

ARGENTINA

Situación y Perspectiva

Madrid: 28 de enero de 2014

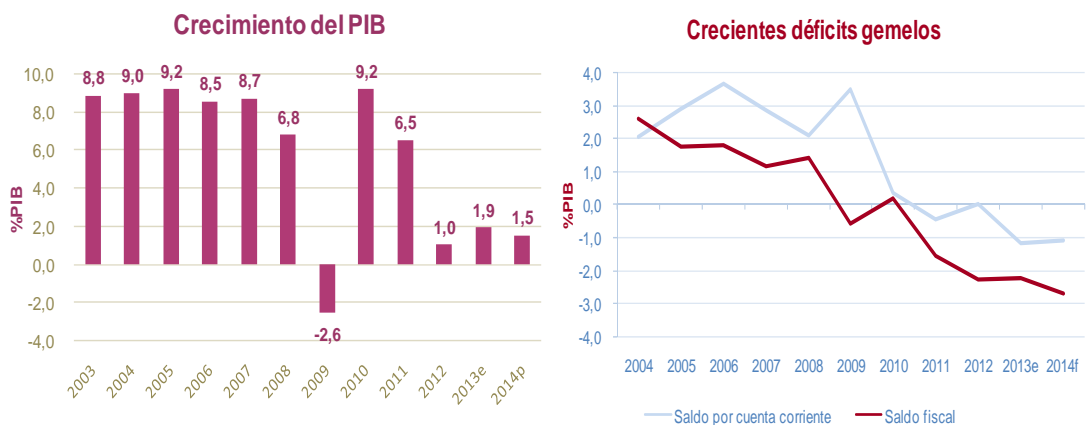


EVOLUCIÓN ECONÓMICA RECIENTE

El modelo de crecimiento argentino basado en políticas fiscales y monetarias expansivas hace ya dos años que se ha topado con sus limitaciones, a medida que las balanzas fiscal y externa se deterioran y sigue sin acceso a financiación internacional. Buscando soluciones de corto plazo el gobierno ha agravado sus tendencias de política económica heterodoxa: intervencionismo, controles de capital, proteccionismo, expropiaciones. Al mismo tiempo, busca complejas fórmulas para tener acceso a financiación e inversión internacional, algo que choca con sus pésimas relaciones con las Instituciones Financieras Internacionales (IFIs), con los problemas legales derivados de los *hold outs* y con la pésima seguridad jurídica. Todo indica que el progresivo deterioro de las reservas, el ascenso de la inflación y la caída del crecimiento terminarán antes o después provocando serios problemas de pago al exterior, descontrol monetario y/o una crisis política. La reciente devaluación es sintomática y se trata del último intento del gobierno por ganar tiempo. Las elecciones de 2015, si no antes, marcarán seguramente el fin del trayecto de este gobierno.

EL MODELO ECONÓMICO SE ENFRENTA A SUS PROPIOS LÍMITES

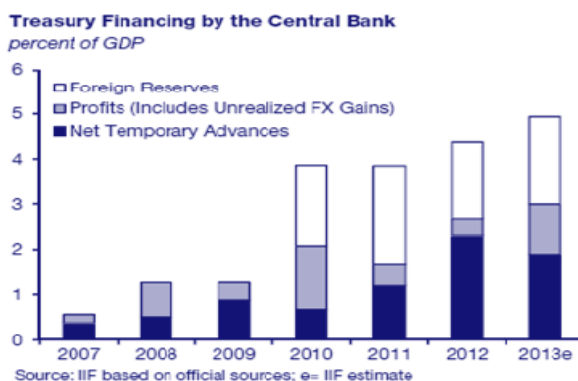
Durante casi una década, y con el paréntesis de 2009, la economía argentina creció rápidamente, con posterioridad al default de deuda soberana y el abandono de la paridad con el dólar en 2001. Para todo el periodo 2003-2011 la tasa promedio de expansión del PIB fue del 7,1%. Durante este periodo el eje del crecimiento provino tanto de la expansión de las exportaciones como de un fuerte crecimiento de la demanda interna, impulsada por una política económica caracterizada por continuos incrementos del gasto público y una política monetaria muy expansiva. Sin embargo, a partir de 2011 se han ido agotado los distintos factores que confluyeron para permitir durante tanto tiempo que este modelo no se enfrentase con problemas inflacionarios o a la falta de acceso a financiación externa.



