

ARGENTINA: ¿DE VUELTA AL PASADO?

Leonardo Suárez
lsuarez@larrainvial.com
Director de Estudios

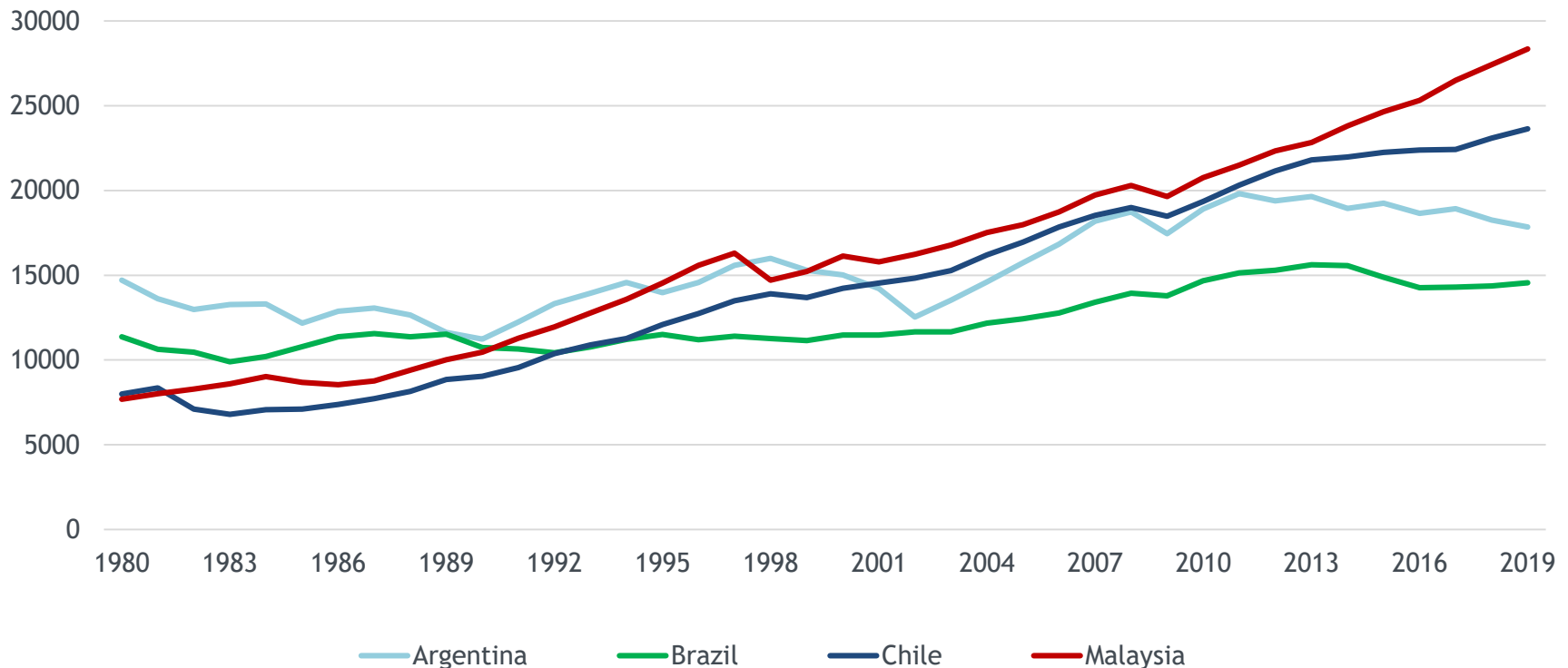
Septiembre de 2019

En los últimos 40 años, Argentina y Brasil son perdedores en la competencia por crecer más.

- Chile creció más que el resto de Latam, pero aún así, menos que los tigres asiáticos.
- Antes de la crisis financiera, el crecimiento de Latam era del 10% del crecimiento global. Hoy, Latam representa tan solo el 4% del crecimiento global, lo que implica menos interés de los inversionistas por la región.

PIB REAL PER CAPITA AJUSTADO POR PPP (USD) PRECIOS DE 2011

Fuente: Departamento de Estudios LarrainVial y FMI



- Cuando la fragilidad institucional es mayúscula, como en Argentina, la debilidad de las cuentas financieras tiene un mayor potencial de generar un default. Y la historia pesa...
- Brasil está más vulnerable que Argentina, pero su fragilidad institucional es menor

