

INFORME RIESGO PAÍS

ARGENTINA

Madrid: 28 de febrero de 2012



**A destacar****Continuidad en la política económica heterodoxa e intervencionista.**

La Presidenta Cristina Fernández cuenta con un sólido mandato hasta 2015. A pesar de su control en el legislativo y su alta popularidad, no se pueden descartar problemas políticos y contestación social a medida que los límites del modelo de crecimiento se hacen patentes.

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. También mantiene disputas comerciales con sus principales socios, China y Brasil.

Modelo de crecimiento insostenible. Sobrecalentamiento, riesgo de espiral inflacionaria y devaluaciones.

El fuerte crecimiento económico de los últimos años basado en una fuerte expansión fiscal y monetaria y unas condiciones favorables para la exportación, empieza a mostrar grietas. La consiguiente presión sobre los precios y el tipo de cambio es creciente, lo que obliga 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 medidas de control de cambio, que agravan el riesgo sobre la convertibilidad y transferencia.

Situación fiscal vulnerable.

A pesar de la creación de nuevas figuras impositivas y del fuerte crecimiento, se registran ya pequeños déficits. Deuda pública en niveles manejables.

Solvencia exterior aceptable, aunque restringida por la falta de acceso a financiación. Pendiente negociación del Club de París.

La balanza externa comienza a arrojar números negativos, lo que unido a los recurrentes procesos de fuga de capitales crea ciertas dudas sobre la evolución de las reservas, que de momento están en niveles aceptables.

Población: 40,5 mill.habs.
Rpc: 8.450 \$ (2010)



SITUACIÓN POLÍTICA

EL KIRCHNERISMO SE CONSOLIDA EN EL PODER

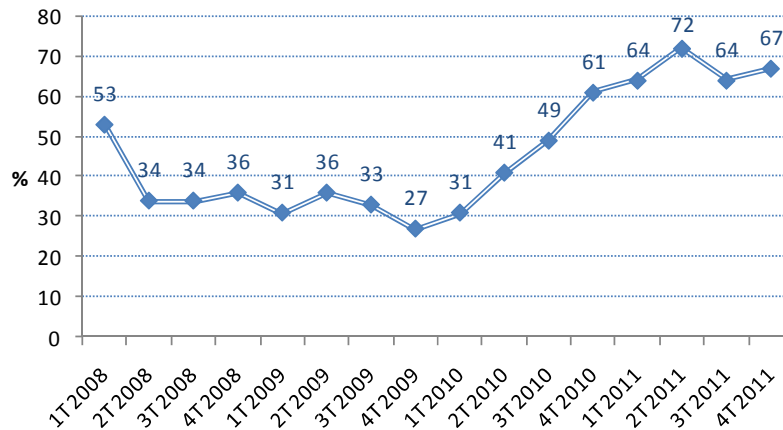
- **Cristina Fernández cuenta con un sólido mandato hasta 2015. Su política económica de corte heterodoxo e intervencionista continuará marcado su Presidencia. Posibles dificultades políticas en la segunda mitad del mandato.**
- **Las presiones inflacionistas pueden despertar graves tensiones sociales 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.**

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 Kirchner hasta las políticas de corte más conservador o incluso liberal, al menos en apariencia, de Carlos Menem. 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 tiene 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.

La actual Presidenta, Cristina Fernández, y su partido, Frente Amplio, son fieles herederos del peronismo de izquierdas que representó su marido⁽¹⁾. A pesar de ser considerada algo más pragmática y de que, en ocasiones, ha dado señales de querer iniciar una senda de reformas, como por ejemplo con la última revisión de los subsidios energéticos o en la actual negociación salarial, ha optado siempre por mantener una política heterodoxa. Así, ha sido fuertemente procíclica en cuanto a la política fiscal y de dura confrontación en cuanto a los grupos opositores y los sectores empresariales afectados por sus medidas. En todo caso, ha mostrado una gran capacidad de reunir apoyos políticos y mantener la base de alianzas tejida por su marido dentro del partido, algo que le ha permitido afianzarse en el poder a pesar de las enormes dificultades políticas a las que se ha enfrentado.

(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.

