el gobierno deberá afrontar al menos una obligada moderación en el gasto. En efecto, la preocupación por la evolución fiscal ya ha llevado a revisar, aunque tímidamente, el subsidio energético en varias ocasiones en los dos últimos años. No obstante, el ahorro en esta partida ha sido insuficiente. De hecho, en 2013 se estima que el coste conjunto del subsidio energético y del transporte creció en más de 3.000 mill.\$ y ronda ya un monto cercano al 5% del PIB. Es muy posible que el ejecutivo se vea obligado a revisarlo de forma más drástica. En esta línea, se estima que en 2014 el déficit fiscal podría reducirse al 2% del PIB. Sin embargo, en el marco de un empeoramiento de la relación con los sindicatos y ante la creciente inflación este tipo de medidas puede crear graves dificultades políticas y ser de difícil aplicación.

EN MALA COMPAÑÍA

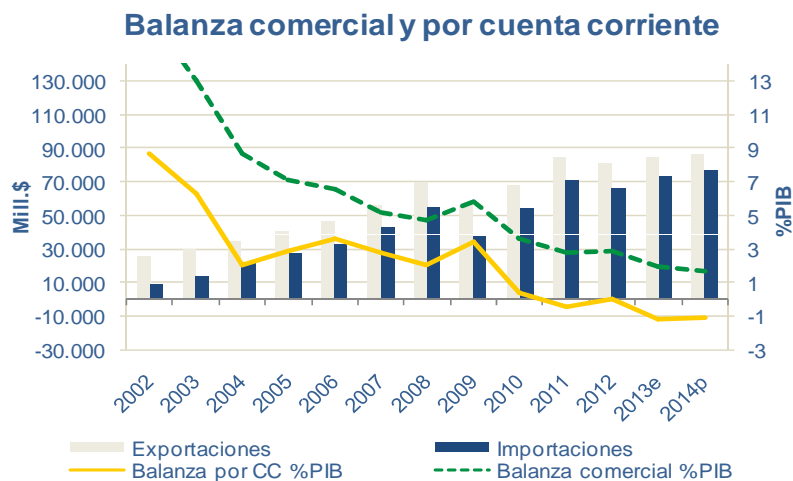
	Moody's	S&P	Fitch
Egipto	Caa1	B-	B-
Ecuador	Caa1	B	B
Venezuela	Caa1	B-	B+
Argentina	Caa1	CCC+	CC
Ucrania	Caa2	CCC+	CCC

SECTOR EXTERIOR

EL SALDO EXTERIOR SE VUELVE NEGATIVO

- **Dependencia de los precios de las materias primas agrícolas. Excesivo incremento de las importaciones, deterioro de la balanza comercial. La balanza por cuenta corriente se ha vuelto deficitaria.**
- **Intenso proceso de fuga de capitales y limitada capacidad de atraer inversión directa. El nivel de reservas ha caído drásticamente en los últimos años y se encuentra en el límite de lo aceptable, lo que obliga al gobierno a estrechar los controles cambiarios.**
- **Nivel de endeudamiento externo relativamente bajo.**
- **Pésimo comportamiento deudor y batalla legal con los acreedores privados. Nueva oferta de pago al Club de París que parece poco realista.**

El volumen de los flujos comerciales con el exterior ha crecido de forma espectacular en los últimos años (la tasa de apertura ha pasado del 17% al 32% del PIB en la última década). Aunque no han conseguido seguir el incremento de las compras al exterior, las exportaciones han experimentado un fuerte auge, no sólo las de productos agrícolas y ganaderos, que cada vez tienen mayor peso (58%), también las ventas de productos industriales crecieron inicialmente, especialmente las de la industria del transporte, gracias a la competitividad de la moneda y al tirón de la demanda brasileña (los países del Mercosur siguen siendo el principal destino y origen de los flujos, con cerca de un tercio de los totales). Dentro de las exportaciones agrícolas, la soja (22%) ha ido ganando terreno a los demás cultivos gracias al incremento de su precio en el mercado por la fuerte demanda de India y China, lo que ha convertido a Argentina en el primer exportador de aceite de soja del mundo. En cuanto al saldo energético, Argentina ha pasado en tan solo unos años de tener un superávit por exportaciones de gas y crudo en torno a 1.000 mill.\$ a ser por primera vez en décadas importador neto (principalmente de gasolina y derivados), por una cifra estimada de 10.000 mill.\$ el año pasado.



Tras caer en 2012, las exportaciones crecieron un discreto 4% en 2013, hasta alcanzar la cifra de 84.164 mill.\$.

