

ARGENTINA

Situación y Perspectiva

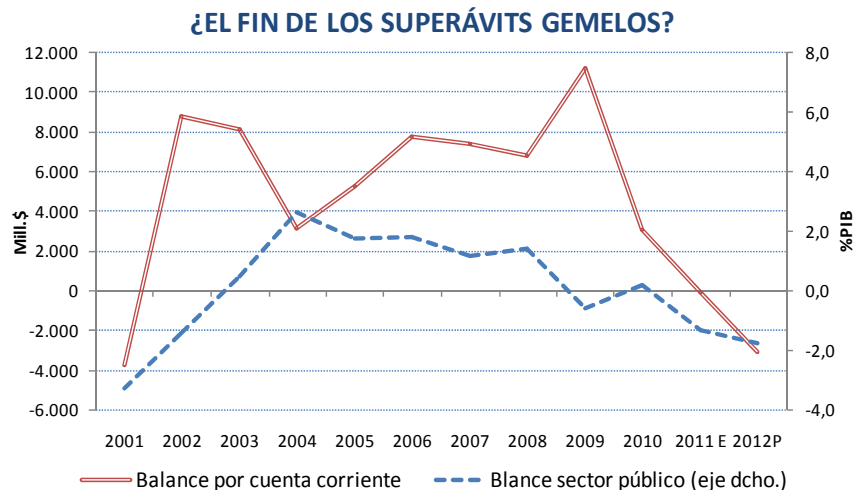
Madrid: 17 de abril de 2012



EVOLUCIÓN ECONÓMICA RECIENTE

El modelo de crecimiento argentino está llegando a sus límites a medida que las balanzas fiscal y externa se deterioran, lo que está agravando las tendencias intervencionistas y proteccionistas del ejecutivo en una difícil huida hacia adelante:

Argentina ha crecido a un fuerte ritmo desde que se produjera el default de deuda soberana y el abandono de la paridad con el dólar en 2002. Para todo el periodo 2003-2011 la tasa promedio de expansión del PIB ha sido del 7,1%. 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, 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. Sin embargo, la mejora de la solvencia se ha fundamentado en un modelo de crecimiento insostenible, 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 que han introducido distorsiones productivas e incluso desincentivado la producción de cara al exterior.



Los dos motores del crecimiento, las exportaciones y el gasto fiscal, están perdiendo fuelle. El primero por la pérdida de competitividad del peso, a pesar de haberse depreciado nominalmente casi un 20% desde 2009, debido al impacto de la inflación, situada en tasas de más del 20% anual continúa deteriorando el saldo exterior. El segundo, debido a que el gobierno tiene cada vez más problemas para financiar la expansión del gasto por la ralentización del crecimiento del sector exterior. El país se enfrenta con la creciente posibilidad de volver a vivir una crisis de balanza de pagos al estilo de los años ochenta marcada por un descontrol de la inflación y devaluaciones.

Todo ello ha empujado al gobierno a ahondar en medidas de corte heterodoxo para intentar mantener vivo el modelo de crecimiento el mayor tiempo posible y frenar el deterioro financiero. Ya en 2009 bajo la crisis internacional recurrió a la nacionalización del fondo de pensiones. Recientemente, se ha embarcado en diversas líneas de acción: medidas proteccionistas como fuertes restricciones a las importaciones que han provocado un duro enfrentamiento con prácticamente todos sus socios comerciales, cambios en los estatutos del Banco Central para incrementar las posibilidades de financiar el gasto público a costa de las menguantes reservas internacionales, y controles del mercado de divisas y de salida de capitales para frenar la presión sobre el peso y las reservas. Amén de otras medidas que llevan tiempo en práctica como la creación de nuevos impuestos sobre la exportación y sobre transacciones financieras o la distorsión de las estadísticas de la inflación. También en este marco de crecientes dificultades se encuadra la reciente ofensiva sobre la petrolera española Repsol-YPF.

EL SECTOR DE LOS HIDROCARBUROS: YPF

En 2011 Argentina sufrió, por primera vez en décadas, un déficit energético, lo que llevó a la balanza exterior a registrar un pequeño déficit, el primero desde la devaluación de 2002, síntoma evidente de los problemas estructurales de su economía.