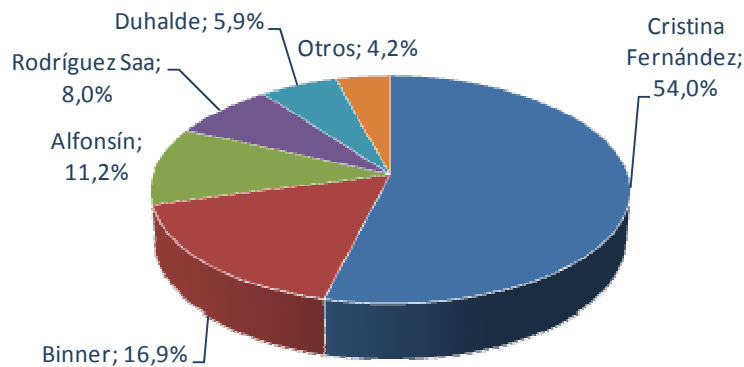
Popularidad de Cristina Fernández



Fuente: Ipsos-Mora y Araujo

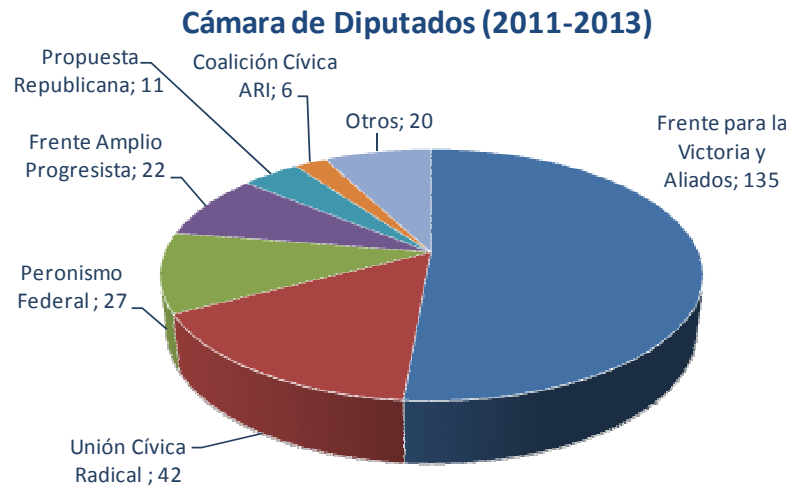
Efectivamente, en 2008-09, en plena crisis internacional, con la economía en recesión, habiendo perdido la mayoría en el legislativo y tras un duro enfrentamiento con el sector agrícola que le valió la "traición" de su entonces Vicepresidente⁽²⁾, Cristina Fernández era una de los líderes peor valorados del continente, con una popularidad que ni siquiera llegaba al 30%. Se descontaba entonces su salida del poder en los siguientes comicios. Sin embargo, poco más de dos años después, el pasado octubre de 2011, obtenía una rotunda victoria en las presidenciales con el 54% de los votos, haciendo innecesaria una segunda vuelta. Asimismo, el Frente Amplio cuenta ahora con una amplia mayoría en las dos cámaras. Este sorprendente vuelco se ha debido, por un lado, a la rápida recuperación de la economía y a la reducción del desempleo desde finales de 2009 y, por otro, a la ola de popularidad de la que indirectamente se favoreció tras la muerte de su esposo en 2010.

Elecciones Presidenciales



(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.





Tras su victoria, la Presidenta apenas ha hecho cambios en el gabinete ministerial, lo que no permite albergar expectativas de cambios serios en cuanto a la dirección de política económica. Al contrario, todo indica que, frente a las previsible dificultades de los próximos años, incidirá en medidas de corte heterodoxo, como los controles de capitales recientemente impuestos o posibles nacionalizaciones con las que ha amenazado al sector energético. En principio, la Presidenta cuenta con un sólido mandato hasta 2015, altos niveles de popularidad y confortables mayorías en ambas cámaras. El Vicepresidente Amado Boudou ha propuesto, incluso, una revisión constitucional para permitirle presentarse a un nuevo mandato.

Sin embargo, esta fortaleza puede resultar engañosa. Tanto el inminente deterioro de la coyuntura económica como los crecientes problemas inflacionarios y las dificultades para continuar con las políticas de gasto expansivas hacen prever que su mandato se enfrentará con graves dificultades. Resulta sintomático su reciente desencuentro con el sindicato mayoritario (CGT), hasta ahora uno de sus principales aliados políticos, por la renegociación de salarios de 2012⁽³⁾. En este sentido, hay que resaltar la fuerte tradición de movilización callejera y huelgas de los sindicatos argentinos. Asimismo, resulta poco probable que la propuesta de reforma constitucional se lleve adelante, dada la necesidad de una mayoría de dos tercios en el legislativo, lo que antes o después propiciará movimientos dentro de su propio partido para colocarse de cara a la próxima candidatura. Así pues, dada la volatilidad de las alianzas políticas en Argentina y la enorme correlación entre el apoyo popular y la evolución económica, no se puede descartar que el actual mandato presidencial termine en graves dificultades políticas ante la imposibilidad de mantener vivo el llamado "milagro económico" argentino. Algo que, por otra parte, podría empujar al gobierno todavía más hacia medidas de corte heterodoxo, particularmente de cara a frenar nuevos incrementos en la fuga de capitales y/o presiones especulativas sobre el peso.

(3) Los sindicatos exigen una revisión salarial del 25%, mientras que el gobierno ha querido limitar el ascenso al 18%, notablemente por debajo de la inflación. El líder del sindicato mayoritario, Hugo Moyano, tradicional aliado de los Kirchner, ha renunciado a sus cargos del partido peronista por sus desavenencias con la Presidenta.

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, en gran parte porque la narrativa interna sobre las causas de aquella crisis hacen muy difícil cualquier tipo de acuerdo de cara a la política interna. Esto, a su vez, ha sido un importante obstáculo en la renegociación en el Club de París de la deuda oficial que continúa impagada (8.600 mill.\$).

El mantenimiento de este impago enturbia la imagen del país y las relaciones con los principales países de la OCDE y la comunidad financiera internacional, especialmente con Washington. Además, aunque EE.UU. sigue siendo el primer inversor por stock, sus empresas mantienen numerosos contenciosos ante el CIADI (Centro Internacional de Arreglo de Disputas sobre Inversión)⁽⁴⁾. Por este motivo Washington estuvo cerca de no renovar la concesión del Sistema General de Preferencias Arancelarias el año pasado. Además, desde la Casa Blanca se ve con recelo la proximidad de Buenos Aires con el eje político liderado por Chávez.

En este sentido, resultan llamativas las recientes declaraciones de Hugo Chávez insinuando su apoyo militar en caso de una nueva guerra entre Argentina y Reino Unido por las Malvinas. Aunque el riesgo de un nuevo conflicto bélico es extremadamente bajo, efectivamente en los últimos meses se han recrudecido las tensiones entre ambos países por la soberanía del archipiélago que Argentina intentó recuperar sin éxito hace ahora 30 años. El origen de las nuevas disputas se encuentra en las recientes concesiones dadas por Gran Bretaña para la exploración de crudo y gas en las aguas de las Malvinas. En esta coyuntura, el envío del Destructor Dantless para actos de conmemoración de la guerra se ha sentido como una provocación en Argentina y ha supuesto que la Presidenta anunciara la presentación de una queja formal al Consejo de Seguridad de las Naciones Unidas por la creciente "militarización del Atlántico Sur". Asimismo, Argentina ha conseguido la acción simbólica de que Mercosur y gran parte de los países latinoamericanos hayan anunciado en solidaridad la prohibición del acceso a sus puertos de buques con bandera de las Malvinas.