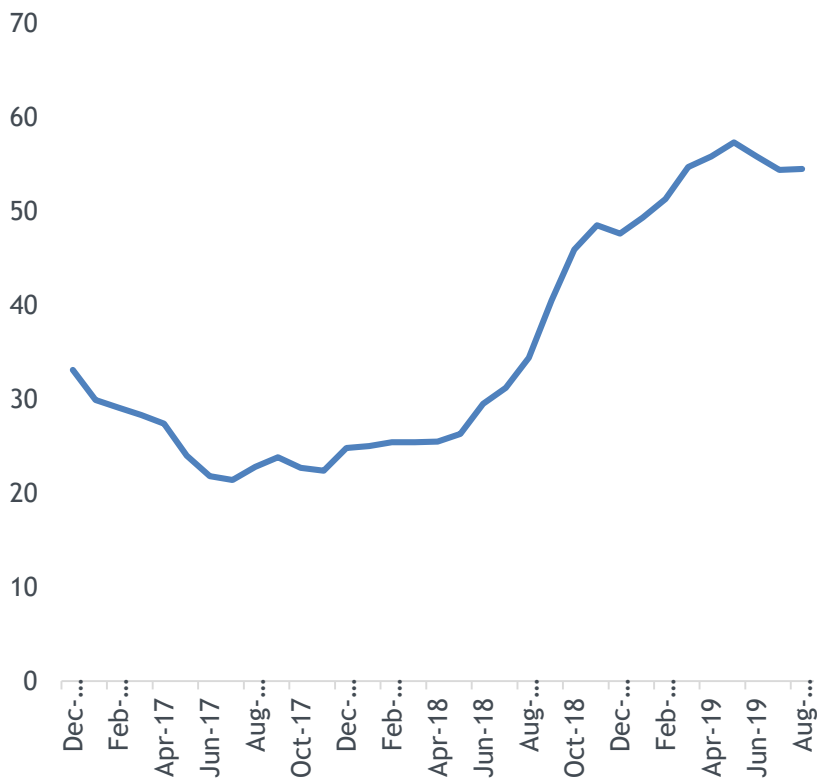
INDICADORES GLOBALES 2019E

		ARGENTINA	BRASIL	CHILE	COLOMBIA	MEXICO	RUSIA	SUDAFRICA	USA
Población	Millones	45	210	19	50	126	144	59	330
PIB Nominal	USD Billones	478	1.960	296	337	1.241	1.610	371	21.345
PIB Nominal por PPP	USD Billones	920	3.496	507	785	2.658	4.358	813	21.345
PIB per capita	USD	10.604	9.344	15.778	6.681	9.858	11.191	6.331	64.767
PIB PPP per capita	USD	20.425	16.662	27.059	15.576	21.107	30.284	13.865	64.767
Inversión	% del PIB	17,0	15,9	23,2	22,1	23,0	24,3	17,8	21,6
Inflación	Var. Anual %	30,5	3,9	2,7	3,2	3,1	4,8	5,3	2,7
Deuda pública bruta	% del PIB	75,9	90,4	27,2	49,2	54,1	13,8	57,8	106,7
Gasto Público	% del PIB	37,5	38,3	25,5	28,7	24,4	33,1	34,6	35,7
Balance fiscal	% del PIB	-2,7	-7,3	-2,0	-2,6	-2,5	1,0	-5,1	-4,6
Balance primario	% del PIB	0,0	-2,0	-1,5	0,1	1,5	1,4	-1,1	-2,9
Cuenta corriente	% del PIB	-2,3	-1,3	-0,3	-3,5	-1,7	5,7	-3,4	-2,4
PIB real	Var. Anual %	0,2	1,0	2,5	2,9	1,6	1,6	1,2	2,3

- Primarias indujeron depreciación del AR\$, que provocó otra escalada inflacionaria.
- Y la suavización de la restricción de la liquidez se revirtió. Hoy, hay más contracción de la liquidez.
- ¿Cuál es la eficiencia de la política monetaria, cuando la penetración bancaria es de tan solo 11% del PIB?: La liquidez se contrae y provoca la recesión, que ajusta la demanda interna, para controlar la inflación.
- Recuperación del crecimiento se revertiría y recesión se prolongaría