Fuente: Institute of International Finance

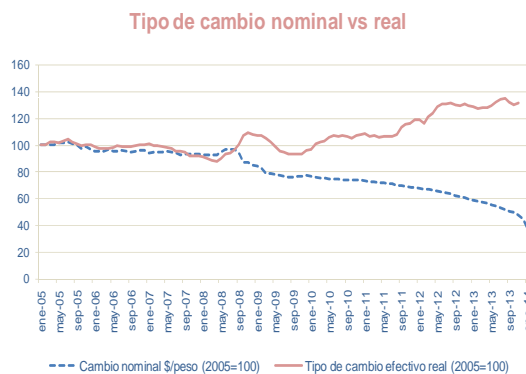
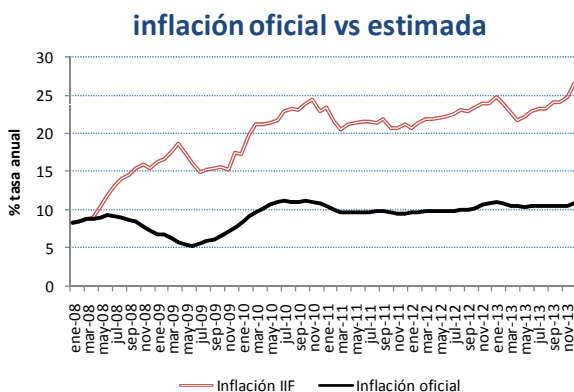
EL PROBLEMA DE FONDO: EL GASTO PÚBLICO Y SU FINANCIACIÓN

La principal característica que ha marcado la política económica en la última década ha sido el continuo incremento del gasto público, con tasas anuales cercanas incluso al 40%. Al principio, el fuerte crecimiento económico y su impacto sobre la recaudación permitieron mantener esta política. Luego fueron las nuevas tasas impositivas a las exportaciones, o la nacionalización del sistema de pensiones en 2009. Sin embargo, a partir de 2010 el gobierno comienza a incurrir en déficits que se ve obligado a financiar a través del Banco Central, tanto a través de la expansión de la base monetaria (28% en 2013) como con el uso de las reservas exteriores.



EL DESCONTROL DE LA INFLACIÓN

El impacto más notable de las distorsiones productivas y la política económica se refleja en la elevada y creciente inflación. Aunque es evidente que ésta se debe a 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 ha asestado un nuevo golpe a la escasa credibilidad de la política económica y podría provocar la expulsión de Argentina del FMI (en febrero Argentina presentará un nuevo índice de precios con el objetivo de evitar su expulsión). 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, algo que no hace sino incrementar las presiones sobre el tipo de cambio y las reservas.