Tampoco las relaciones con sus principales socios comerciales, Brasil y China, son especialmente buenas. 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 como licencias de importación (ver cuadro). Precisamente el pasado mes de enero aprobó un requisito de declaración anticipada de importación cuya aprobación puede tener una demora de hasta 90 días. China ya adoptó en su momento represalias, como la prohibición 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. Más preocupante es el cariz que está tomando la situación actual con Brasil, que el pasado diciembre aplicó una nueva tasa del 30% a la producción de vehículos importados, incluyendo los del Mercosur, medida claramente dirigida contra Argentina ya que ésta es, con diferencia, su principal exportación al vecino del norte.

(4) En 10 de los 27 casos abiertos contra Argentina la parte demandante es estadounidense, principalmente por causa de la pesificación forzosa de los activos. Argentina es el país que más causas pendientes tiene ante el CIADI.

Medidas proteccionistas aplicadas (nov2011 GIA)

Type of measure	Number of measures	As percentage of measures
Non tariff barrier (not otherwise specified)	58	48%
Trade defence measure (AD, CVD, safeguard)	36	30%
Bail out / state aid measure	9	7%
Export taxes or restriction	7	6%
Tariff measure	6	5%
Import ban	2	2%
Export subsidy	1	1%
Investment measure	1	1%
Local content requirement	1	1%
Quota (including tariff rate quotas)	1	1%
Technical Barrier to Trade	1	1%
Total	122	100%

EVOLUCIÓN ECONÓMICA

EL AGOTAMIENTO DE UN MODELO DE CRECIMIENTO INSOSTENIBLE

- **Economía de notable tamaño, bien diversificada pero con problemas estructurales y graves distorsiones productivas.**
- **Fuerte crecimiento basado en políticas fiscales y monetarias expansivas y los altos precios de las exportaciones lo que conlleva problemas a medio plazo. Descontrol de la inflación y pérdida de competitividad.**
- **La falta de acceso a financiación internacional implica serias dificultades ante el progresivo deterioro de la balanza externa y fiscal.**

Argentina es un mercado de un tamaño considerable, con un PIB de 442.000 mill.\$ en 2011, 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⁽⁵⁾. 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 de la industria de la automoción ha crecido hasta el 36%. La agricultura también ocupa un puesto notable en la producción, con aproximadamente un 10% del PIB, aunque su relevancia es mucho mayor por su peso en las exportaciones (53% de las totales) y en los ingresos fiscales que reporta.

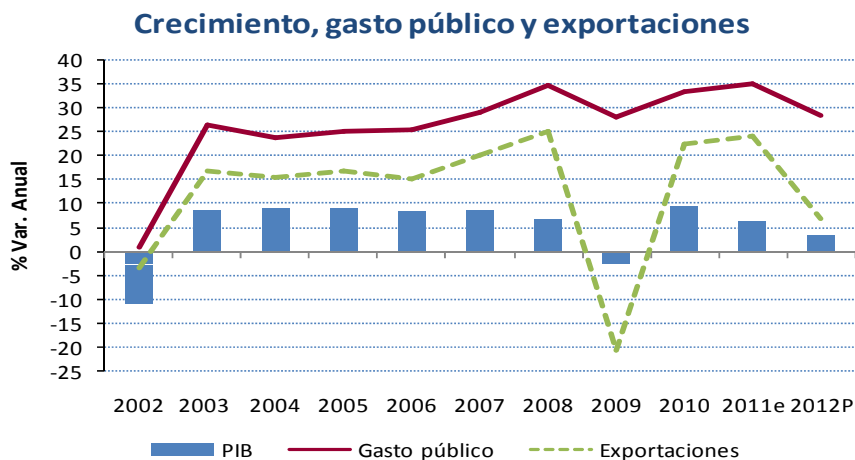
(5) Argentina está clasificado en el puesto 45 en el índice de desarrollo humano que elabora la ONU, solo superado en Sudamérica por Chile, que ocupa el puesto 44.



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

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 2006 y, aunque sigue siendo notable, de cerca de 700.000 b/d de crudo y unos 1,4 bill. de pies cúbicos de gas natural, la cuenta energética tuvo un saldo negativo de unos 3.000 mill.\$ en los diez primeros meses de 2011. Las reservas convencionales, además, han disminuido drásticamente en los últimos años. Es cierto que existen grandes esperanzas puestas en las enormes reservas de *shale gas* o gas pizarra, que se estiman son las terceras más grandes del mundo. No obstante, el sistema de extracción de este recurso (por fraccionamiento de roca) requiere importantes inversiones y plantea algunas dudas medioambientales. El descontento oficial con la evolución de la cuenta energética externa llevó al gobierno recientemente a, por un lado, reducir los subsidios y, por otro, amenazar a la principal compañía, la española Repsol-YPF, propietaria de la mayor parte de las reservas no convencionales, con la nacionalización si no incrementaba sus inversiones, lo que en realidad resulta contraproducente, porque agrava la imagen de frágil seguridad jurídica⁽⁶⁾.

A pesar de todo, Argentina continúa, de momento, viviendo su llamado “milagro económico”. Efectivamente, el PIB ha crecido 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 registra una notable tasa promedio de expansión del 7,1%.

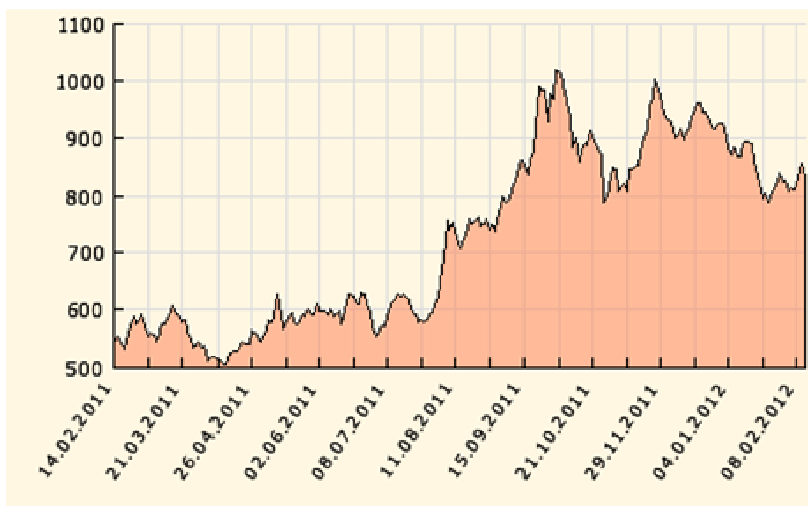


Fuente: IIF

(6) Repsol YPF estima que para desarrollar sus reservas no convencionales de Vaca Muerta, donde se estima que hay el equivalente a 23.000 mill. de barriles, son necesarios 25.000 mill.\$ invertidos en los próximos diez años, algo que está más allá de la capacidad de la empresa o del propio gobierno.