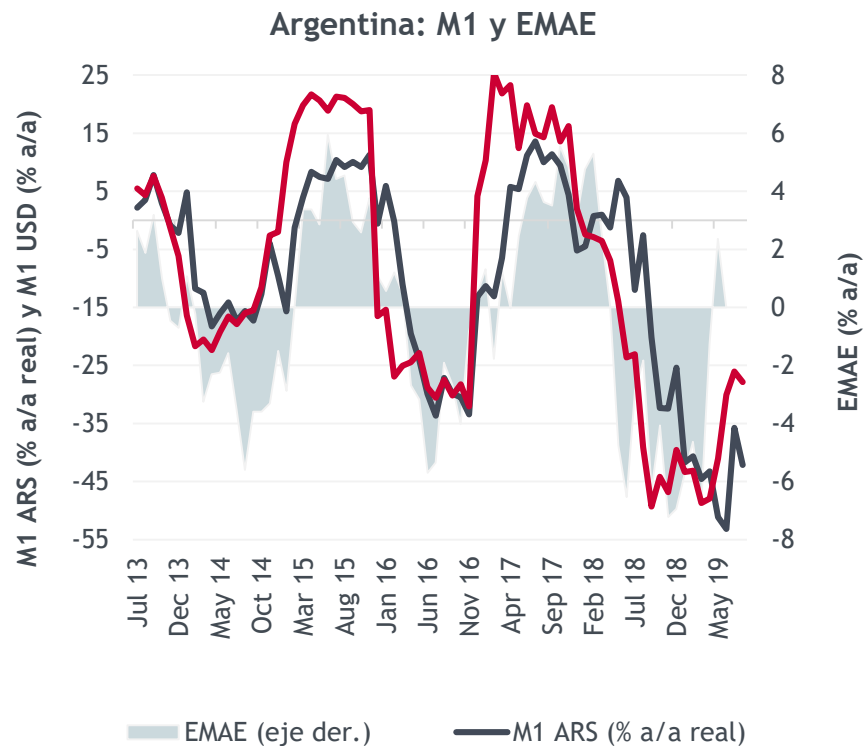
INFLACIÓN EN 12 MESES. YOY (%)

Fuente: BCRA y Departamento de Estudios LarrainVial



OFERTA MONETARIA VS. CICLO ECONÓMICO

Fuente: BCRA y Departamento de Estudios LarrainVial

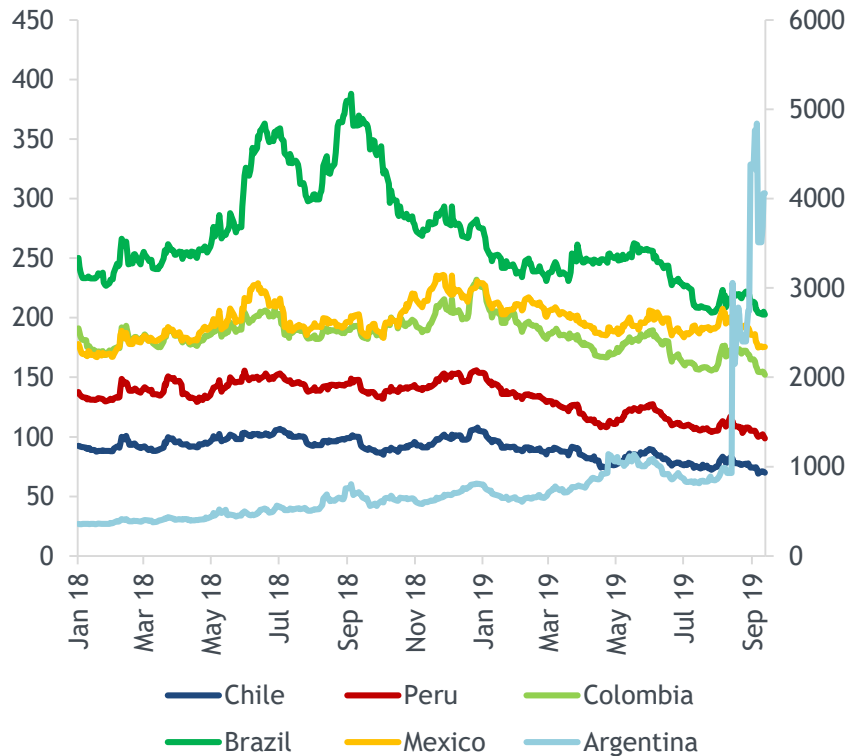


Precio de los activos está descontando un *default*, después de que asuma Alberto Fernández

- Después de las Primarias, Argentina entró en un escenario financiero de alto riesgo. Los mercados ya descuentan un *default*.

