



Foco | Argentina
**Nuevo escenario económico
en Argentina**

Miércoles 14 de agosto de 2019

Claves

El resultado de las PASO deja a Alberto Fernández a un paso de las Presidencia de Argentina. Los mercados financieros recibieron la noticia con una fuerte suba del dólar, un aumento exponencial del riesgo país y un desplome bursátil casi sin precedentes. Aunque Argentina está ingresando en un escenario extremadamente incierto, a nuestro juicio debemos aguardar un tipo de cambio real más alto y una recesión más prolongada.

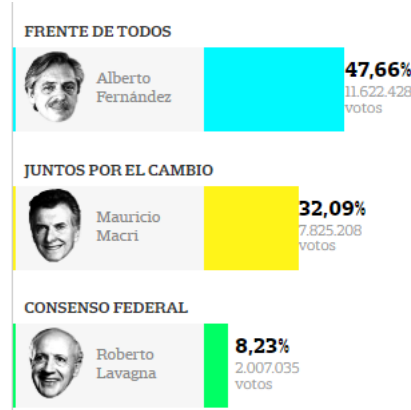
El "Frente de Todos" logró una contundente e inesperada victoria en las elecciones primarias, que pone a Alberto Fernandez a un paso de la presidencia del país

El domingo 11 de agosto se llevaron a cabo en Argentina las elecciones primarias, abiertas, simultáneas y obligatorias (PASO) a nivel nacional, donde la fórmula Fernandez-Fernandez obtuvo el 47,7% de los votos, frente a solamente un 32% de la fórmula Macri-Pichetto.

Formalmente, dichos comicios definen los candidatos presidenciales al interior de cada agrupación y las candidaturas para gobernadores, jefe de gobierno porteño, senadores y diputados nacionales de cara a las elecciones generales que se celebrarán el 27 de octubre. Sin embargo, en esta instancia, tanto el partido oficialista como los principales partidos de la oposición presentaban una única fórmula presidencial. y, por lo tanto, los resultados de estos comicios no definían asuntos importantes para la interna de cada partido. En cambio, las PASO eran aguardadas con mucha expectativa porque constituían una versión anticipada de las elecciones generales de octubre.

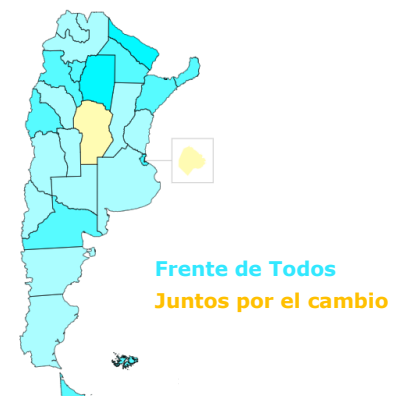
En ese sentido, los resultados de la elección fueron completamente inesperados, en tanto distaron mucho de lo que pautaban las últimas encuestas. En efecto y pese a algunas diferencias, los sondeos previos a los comicios mostraban escenarios mucho más competitivos entre el oficialismo ("Juntos por el cambio") y el Kirchnerismo ("Frente de Todos").

Resultado elecciones PASO 2019



Fuente: La Nación

Mapa electoral elecciones PASO 2019



Si en las elecciones de octubre se repitieran estos resultados, Alberto Fernandez se consagraría Presidente sin necesidad de ir a una segunda vuelta, puesto que para ello se requiere o bien obtener el 45% de los votos o superar el 40% con una diferencia de diez puntos sobre su siguiente contrincante.

Los mercados reaccionaron muy negativamente a los resultados de la elección

Tras los resultados de los comicios, los mercados financieros reaccionaron muy negativamente. El dólar minorista se disparó, aumentando 25% desde el viernes previo a la elección y cotizando en AR\$ 58 al cierre de este informe.