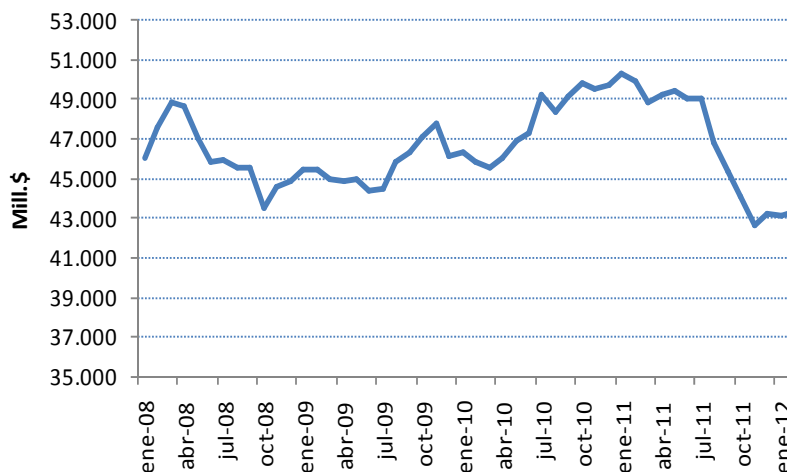
La raíz del problema está en que, a pesar de contar con unas notables reservas, el marco legal, que ofrece una reducida seguridad jurídica, la estructura tarifaria rígida, que no refleja los costes, y las fuertes subvenciones a distintos sectores han desalentado la inversión e incentivado un consumo excesivo. En concreto, la producción ha caído progresivamente desde 2006, aunque sigue siendo notable, de cerca de 700.000 b/d de crudo y unos 1,4 bill. de pies cúbicos de gas natural. Además, las reservas convencionales se han reducido de forma abrupta en los últimos años. Es cierto que existen enormes reservas de *shale gas* o gas pizarra, que se estiman son las terceras mayores del mundo y sobre las que existen grandes expectativas. No obstante, el sistema de extracción de este recurso (principalmente por fraccionamiento de roca) requiere importantes inversiones y plantea algunas dudas medioambientales. Repsol YPF estima que, para desarrollar las reservas no convencionales de Vaca Muerta, donde se estima que hay el equivalente a 23.000 mill. de barriles, se necesita invertir 25.000 mill.\$ en los próximos diez años, algo que está más allá de la capacidad de la empresa o del propio gobierno.

Teniendo en cuenta la escasa capacidad financiera del ejecutivo, cabía pensar que las amenazas de expropiación eran más bien una estrategia para obligar a la compañía a realizar inversiones que frenasen la caída de la producción. Sin embargo, haciendo honor al historial argentino, el gobierno ha recurrido finalmente a una expropiación forzosa. La falta de capacidad para compensarla adecuadamente hará de la expropiación, seguramente, una acción muy lesiva tanto para los intereses de la multinacional como para la imagen de Argentina, en un momento en el que necesita rehabilitarse en los mercados para tener acceso a financiación. En casos parecidos, por ejemplo la Venezuela de Hugo Chávez, se ha tratado de rebajar el precio de la compensación valorando las inversiones a precio de adquisición, algo que en este caso saldría muy costoso a Argentina, ya que la privatización se llevó a cabo en 1999 con una valoración de 15.000 mill.\$ por el paquete del 24,7% que entonces estaba en manos del Estado (YPF se cotizaba ayer en menos de 8.000 mill.\$).