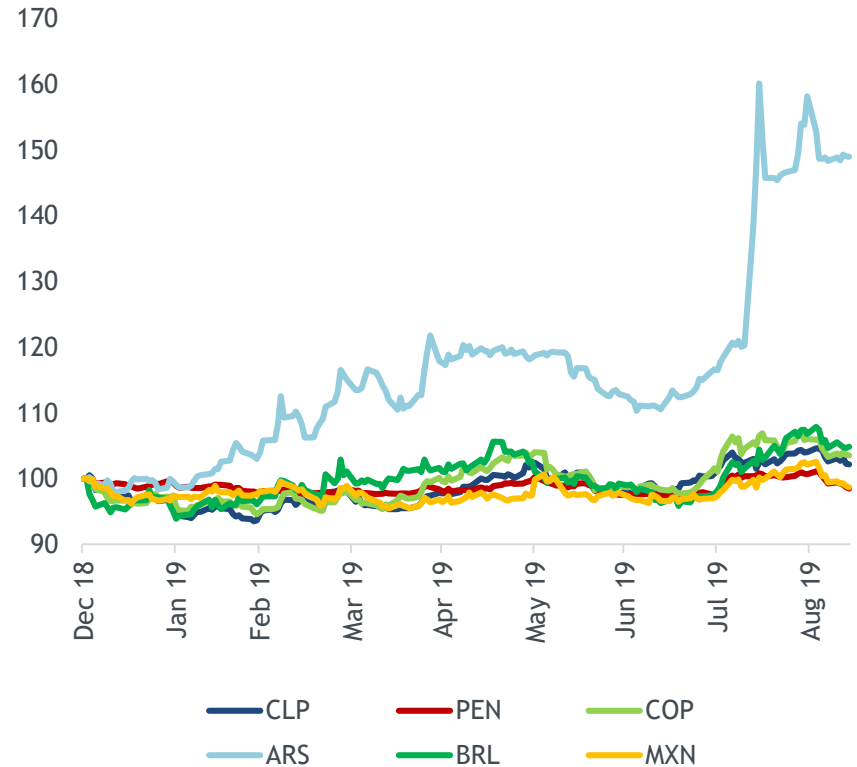
CDS FOR LATAM (BP)

Fuente: Bloomberg



TIPOS DE CAMBIO PARA LATAM.
INDICE 100=DICIEMBRE 2018

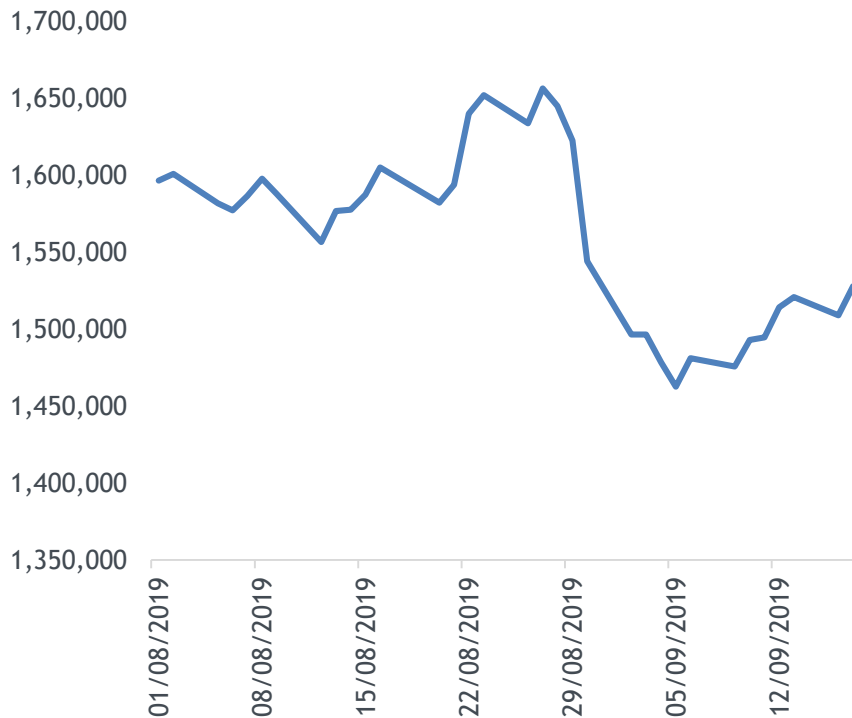
Fuente: Bloomberg



- Corrida bancaria persiste y podría prolongarse hasta que asuma Alberto Fernández.
- Depósitos en Dólares caen.