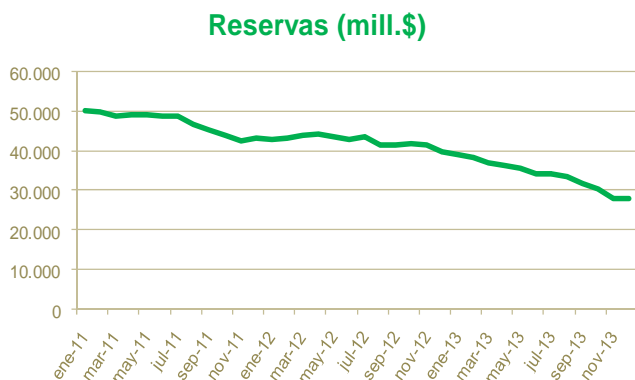
Fuente: Banco Central e IIF

LA BALANZA EXTERIOR YA NO FINANCIA EL GASTO

El incremento de las importaciones y el amplio déficit de la balanza de servicios ya no es cubierto por el auge de los precios de las materias primas agrícolas (53% de las exportaciones), afectadas por la desaceleración de los países emergentes, a pesar incluso de que el precio de la soja, principal exportación, se ha mantenido relativamente fuerte. Además, la apreciación en términos reales del peso debido a la inflación, junto con las trabas administrativas y los crecientes aranceles al exterior han dañado la capacidad exportadora. Es cierto que el déficit externo no es muy voluminoso (en 2013 el déficit por cuenta corriente se estima en un moderado 1,2% del PIB, cifra similar a la que se espera para 2014). Sin embargo, ésta era su principal fuente de divisas, ya que la balanza de capitales, aunque registra importantes flujos de IDE al ser obligatorio que las multinacionales reinviertan sus beneficios, está marcada por el cierre de los mercados financieros internacionales y una continua fuga de capitales alimentada por la desconfianza en el peso. En este contexto, el gobierno recurre a controles de capitales para detener la pérdida de reservas, dañando todavía más la confianza exterior.

EL AGOTAMIENTO DE LAS RESERVAS

La utilización de reservas tanto para frenar la caída del peso como para financiar el gasto público ha provocado una drástica pérdida de reservas, que han pasado de unos 50.000 mill. en 2011 a 28.147 mill. a diciembre de 2013, lo que apenas representa algo más de 3 meses de importaciones de bienes y servicios (considerado generalmente como el nivel mínimo aceptable de reservas). De este modo, ha ido creciendo la preocupación del gobierno y se han multiplicado en el último año y medio las iniciativas para controlar la pérdida de reservas que, a largo plazo se demuestran ineficaces. Se trata sobre todo de numerosas medidas contra la salida de capitales y el uso de dólares, lo que ha provocado la aparición de un mercado paralelo del dólar o peso blue⁽¹⁾. Por otra parte, otras iniciativas, como por ejemplo la expropiación forzosa de Repsol, pueden considerarse parte de estas actuaciones heterodoxas, ya que Argentina ve con preocupación cómo crece su déficit energético (se estima que podría estar ya en torno a 10.000 mill.\$ al año) a pesar de contar con enormes reservas de crudo no convencionales en Vaca Muerta. Este tipo de reservas requieren fuertes inversiones para poder explotarse. En concreto, se calcula que en Vaca Muerta se requieren 25.000 mill.\$ invertidos a lo largo de 10 años. Argentina no tiene en estos momentos capacidad financiera y técnica para realizarlas, por lo que necesita a las compañías extranjeras, poco dispuestas por la falta de seguridad jurídica y el contencioso con Repsol.



Fuente: IIF

(1) Este lunes 27 de enero entra en vigor un ligero alivio a las duras e impopulares restricciones sobre el mercado de divisas: se vuelve a permitir la adquisición de divisas extranjeras 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. La medida da a entender que el gobierno considera suficiente para frenar la pérdida de divisas la devaluación llevada a cabo.

LA DEVALUACIÓN

Aunque los controles de capitales han permitido contener por un tiempo la presión sobre las reservas y el tipo de cambio, no son del todo efectivos. En realidad, han ido acumulando una fuerte presión sobre el mismo, ya que han contribuido a la desconfianza sobre el peso, disparando la depreciación del mismo en la calle, así como la fuga de divisas, con todas las distorsiones que ello conlleva. El

gobierno finalmente ha decidido dejar de emplear las reservas en la última semana y permitir una devaluación del peso del 25%, con lo que la moneda argentina ha pasado del entorno de los 6 p/\$ a más de 8 p/\$ en menos de un mes (desde 2009 Argentina venía funcionando con una flotación sucia en la que se permitía una depreciación progresiva del peso). Con ello alivia las presiones sobre las reservas y da cierto tiempo al Tesoro, aunque no termina de cerrar la brecha con el dólar paralelo o peso blue (en torno a los 12 p/\$) y provocará una mayor presión sobre el proceso inflacionario, lo que antes o después obligará a una nueva devaluación.