El modelo de recuperación se ha basado 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 en la devaluación del peso y los altos precios de las materias primas, junto con el evidente alivio financiero que supuso el default de deuda, han permitido a Argentina poder expandirse, incluso con elevadas tasas de inversión y consumo interno, sin tener que enfrentarse con la restricción financiera externa que implica la incapacidad de acceso al mercado internacional de capitales a un coste razonable (el spread de la deuda argentina sigue entre los más altos de la región, a 820 pb. el 08/02/12). Además, hay que resaltar que la debacle económica que supuso la crisis de 1999-2002 situó al país en una situación de partida muy baja, con una enorme capacidad ociosa y un alto desempleo. De hecho, a pesar del fuerte crecimiento, hasta 2008 Argentina no había superado la cifra de PIB alcanzada en 1999, casi una década antes.

SPREAD(EMBI)



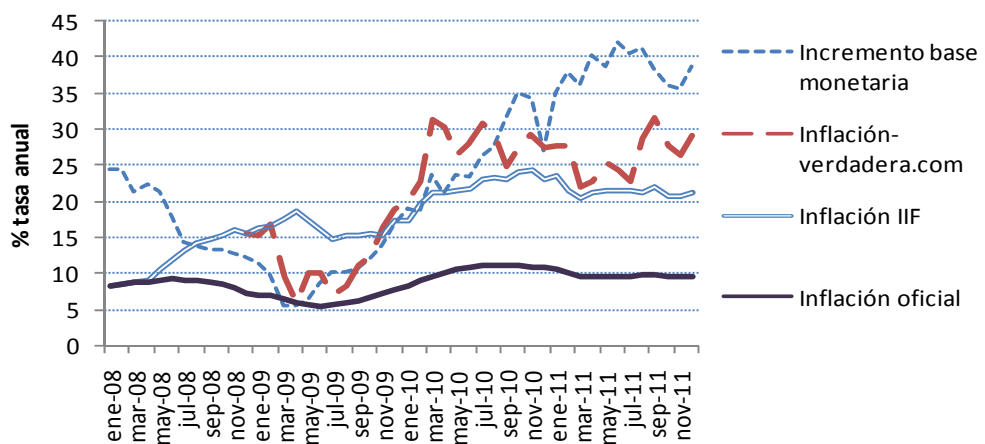
Fuente: JP Morgan

Con todo, este periodo reporta un saldo muy positivo desde el punto de vista de los indicadores de solvencia externa, ya que han permitido mantener 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 el mantenimiento de un peso competitivo, cada vez más 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, con la caída de los precios de las exportaciones y de los ingresos fiscales, 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⁽⁷⁾. 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 una de las tasas más altas de la región (9,5%). En 2011 se produjo una ralentización en sintonía con la desaceleración económica mundial. No obstante, el crecimiento fue todavía de un notable 6,5%, lo que supuso la reducción del desempleo a mínimos históricos (7,2%).

RIESGO DE UNA ESPIRAL INFLACIONISTA Y PÉRDIDA DE COMPETITIVIDAD

El enigma de la inflación argentina

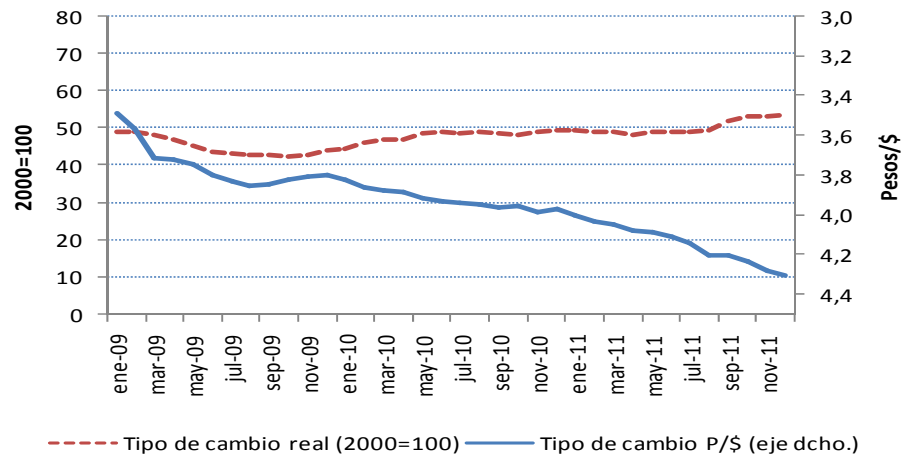


Sin embargo, todo indica que Argentina se acerca rápidamente a los límites de este modelo. El síntoma más evidente es la creciente presión sobre los precios. Si bien tras la devaluación, se mantuvo al principio una relativa moderación gracias a la elevada capacidad ociosa y las altas tasas de paro (15-20%), a partir de 2007 las tensiones son cada vez más evidentes, con lo que la inflación comenzó a situarse en cifras de dos dígitos. Aunque el sobrecalentamiento es fruto de un excesivo crecimiento de la demanda interna, el gobierno ha enfrentado el problema a través de controles administrativos y de la manipulación del índice estadístico con el objetivo de mantenerlo artificialmente por debajo del 10%, lo que ha dado un nuevo golpe a la escasa credibilidad de la política económica e introducido distorsiones productivas a través de un difícil proceso de revisión de precios y salarios⁽⁸⁾. Esta política ha implicado en los últimos años una rápida apreciación en términos reales del tipo de cambio, a pesar incluso de que el Banco Central haya permitido una devaluación respecto del dólar cercana al 20% desde 2009.