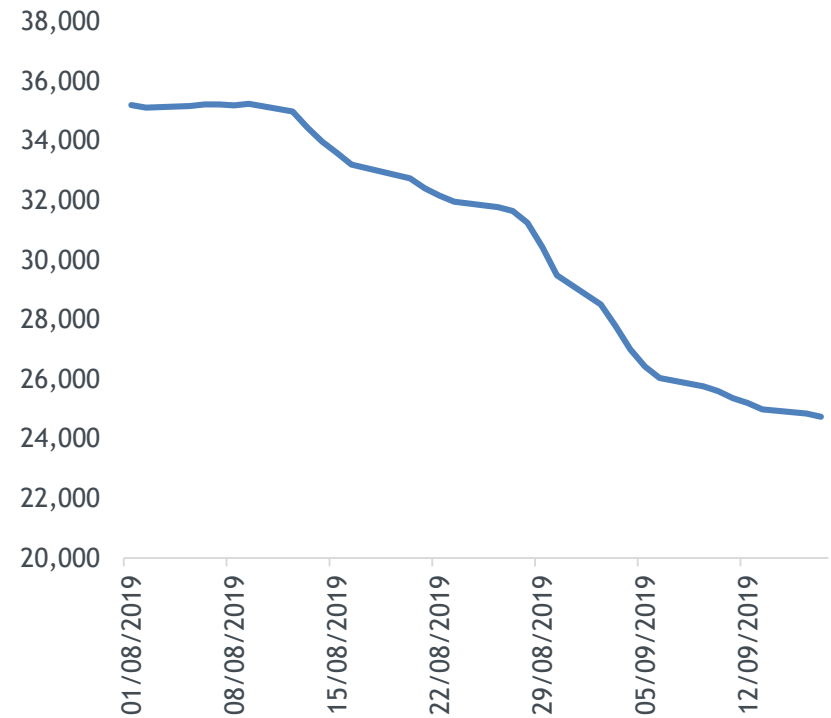
DEPÓSITOS EN MONEDA LOCAL (ARS MILLONES)

Fuente: BCRA



DEPÓSITOS EN DÓLARES (MILLONES)

Fuente: BCRA

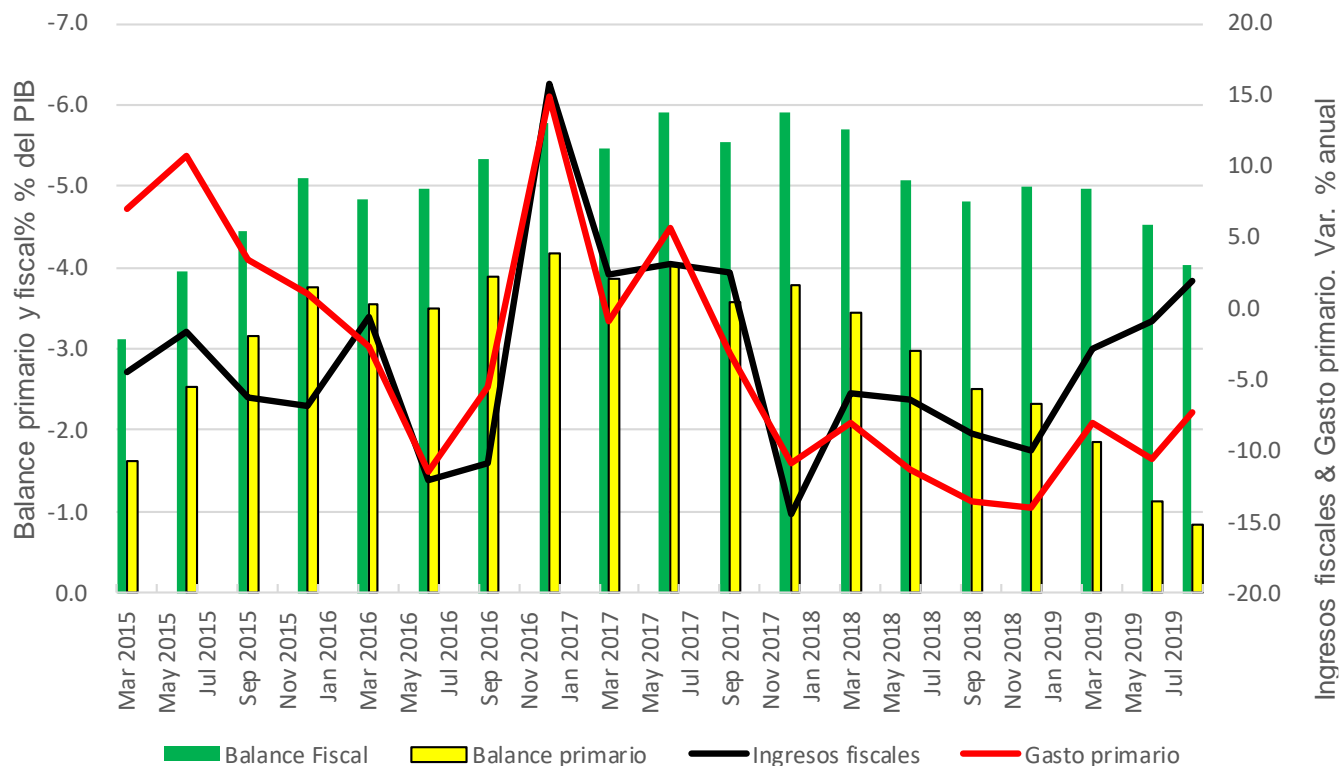


Aunque parezca increíble, Macri estaba haciendo la pega

- Terminaría con equilibrio primario en 2019, gracias a la reducción del gasto público en dos dígitos.
- La pregunta es por qué no hizo el ajuste fiscal en 2016-17, cuando la economía crecía 4%