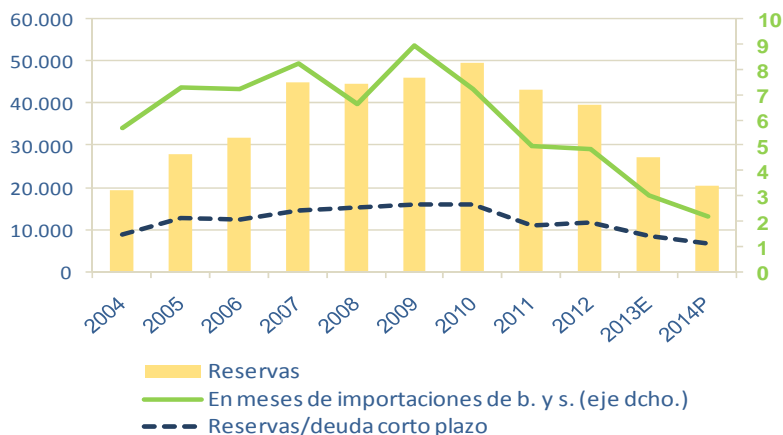
Por su parte, las importaciones, compuestas principalmente de bienes intermedios (32,8% de las totales) y bienes de equipo (22,4%), crecieron un 11,7% a pesar incluso del moderado crecimiento económico el año pasado, hasta un valor estimado de 72.722 mill.\$.

Ello pone de manifiesto que ni la depreciación en el último año ni la moderación en la demanda ha conseguido frenar el lastre para la competitividad de la altísima inflación. De todas formas, se estima que el superávit comercial fue todavía de 10.938 mill.\$, lo que representa un 1,9% del PIB, el nivel más bajo en más de una década.

La balanza de invisibles ha registrado históricamente un resultado negativo por el peso de las partidas de transporte, viajes y regalías. Aunque este déficit se moderó en la pasada década, se ha incrementado de nuevo en los últimos años con fuerza. Así, se estima que el déficit de esta sub balanza fue en 2013 de 17.617 mill.\$, una cifra ya notable. De este modo, el superávit por cuenta corriente que acompañó a Argentina durante su “milagro” económico no solo desapareció ya en 2010, sino que en 2013 se trata ya de un déficit de 6.679 mill.\$, equivalente al 1,2% del PIB. La cifra sigue siendo reducida, pero elimina el principal soporte de la confianza exterior, ya que supone la desaparición de la principal fuente de divisas habida cuenta de las dificultades en la balanza de capitales. Se estima que en 2014 el déficit corriente se mantendrá en niveles similares, siempre que persistan unos precios de las materias primas agrícolas relativamente elevados, como los actuales. En este sentido, si el deterioro de los países emergentes se agrava a lo largo de los próximos años, Argentina puede verse muy afectada en su principal ingreso externo.

La cuenta de capitales, por su parte, sufre todavía los efectos sobre la confianza del default y de un marco de protección jurídica endeble. El país ocupa el puesto 126 dentro del ranking del Doing Business del Banco Mundial de 2014, que evalúa el clima para hacer negocios. Aunque la inversión directa extranjera tampoco ha sido despreciable (en el último lustro ha estado en torno al 1-2% del PIB anual y en 2012 llegó a superar los 10.000 mill.\$), está muy por debajo de los flujos recibidos por el resto de países de la región. Argentina recibió en 2000-2010 únicamente el 6,6% de la inversión directa en la región, notablemente por detrás de Brasil (33%), México (28%), Chile (10,6%) y Colombia (7,1%). Además, buena parte de los flujos que aparecen como entradas se deben en realidad a las reinversiones que las multinacionales deben hacer ante la imposibilidad de repatriar sus beneficios.