- (7) El gobierno justificó la medida como una forma de dotar al sistema de mayor seguridad ante posibles shocks financieros en el sector privado.
- (8) 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.

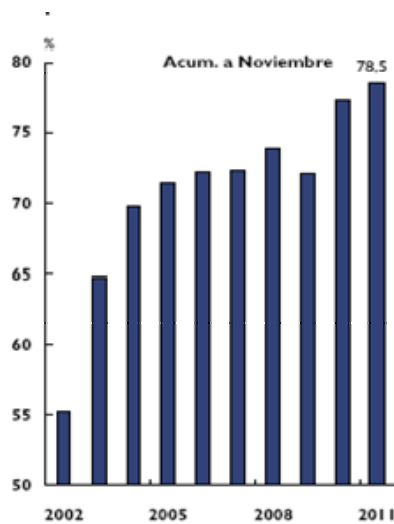


Tipo de cambio nominal vs real



Fuente: IIF

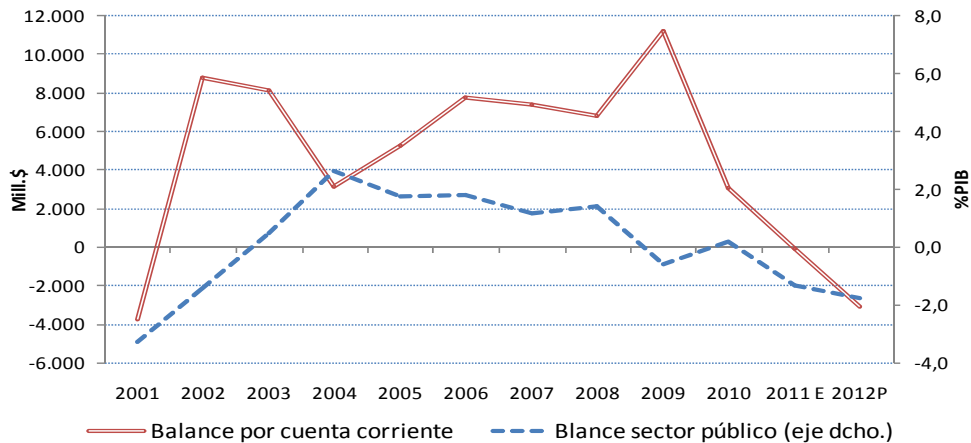
Industria. Utilización de la Capacidad Instalada



Fuente: Banco Central de Argentina

La recesión de 2009 supuso un paréntesis en el problema, ya que la caída de la demanda interna permitió que la inflación se moderara, tanto la real, al 10-15% según distintas estimaciones, como la oficial, hasta casi el 5%. Sin embargo, la recuperación ha vuelto a disparar la inflación. Se estima que 2011 cerró con una inflación en torno al 23% (la cifra oficial es 9,5%). Así pues, el deterioro en términos reales de la competitividad está socavando el primer pilar del modelo de crecimiento, el superávit externo, que, incluso en una coyuntura de precios internacionales favorable como la actual, ha desaparecido (0,0% en 2011). Así, comienza a asomar el fantasma de las crisis de los años ochenta, caracterizadas por continuas devaluaciones y procesos hiperinflacionarios.

¿El fin de los superávits gemelos?



Fuente: IIF



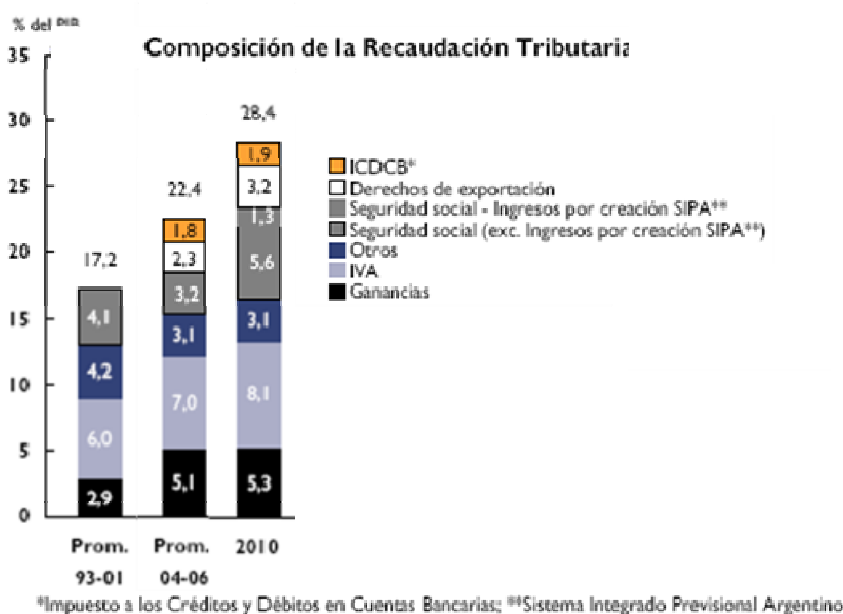
Las perspectivas de crecimiento para 2012-13 no son particularmente favorables debido a la desaceleración económica internacional y más particularmente, en Brasil y China. Se estima que en 2012 el PIB crecerá en torno al 3-4%, cifra relativamente aceptable, aunque no tanto desde el punto de vista de la recaudación fiscal. Sobre todo, resulta preocupante la previsión de que el país registrará por primera vez desde 2002 sendos déficits, tanto externo como fiscal, lo que, dada la restricción financiera a la que está sujeta el país, posiblemente empujará al gobierno a nuevas medidas y controles de tipo heterodoxo, lo que supone un agravamiento notable del riesgo de convertibilidad y transferencia.