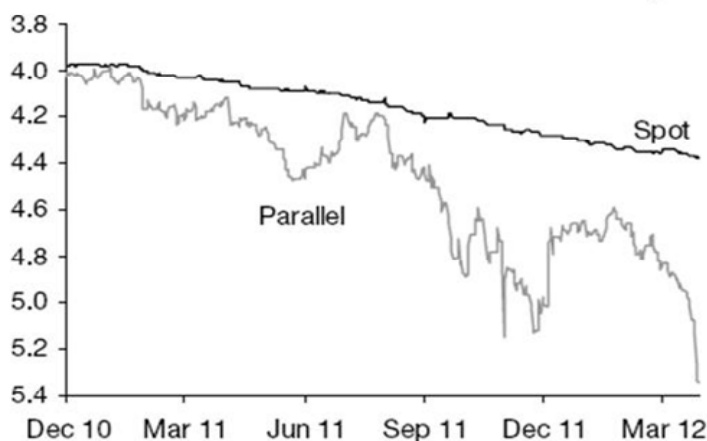
Por otro lado, según las primeras noticias parece que la intención del gobierno es únicamente hacerse con el 51% de YPF, y no con la totalidad de la empresa. Si, para ello, únicamente expropia a Repsol (que posee el 57,4% de las acciones) incurriría inmediatamente en infracción flagrante del APPRI firmado con España, por trato discriminatorio respecto al resto de accionistas nacionales. Esto sin menoscabo de que la expropiación sea también denunciante ante el CIADI por no estar plenamente justificada de acuerdo con la legislación internacional. En definitiva, la expropiación no resolverá los problemas del déficit energético argentino e introduce de lleno a Argentina en una batalla legal y diplomática en la que su imagen como destino de inversión saldrá muy mal parada.

A medio plazo las perspectivas son negativas. Se prevé que el crecimiento caiga en 2012 por debajo del 4%, la inflación continúe en torno al 20% y tanto el déficit por cuenta corriente como el fiscal se amplíen (aunque se trata todavía de cifras moderadas, la falta de acceso a financiación obligará a recurrir nuevamente a las reservas y/o a controles de carácter intervencionista). Las últimas medidas del ejecutivo no han conseguido frenar la presión sobre las cuentas o la moneda y, en realidad, han provocado un efecto contraproducente. Los controles sobre la divisa han acentuado la fuga de capitales y creado un mercado paralelo de cambio. Así, se han traducido en una notable caída de las reservas en los últimos meses (ver gráficos). Tampoco las medidas sobre las importaciones parecen positivas ni siquiera a corto plazo ya que están provocando una batería de represalias, en especial de su socio clave, Brasil, que ha elevado un 30% las tasas sobre el sector de la automoción argentino. Por último, sus amenazas de expropiación sobre YPF agravan aún más la imagen de falta de seguridad jurídica y desalienta la inversión (en el último mes se han paralizado las operaciones en muchos yacimientos).

RESERVAS



TIPO DE CAMBIO OFICIAL vs MERCADO PARALELO (peso/\$)



EXPERIENCIA DE PAGOS Y DEUDA CON EL CLUB DE PARÍS

Argentina mantiene una difícil relación con las IFIs y la comunidad acreedora desde el default de deuda soberana de 2001. Las relaciones con el FMI están rotas desde 2006 lo que a su vez, ha sido un importante obstáculo en la renegociación en el Club de París 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 (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).

Ante esta situación, el gobierno ha pretendido en diversas ocasiones impulsar las negociaciones en el Club de París para desbloquear el acceso a financiación bilateral. Sin embargo, frecuentemente estos anuncios no se corresponden con la actitud real del gobierno. Así, en los últimos años las negociaciones han avanzado a trompicones, marcados por la agenda política del país. Las distintas propuestas por parte de Argentina, nunca se han presentado formalmente y por escrito. Por tanto, a pesar de los avances no se puede descartar que en algún momento las autoridades argentinas se echen atrás. Argentina dice estar dispuesta a pagar el 100% de la deuda, incluyendo intereses de demora, un monto que actualmente asciende a 8.601 mill.\$ (en el caso de España la deuda incluyendo intereses de demora ascendería a 314 mill.\$). El conflicto ha surgido sobre todo en cuanto a los plazos, ya que Argentina pretendía realizar el pago en seis años, algo que no se ha aceptado por parte de los acreedores. Ahora se trabaja en acercar posturas en esta cuestión, aunque no se han producido grandes novedades desde las elecciones de octubre. Dentro del Club de París se ha establecido que las restricciones a la cobertura de riesgo político podrían suavizarse una vez que Argentina efectúe un pago sustancial, fijado en un 40% del total.