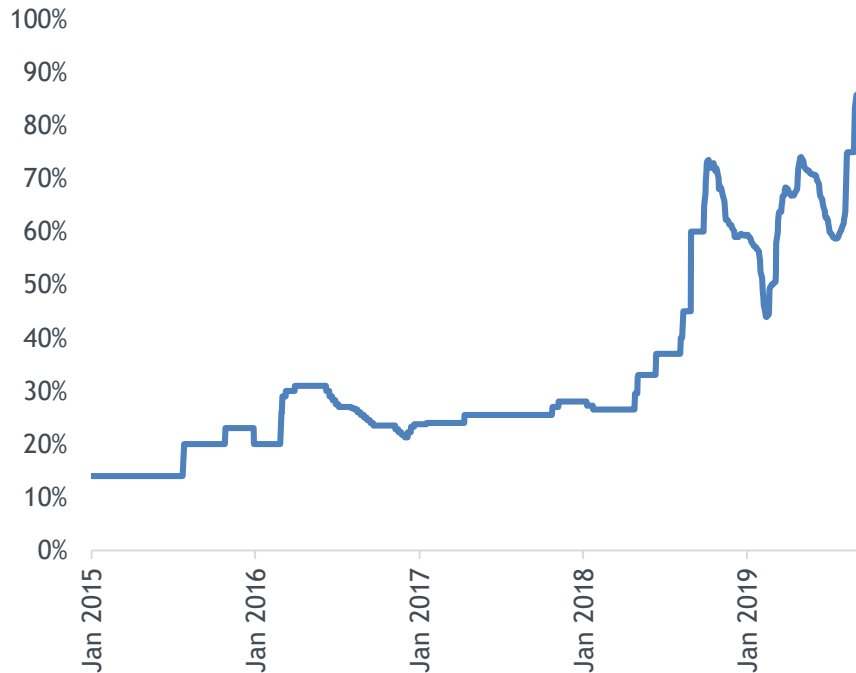
ARGENTINA: CUENTAS FISCALES 2015 - 2019

Fuente: Departamento de Estudios LarrainVial, BCRA y Ministerio de Hacienda de Argentina