POLÍTICA ECONÓMICA

SITUACIÓN FISCAL DETERIORÁNDOSE

- **Política fiscal insosteniblemente expansiva.**
- **Preocupante estrechamiento de los superávits primarios debido al continuo incremento del gasto y a pesar del alto crecimiento y la creación de nuevas figuras tributarias.**
- **Endeudamiento público y desequilibrios presupuestarios aceptables. Vulnerabilidad por la falta de acceso a financiación.**

La principal característica que define la política económica bajo la era Kichner es una explosión del gasto fiscal. Se han registrado incrementos anuales del gasto 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 al 30% en 2011. Además, la mayor parte del incremento en el gasto ha sido destinado a las partidas de gasto corriente con lo que no se ha aprovechado la coyuntura para impulsar una mejora productiva. Esta exuberancia fiscal, sin embargo, no ha conllevado grandes desequilibrios fiscales. Al contrario, Argentina ha registrado hasta hace bien poco superávits fiscales gracias al fuerte crecimiento económico, los efectos impositivos de la alta inflación y, sobre todo, gracias a la creación de nuevos impuestos y la nacionalización del sistema de pensiones.

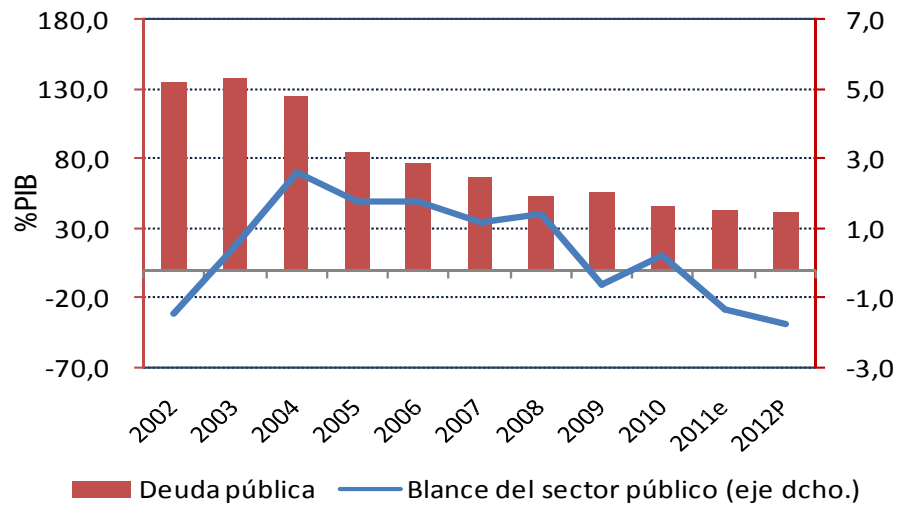


Fuente: Banco Central de la República de Argentina

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 del 20% 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. Así, los ingresos fiscales han podido crecer en paralelo al gasto, permitiendo mantener elevados saldos primarios superavitarios durante la última década. De este modo la deuda pública se ha reducido desde los niveles desorbitados de 2002 hasta un aceptable 45% del PIB.

Sin embargo, la evolución más reciente es preocupante. Mientras que los gastos siguen creciendo a un ritmo vertiginoso (+33% el gasto corriente en 2011), la desaceleración del crecimiento está frenando la recaudación. Como consecuencia, el año pasado el superávit primario se redujo a 1.100 mill.\$ y se registró un déficit fiscal de 6.700 mill.\$, que supone aproximadamente un 1,3% del PIB. El coste prohibitivo de una eventual emisión soberana en el mercado internacional (el rating de Argentina está a solo cuatro escalones por encima del nivel de default) implica que este desequilibrio tuvo que ser financiado a través emisiones en el mercado local (principalmente con bonos indexados al PIB) y en buena parte también con cargo a reservas del Banco Central (la amortización de deuda a cargo de reservas ascendió a 9.600 mill.\$ en 2011). 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. En 2012 se estima que el déficit público podría ampliarse al 1,8% del PIB. Aunque la cifra no resulta excesiva, los riesgos a la baja son significativos, especialmente por el impacto que pueda tener la actual sequía en la producción agrícola y por tanto en los ingresos fiscales por exportaciones.

DEÉFICIT Y DEUDA PÚBLICA



Fuente: IIF

La preocupación por la evolución fiscal ha llevado al gobierno a revisar la política de subsidios que actualmente supone un gasto cercano al 4% del PIB. El gobierno ha revisado en los últimos meses hasta en dos ocasiones el sistema de subsidios energéticos, tanto para uso industrial como en los hogares. No obstante, el ahorro asciende por el momento a 1.100 mill.\$ según el presupuesto de 2012, tan sólo el 6% del gasto previsto en subsidios. Es muy posible que el ejecutivo se vea obligado a revisar también otras partidas, comenzando con la del subsidio a los transportes, lo que en el marco de un empeoramiento de la relación con los sindicatos puede tener un alto coste político.

	Moody's	S&P	Fitch
Egipto	B2	B	BB-
Venezuela	B2	B+	B+
Ucrania	B2	B+	B
ARGENTINA	B3	B	B
Ecuador	Caa2	B-	B-