Reservas



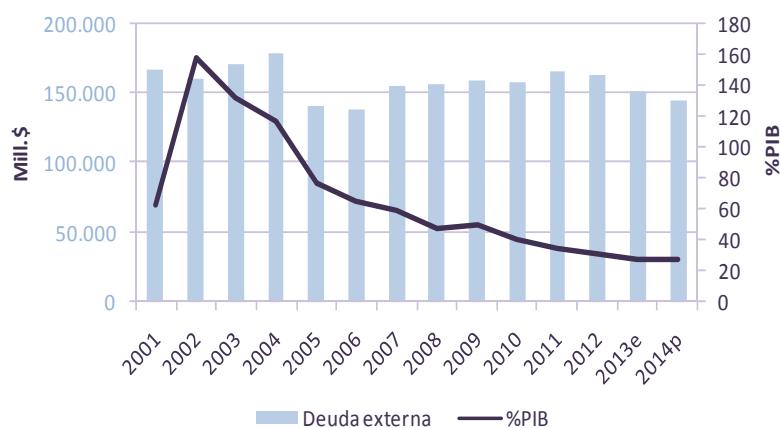
Fuente: IIF

Por otra parte, debido al temor de la población a las devaluaciones y la inflación se produce una permanente evasión de capitales que, a pesar de los crecientes controles, en momentos puntuales ha alcanzado magnitudes preocupantes (6.000-8.000 mill.\$ trimestrales). De este modo, las reservas, que habían crecido de forma espectacular en la última década gracias a los elevados superávits por cuenta corriente, han registrado un fuerte retroceso desde 2010, cuando superaban ampliamente los 50.000 mill.\$ y más de seis meses de importaciones de bienes y servicios. En enero de 2014, poco antes de la devaluación, se estima que habían caído hasta menos de la mitad: 25.217 mill.\$, lo que supone menos de 3 meses de importaciones de bienes y servicios, un nivel, por tanto, por debajo de lo que se considera aceptable. A pesar del relativamente reducido endeudamiento, el monto de reservas es ya sólo moderadamente superior a la deuda externa de corto plazo (el ratio reservas sobre deuda a corto es de 1,3), lo que implica que el nivel de liquidez es deficiente, algo preocupante para un país con unas opciones de financiación tan limitadas.

VOLUMEN Y PESO DE LA DEUDA EXTERNA

Los problemas de financiación no tienen su origen en un excesivo peso de la deuda externa. En valor absoluto sigue teniendo una magnitud notable, muy similar a la que propició su impago en 2002 (156.802 mill.\$). Sin embargo, supone un 27% del PIB y un 149,1% de las exportaciones de bienes y servicios, cifras ambas en un nivel confortable.

Deuda externa



Fuente: IIF

El servicio de la deuda externa tampoco constituye un problema excesivo por sí mismo. En 2013 ascendió a 17.486 mill.\$, lo que representa un 17% de los ingresos externos corrientes, una cifra notablemente por debajo del 20-25% considerado como aceptable y muy lejos del 81% que alcanzó en 2002 y que precipitó el default. De esa cifra, unos 4.950 mill.\$ se pagaron en concepto de intereses, lo que refleja un coste relativamente elevado para el monto de deuda, que se debe a los altos intereses a los que está contraída.

Por acreedores, el grueso de la deuda (70%) lo forma la partida de “otros acreedores privados”, que aunque no es posible especificar con precisión, ya que incluye toda la deuda comercial no bancaria, se compone principalmente de bonos y emisiones del Estado, que aunque emitidos bajo legislación local se transfieren al exterior por medio del sistema financiero. El resto se reparte entre deuda comercial bancaria (12,9%), Instituciones Financieras Internacionales (11,8%) y deuda oficial bilateral, que representa un pequeña parte (6,4%). La deuda a corto plazo era en 2013 de 17.724 mill.\$, lo que supone el 11,7% del total.

LA DEUDA EXTERNA: UN LARGO HISTORIAL DE IMPAGOS

El desplome de las reservas ha acelerado la ansiedad del gobierno por intentar reabrir canales de financiación internacional, algo que choca con sus pésimas relaciones con el FMI, con la batalla legal en EE.UU. con los bonistas del default de 2001 y con la falta de realismo en sus propuestas al Club de Paris. Ninguna de estas iniciativas ha dado frutos hasta el momento y tanto los spreads de deuda como los CDS del país se encuentran entre los más altos del mundo.

Argentina se ha ganado a pulso la desconfianza de los inversores acerca de la voluntad de su clase política de cumplir con las obligaciones exteriores. Ha sufrido tres graves crisis de impagos, prácticamente coincidiendo con el comienzo de las tres últimas décadas (1983-84, 1988-90, 2001-2002) y es el país de renta media-alta que más ha acudido al club de Paris a renegociar su deuda oficial: hasta en ocho ocasiones (1956, 1962, 1965, 1985, 1987, 1989, 1991, 1992). Paralelamente, refinanció la deuda con los acreedores comerciales en el Club de Londres de manera casi anual entre 1983 y 1993. Sin embargo, el default de 2001 supuso un golpe quizás más devastador para su credibilidad que todos los anteriores.

En realidad, hasta este episodio la historia de Argentina tampoco había sido muy diferente a la de otros países latinoamericanos que incurrieron numerosas veces en el impago de la deuda durante los ochenta y principios de los noventa, como Brasil, México o Perú, que ahora gozan del grado de inversión en sus emisiones de deuda. También hay que señalar que en el pasado Argentina renegoció su deuda en términos clásicos, únicamente aplazando los pagos a tipos de interés de mercado y cumpliendo posteriormente con las condiciones estipuladas. En cambio, el último default ha roto drásticamente, tanto en las formas como en el fondo, todos los precedentes de las reglas de financiación internacional. Ya resultó sintomático que el parlamento argentino respondiera con una ovación cerrada el anuncio del default en el discurso de investidura del efímero Presidente Adolfo Rodríguez Saa, en diciembre de 2001.