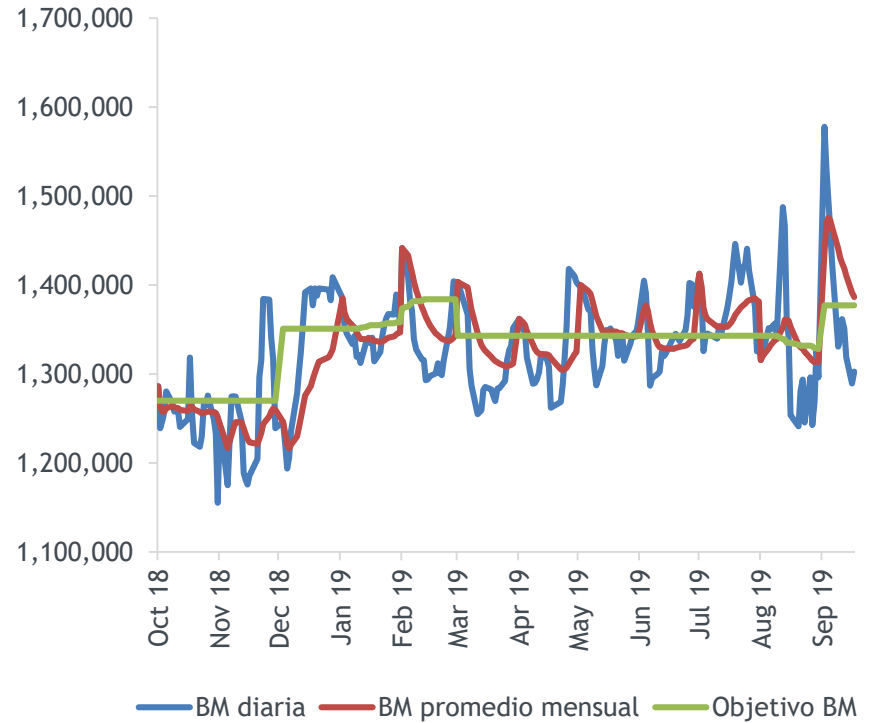
TASA LELIQ

Fuente: Departamento de Estudios LarrainVial y BCRA



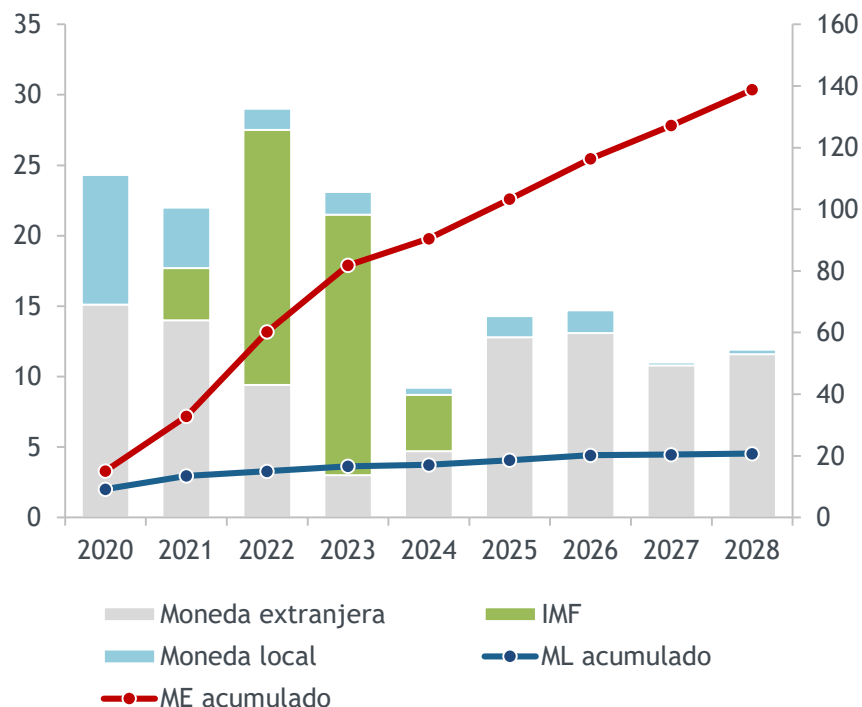
ARGENTINA: BASE MONETARIA

Fuente: Departamento de Estudios LarrainVial y BCRA



ARGENTINA: PROGRAMA DE DESEMBOLSOS. USD BILLONES

Fuente: LarrainVial, Ministerio de Hacienda y FMI

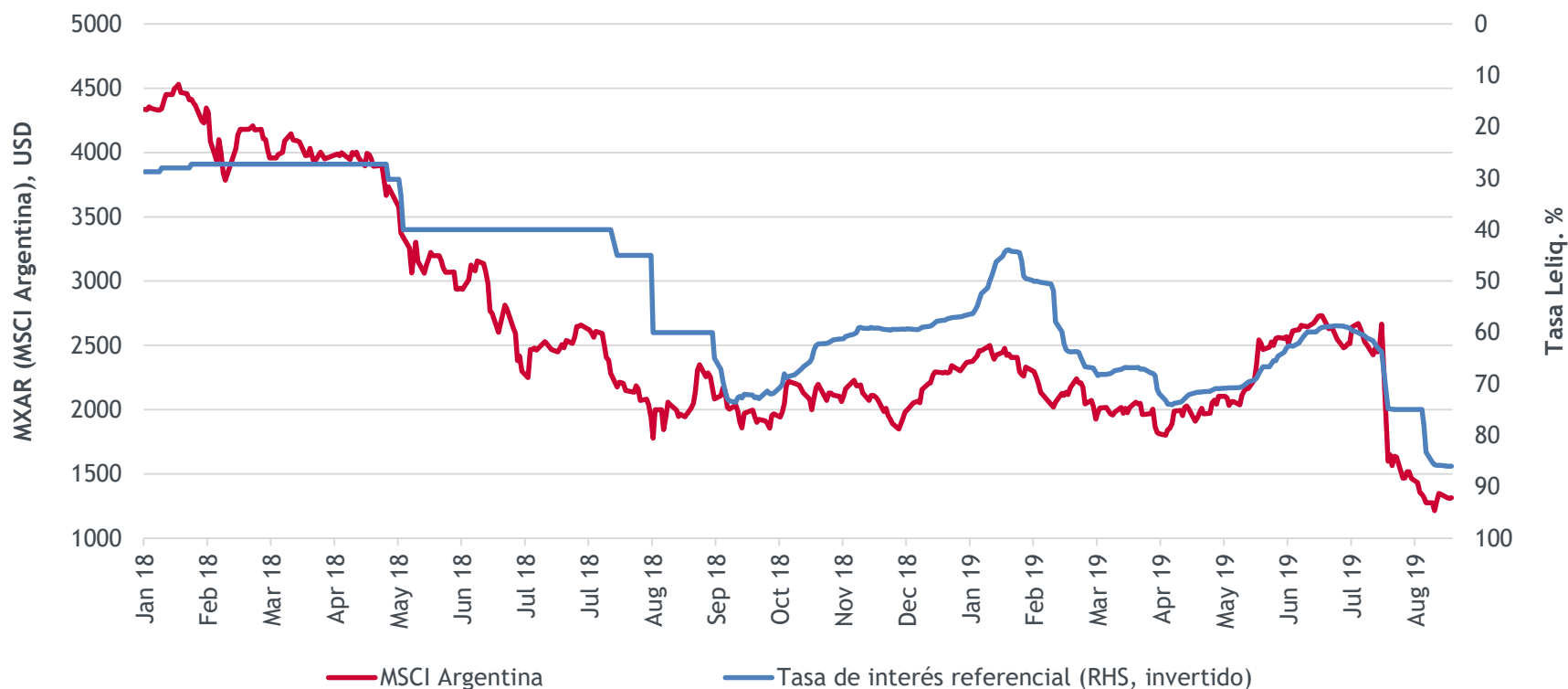


- Es hora de que Argentina pague la deuda en Dólares que tomó cuando Macri asumió
- Las expectativas de retorno del kirchnerismo generaron una estampida de capitales y expectativas de que no habrían flujos disponibles para financiar los déficit.
- El refinanciamiento de la deuda con el FMI es inevitable.
- Y el candidato Alberto Fernández ha dado señales mixtas respecto a su disposición a aplicar un *haircut* a la deuda pública con los bonistas.

Por ahora, la bolsa argentina es una marioneta de la tasa de interés del BCRA, que reacciona frente a las fluctuaciones de confianza

ARGENTINA: MSCI ARGENTINA VS. TASA LELIQ

Fuente: Departamento de Estudios LarrainVial, Bloomberg y BCRA



- **ESCENARIO BASE:** El Presidente electo asumirá el 10 de diciembre. Alberto Fernández es elegido en primera vuelta del 27 de octubre (lo más probable), o en la segunda vuelta del 24 de noviembre. Baja probabilidad (5%) de que haya segunda vuelta, que termine con el triunfo de Mauricio Macri.
 - Alberto Fernández ejecutaría una política similar a la de su ex Jefe, caracterizada por ignorar o bien, o por exacerbar los conflictos con el mercado. Sin embargo, sus políticas serían menos extremas que las que ejecutó CFK.
 - Estampida de capitales persistiría. Habida cuenta el deterioro de la confianza, no hay expectativas de flujos para financiar el déficit fiscal y los desembolsos de pagos a bonistas. El escenario base implica reestructuración de la deuda pública, con “haircut”.