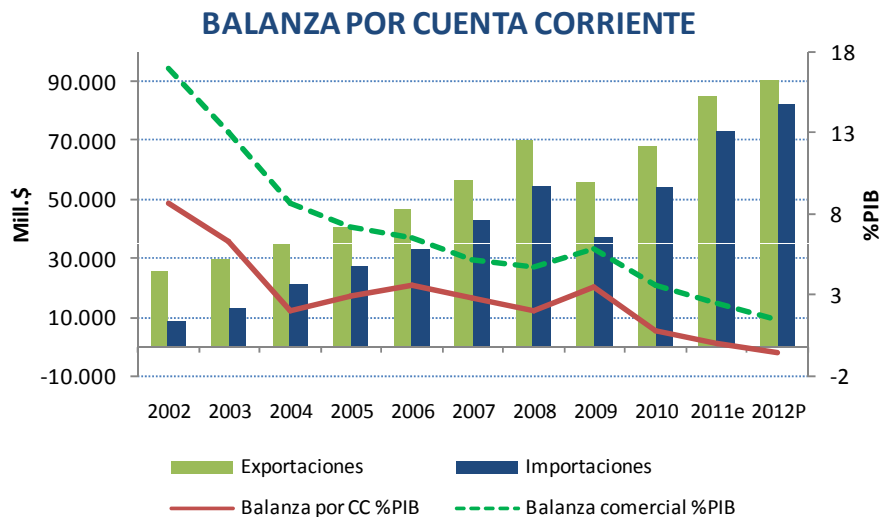


SECTOR EXTERIOR

EL SALDO EXTERIOR SE VUELVE NEGATIVO

- **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. Aceptable pero decreciente nivel de reservas. El gobierno ha respondido estrechando los controles cambiarios, lo que puede obstaculizar seriamente la operativa de pago de las importaciones por retrasos al acceso de divisas.**
- **Bajo nivel de endeudamiento externo.**
- **Pésimo comportamiento deudor.**

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 siguen siendo las de mayor peso (53%), también las ventas de productos industriales, especialmente las de la industria del transporte, han crecido rápidamente 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 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 5.000 mill.\$ a ser por primera vez en décadas importador neto (principalmente de gasolina y derivados) por una cifra estimada de 3.500 mill.\$ el año pasado.



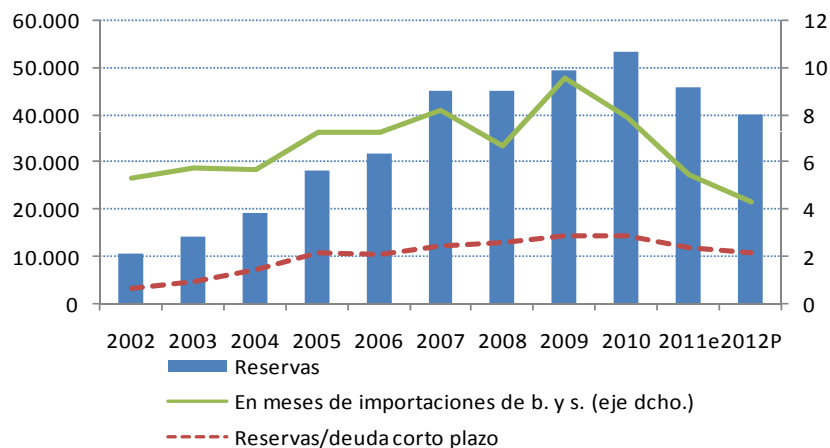
Fuente: IIF

Las exportaciones crecieron en 2011 un 24% hasta alcanzar la cifra record de 84.486 mill.\$. Sin embargo, las importaciones, que se componen principalmente de bienes intermedios (32,8% de las totales) y bienes de equipo (22,4%), crecieron un espectacular 35% hasta un valor estimado de 72.722 mill.\$. Una vez más se pone de manifiesto el excesivo crecimiento de la demanda interna y la erosión de la ventaja originada por la devaluación de 2002. Aun así, todavía se estima que el superávit comercial fue de 11.764 mill.\$, lo que representa un 2,4% del PIB.

La balanza de invisibles ha registrado históricamente un resultado negativo por el peso de las compras en transporte, viajes y regalías. Aunque este déficit se ha moderado drásticamente en las pasada década, se ha incrementado notablemente el pago por intereses y rentas (8.200 mill.\$ en 2011), en gran parte por los dividendos repatriados. Así, se estima que el déficit de la balanza fue de 11.843 mill.\$. De este modo, el superávit por cuenta corriente habría desaparecido (-79 mill.\$). En 2012 se espera que continúe esta tendencia y se registre un déficit, todavía pequeño, de entre el 0,5-1% del PIB.

En cuanto a la balanza de capitales, Argentina sufre todavía los efectos sobre la confianza del default y un marco de protección jurídica endeble. El país ocupa el puesto 113 dentro del ranking del Doing Business del Banco Mundial, que evalúa el clima para hacer negocios. Aunque la inversión directa extranjera en el país tampoco ha sido despreciable (en el último lustro ha promediado 5.400 mill.\$ anuales, 1-2% del PIB), está muy por debajo de los flujos recibidos por el resto de países de la región. Así, Argentina ha recibido únicamente en 2000-2010 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, debido al temor de la población a las devaluaciones y la inflación se produce un permanente efecto de evasión de capitales, que en momentos puntuales como la crisis de 2009 o más recientemente en los meses previos a las elecciones, ha alcanzado magnitudes muy 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 superávit por cuenta corriente, han registrado recientemente un significativo retroceso (5.800 mill.\$ en 2011). A enero de 2011 alcanzaban los 43.095 mill.\$, lo que supone aproximadamente 5 meses de importaciones de bienes y servicios, todavía un nivel aceptable, que cubre holgadamente la deuda externa de corto plazo. Sin embargo, con la balanza externa en terreno negativo y la necesidad del gobierno de recurrir a las reservas para financiarse, el riesgo de que las reservas caigan de forma abrupta en los próximos años es elevado.