La renegociación posterior ha ahondado en el perfil de la frágil voluntad de pago del gobierno argentino. La primera oferta (septiembre de 2003), que pretendía una quita del 75% del valor nominal de los viejos títulos, lo que suponía un 92% en términos de valor actual neto, condiciones éstas no muy distintas de las que ofrecen los programas de condonación de deuda oficial con los países pobres, fue rechazada de plano por los acreedores. La oferta definitiva (que solo variaba con respecto a la anterior en la inclusión de los intereses devengados desde el default y en la indexación de los bonos al crecimiento del PIB) supuso una quita de alrededor del 70%. A pesar de los enfrentamientos posteriores con los acreedores, que consideraban que el esfuerzo de Argentina para el pago podía ser mucho mayor, las mejoras a las ofertas iniciales fueron mínimas, y finalmente los acreedores se “conformaron” con la operación (la captación del canje fue del 75%).

En junio de 2010 se llevó a cabo un segundo canje con los tenedores de bonos que no acudieron al primero, unos 22.000 mill.\$.. La oferta, en condiciones muy similares a la primera, fue aceptada por el 97% de los bonistas, posiblemente impulsados por las nuevas necesidades de liquidez en un mercado en crisis con fuertes restricciones crediticias. El gobierno pretendió con ello abrir la posibilidad a nuevas emisiones internacionales. De hecho, junto con el canje iba aparejada una nueva emisión internacional de tan sólo 1.000 mill.\$., que tuvo que ser anulada, sin embargo, por el escaso interés inversor. Los *holdouts* o bonistas que no acudieron al canje han continuado su batalla legal en EE.UU. contra Argentina y han obtenido importantes victorias que podrían obligar a interrumpir el pago de los bonos ya canjeados, lo que provocaría un default legal de la deuda. Argentina está agotando todos los recursos legales de apelación (el 18 de noviembre de 2013 fue denegada su apelación y ya solo le queda un fallo de la Corte Suprema) pero las posibilidades de éxito parecen reducidas. De este modo, incluso los bonistas que sí acudieron al canje y que temen por un nuevo default han comenzado una ronda de negociaciones con ambas partes para ceder parte de sus intereses a los *holdouts* y evitar así el impago de sus bonos.

En cuanto al Club de Paris, donde la deuda argentina es de algo más de 9.500 mill.\$., el gobierno ha pretendido también en diversas ocasiones impulsar las negociaciones para desbloquear el acceso a financiación bilateral. Sin embargo, frecuentemente estos anuncios no se han correspondido con su actitud real. Así, hace unos años Argentina llegó a anunciar que pagaría directamente con cargo a reservas toda la deuda pendiente, para echarse atrás poco después. Durante todo este tiempo las negociaciones han avanzado a trompicones, marcadas por la agenda política del país. Por tanto, a pesar de los avances no se puede descartar que en algún momento las autoridades argentinas se echen atrás.

En los últimos meses, Axel Kicillof, Ministro de Economía desde noviembre de 2013, ha impulsado una nueva propuesta con un mayor carácter de urgencia. Dicha propuesta, presentada el pasado 22 de enero de 2014 y la primera que se realiza por escrito en todo este tiempo, resulta muy inusual por basarse en el uso de las inversiones para el pago de la deuda, y ha sido recibida con gran escepticismo en el Club.

La oferta incorpora varios compromisos por parte de Argentina:

- Pago de la totalidad de la deuda (incluido intereses de demora) sin solicitud de quita alguna.
- Importante pago *up front* a la firma del acuerdo.
- Repago completo en 5 años.
- Devengo de intereses durante el nuevo calendario.
- No compromiso previo de los acreedores de abrir la cobertura de seguro de crédito a la exportación por parte de las Agencias de Crédito a la Exportación (ECAs).

Argentina efectuaría a los 3 meses de firmar el acuerdo un primer pago por un máximo de 2.000 millones de euros. Posteriormente, pagaría anualmente un monto a determinar procedente de los fondos captados por el programa de inversiones. Dichos fondos se destinarían a cancelar deuda de todos los acreedores a pro rata, con independencia del país de origen de la inversión. En caso de ser Argentina incapaz de generar fondos suficientes, se recalcularían los pagos anuales en función de lo efectivamente obtenido. Si Argentina fracasara en el programa, se volvería a la situación inicial, aceptando el devengo de intereses de demora.

La reciente devaluación confirma el progresivo deterioro de la situación económica argentina y el empeño de las autoridades argentinas en mantener sus políticas económicas heterodoxas, lo que no hace sino reiterar el escepticismo sobre este plan de refinanciación en el Club de Paris. Parece complicado que llegue a buen puerto y, en caso de firmarse es posible que terminase por incumplirse.