 - Hasta el 10 de diciembre cabe esperar sesgo a la baja de los mercados argentinos y expectativas de *default* de la deuda con los bonistas privados, lo que no necesariamente se concretaría.
 - Refinanciamiento de la deuda con el FMI y extensión de plazos.
 - Si no hay reestructuración de la deuda pública privada -con *haircut*- ello sorprendería positivamente al mercado.
 - Política económica orientada a seguir aumentando el tamaño del Estado, con más carga tributaria e inversión pública, ¿con réplicas de la política que implementaron Rafael Correa en Ecuador y Evo Morales en Bolivia?
 - Más controles de capital.
- **ESCENARIO ALTERNATIVO:** En el pasado, los peronistas se han distinguido por cambiar su accionar y por fluctuar entre políticas de signo opuesto.
 - Es posible que Alberto Fernández rompa con CFK y opte por el mismo camino que Lenin Moreno tomó en Ecuador, con políticas pro mercado y alianzas con la centro-derecha, en medio de un acuerdo con el FMI.
 - Hay precedentes en Argentina. En 1989, Carlos Menem asumió como Presidente después de haber tenido una campaña anti mercado, donde se caracterizó por propuestas populistas y por señales perturbadoras como quemar banderas británicas frente a la Embajada del Reino Unido. Una vez elegido Presidente, Menem cambió sus políticas en 180 grados y optó por políticas pro mercado.
 - Anunciar un Ministro de Hacienda pro mercado, después de las elecciones?
 - En este escenario alternativo (de baja probabilidad, la que no es cero) habría una reestructuración de la deuda con bonistas, con alargamiento de plazos, pero sin *haircut*.
 - En un escenario de diseminada crisis de confianza, Alberto Fernández podría evaluar tropezar con la misma piedra, que cuando se optó por la convertibilidad en 1991: Dolarización y eliminación del AR\$ como moneda propia?

ARGENTINA: ¿DE VUELTA AL PASADO?

Leonardo Suárez
lsuarez@larrainvial.com
Director de Estudios