RESERVAS



Fuente: IIF

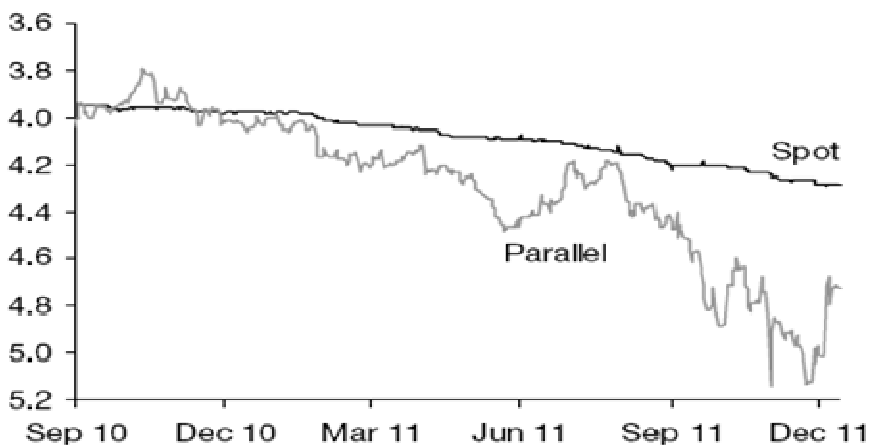
CONTROLES CAMBIARIOS

Debido a los problemas en el terreno fiscal y en la balanza externa y a la consiguiente presión sobre el tipo de cambio y las reservas, el gobierno ha optado por incrementar los controles sobre el mercado de divisas a lo largo de la segunda mitad de 2011. El objetivo es doble: frenar la fuga de capitales y desanimar el crecimiento de las importaciones. No está claro que las medidas hayan tenido mucho éxito y, de hecho, tuvieron un efecto inicial contraproducente ya que ante la incertidumbre que han creado sobre la posibilidad de acceder a divisas aceleraron en los últimos meses del año pasado la salida de capitales.

Entre las nuevas medidas (ver cuadro más abajo) destaca que la agencia tributaria argentina (AFIP) tiene ahora potestad de denegar cualquier solicitud, lo que da al sistema un alto grado de arbitrariedad. Además, ante la creación de estos controles cambiarios ha surgido un mercado de cambio paralelo con todas las distorsiones y espacio para la aparición de corrupción que ello implica. El dólar paralelo cotiza actualmente en torno a los 5p/\$, lo que supone un sobre coste del 10-15% sobre el cambio oficial.

Spot and Parallel Exchange Rates

pesos per \$



Fuente: IIF

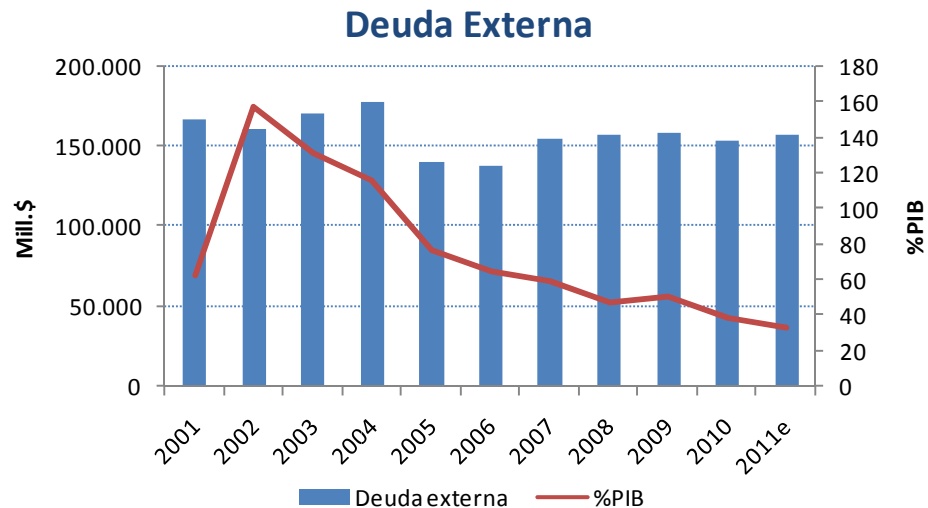
Las autoridades, además, pretenden mantener solo una depreciación “moderada” del peso en torno al 10-15% anual, para evitar un descontrol del proceso inflacionario. Sin embargo, con la tasa de inflación todavía por encima del 20%, la pérdida de competitividad se va a profundizar y la presión sobre el tipo de cambio solo puede incrementarse. A medida que el nivel de reservas caiga, la posibilidad de recurrir a las mismas para intervenir en el mercado de divisas se hace cada vez más complicada. Por tanto, cabe esperar que ante nuevas dificultades se estrechen todavía más los controles, sin descartar la posibilidad de restricciones en otros ámbitos, como el sector financiero.

RECIENTES MEDIDAS SOBRE EL MERCADO DE DIVISAS

- Se retira la exención a las compañías mineras y de hidrocarburos sobre la obligación de repatriar su ingresos en moneda extranjera (aprox. 4.000 mill.\$ anuales) a pesos en el mercado local. Las compañías de seguros deben repatriar sus ingresos por inversiones en el extranjero (2.000 mill.\$).
- Los no residentes deben cambiar a pesos las cantidades utilizadas para la adquisición y capitalización de compañías locales.
- La agencia tributaria argentina (AFIP) revisará cualquier compra de divisas, auditará y determinará que individuos tienen declarada suficiente renta como para adquirir las divisas solicitadas. Una nueva unidad dentro de la AFIP se dedicará a la investigación de fraude de los controles de capitales y a lucha contra el lavado de dinero.
- Incremento de las inspecciones de las casas de cambio y entidades de crédito para comprobar que cumplen con las regulaciones.
- Incremento de los requerimientos informativos en las solicitudes al Banco central que superen los 250.000 \$.

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 (156.699 mill.\$). Sin embargo, supone un 32,7% del PIB y un 154,7% de las exportaciones de bienes y servicios, cifras ambas en un nivel confortable.



Fuente: IIF

El servicio de la deuda externa tampoco supone un problema. En 2011 ascendió a 11.171 mill.\$, lo que representa un 11% 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 este monto, unos 5.711 mill.\$ se pagaron en 2011 en concepto de intereses, lo que refleja un coste relativamente elevado para el monto de deuda, lo 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 componen 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 (11,2%), Instituciones Financieras Internacionales (12,2%) y deuda oficial bilateral, que representa una pequeña parte (5,8%). La deuda a corto plazo era en 2011 de 19.360 mill.\$, lo que supone el 12,3% del total.

LA DEUDA EXTERNA: UN LARGO HISTORIAL DE IMPAGOS

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 París 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.

Así, 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 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. Sin embargo, junto con el canje iba aparejada una nueva emisión internacional de tan sólo 1.000 mill.\$., que tuvo que ser anulada por el escaso interés inversor.