Fuente: IIF

PERSPECTIVAS POLÍTICAS: ¿EL FIN DEL KICHNERISMO?

Aunque el partido de la Presidente Cristina Fernández (Frente para la Victoria), cuya popularidad antes de la devaluación ya estaba en mínimos, obtuvo la victoria en las elecciones legislativas de octubre de 2013, el resultado supuso un revés y las posibilidades de que se revise la Constitución para que se presente en las Presidenciales de 2015 son prácticamente nulas. No se puede descartar incluso un adelantamiento electoral si el gobierno no consigue frenar el actual desgaste político. Hasta entonces, parece dudoso que el actual ejecutivo pueda dar un cambio de rumbo hacia otro tipo de políticas, más bien al contrario, acelerará las medidas de corte heterodoxo para continuar ganando tiempo.

De todas formas, las próximas presidenciales estarán muy abiertas y, dado el deterioro de la economía bajo las actuales políticas, es previsible que de las mismas salga una opción algo más ortodoxa (algunos candidatos ya se han pronunciado en este sentido). El primer y más complicado reto del nuevo gobierno será frenar el creciente descontrol monetario y cambiario. Como aspecto positivo, dado que ni el endeudamiento externo ni los desequilibrios por cuenta corriente o fiscal son excesivamente amplios, si el nuevo gobierno es capaz de obtener la confianza externa mediante un programa en colaboración con las IFIs, algo siempre políticamente difícil en Argentina, el necesario programa de ajuste no tendría por qué tener tintes dramáticos.

EXPERIENCIA DE PAGOS Y DEUDA CON EL CLUB DE PARÍS

Esta situación ha acelerado la ansiedad del gobierno por intentar reabrir canales de financiación internacional, algo que choca con sus pésimas relaciones con el FMI, la batalla legal en EE.UU. con los bonistas del default de 2001 y la falta de realismo de sus propuestas al Club de Paris. Los spreads que debería pagar el país en una emisión internacional están en torno a los 1.000 pb. En 2010 intentó una emisión de 1.000 mill.\$, pero no se ejecutó por el elevado coste.

Las relaciones con el FMI están prácticamente rotas desde 2006. Argentina está incluso amenazada de expulsión por la manipulación del índice de inflación. En los últimos meses han llevado a cabo negociaciones y parece que Argentina presentará un nuevo índice en febrero que podría convencer al Fondo, que tampoco está interesado en una expulsión formal del país. En cualquier caso, la falta de relaciones con el FMI es un importante obstáculo en la renegociación en el Club de Paris de la deuda oficial que continúa impagada.

En cuanto a los acreedores privados, el segundo canje de deuda de los bonos en default (2010) se llevó a cabo en condiciones tan onerosas como el primero y no ha abierto las puertas del mercado internacional de capitales. De hecho, los *holdouts* o bonistas que no acudieron al canje (1.300 mill.\$) han obtenido importantes victorias judiciales en EE.UU. y podrían provocar 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 desbloquear así el enfrentamiento.

En cuanto al Club de Paris, donde la deuda argentina alcanza cerca de 10.000 mill.\$, el gobierno ha pretendido en diversas ocasiones impulsar las negociaciones para desbloquear el acceso a financiación bilateral. Sin embargo, frecuentemente estos anuncios no se corresponden con la actitud real del gobierno. 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, marcados por la agenda política del país. En los últimos meses, Axel Kicillof, Ministro de Economía desde noviembre de 2013, ha impulsado una nueva propuesta con un mayor carácter de urgencia. La propuesta, presentada el 22 de enero en París, resulta muy inusual por basarse en el uso de las inversiones para el pago de la deuda (Argentina ha alardeado de que la inversión directa extranjera anual es equivalente a la deuda total del Club de Paris, lo que parece confundir el total de flujos privados para la compra de activos con las deudas del Estado argentino), por lo que la propuesta 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 de las Agencias de Crédito a la Exportación (ECAs).

Argentina pagaría 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.