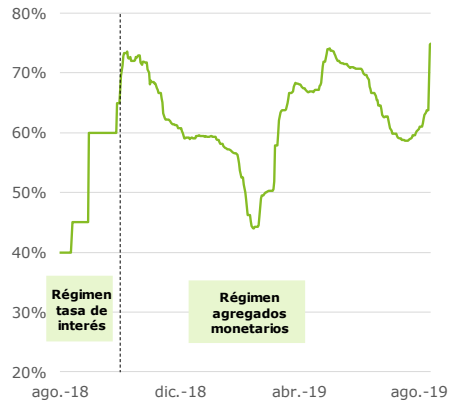
Tipo de cambio minorista AR\$/US\$

Datos diarios



Tasa de interés de las Letras de Liquidez

Datos diarios



En este marco, el Banco Central de Argentina (BCRA) licitó entre lunes y martes US\$ 250 millones de sus propias reservas (adicionales a los US\$ 60 millones que venía subastando diariamente a cuenta del Tesoro) para intentar contener la suba del dólar. A su vez, la autoridad monetaria convalidó fuertes subas en las tasas de interés de las Letras de Liquidez (LELIQs). En efecto, la última tasa de corte fue de 75% anual, guarismo 11 puntos porcentuales superior al de la última licitación anterior a las PASO.

Riesgo país

Datos diarios - EMBI+ | JP Morgan



Índice Merval en dólares

Datos diarios



Por otra parte, el riesgo país aumentó de forma exponencial y se ubicaba alrededor de los 1.700 pbs al cierre de este informe, casi duplicando el ya elevado valor de 870 pbs en el que se encontraba previo a los comicios.

Finalmente, esa enorme desvalorización de los bonos argentinos fue acompañada por un desplome de las acciones. Concretamente, el índice Merval medido en dólares exhibió una caída cercana al 50% el lunes. Según analistas internacionales, una caída de 50% en un solo día tiene solamente un antecedente en los últimos 70 años.

La crisis económica le pasó factura a la administración Macri

Como ya se señaló, el resultado de las elecciones fue totalmente inesperado e interpele seriamente a analistas políticos y empresas de opinión pública.

En cualquier caso y sin perjuicio de los análisis políticos que seguramente se producirán en las próximas semanas, parece claro que la grave situación económica por la que atraviesa el país vecino jugó un rol decisivo en la opinión de los electores. En efecto, es un hecho muy documentado que en las democracias occidentales la situación económica ejerce una influencia significativa en los resultados electorales, sobre todo cuando la economía está muy bien o, como es el caso actual de Argentina, cuando está muy mal.

Si bien es cierto que Argentina se encuentra desde hace tiempo (2011) en un contexto de estanflación (inflación elevada en medio de fluctuaciones cíclicas sin acumulación de crecimiento económico), la situación económica se deterioró de un modo extraordinario en los 15 meses previos a las PASO.

En efecto, desde la corrida cambiaria de abril de 2018 y hasta agosto de este año, el dólar acumuló una suba de más de 100%. Como consecuencia de esa devaluación, la inflación trepó hasta más de 50% anual y el salario real cayó más de 10%. Aunque no se puede establecer con precisión cuánto subió la pobreza en lo que va del gobierno de Macri (puesto que las estadísticas previas a 2015 no resultan confiables), es un hecho que la opinión pública percibe un deterioro notorio y real de la situación económica y seguramente muchos votantes responsabilizan a Macri y su gobierno por esa situación.

La estrategia de ajuste gradual resultó un fracaso político y económico

El mal desempeño de la economía suscita numerosos debates en el seno de la sociedad argentina y también en nuestro país, donde la opinión pública mantiene siempre cierta atención a lo que sucede en el país vecino.

Como hemos comentado en numerosos informes y presentaciones, a nuestro juicio es innegable que el gobierno de Macri recibió una situación económica de extrema gravedad. Cuando Macri asumió a fines de 2014, la economía argentina llevaba varios años de estancamiento; el valor del dólar estaba siendo “contenido” a expensas de una acelerada pérdida de reservas y por lo tanto la inflación (que ya era alta – en torno de 25% anual) estaba siendo fuertemente reprimida con “atraso cambiario” y con valores insostenibles de las tarifas. A su vez, el gasto público se encontraba en un valor insosteniblemente elevado (más de 40% del PIB incluyendo a las provincias), el déficit fiscal alcanzaba el 6% del PIB y la cuenta corriente de la balanza de pagos mostraba un déficit importante (de casi 3% del PIB). En suma, el país estaba viviendo muy por encima de sus posibilidades y un ajuste fuertemente recesivo resultaba inevitable.

Sin embargo y sin perjuicio de la compleja situación heredada, a nuestro juicio la administración Macri también cometió una serie de errores importantes. En primer lugar, sobrestimó el potencial de crecimiento económico y asumió que el gobierno contaría con un tiempo prologando para abatir el déficit de las cuentas públicas, porque al inicio de la administración se abrió cierto acceso al financiamiento externo, tras el acuerdo con los “hold-outs”. Y sobre esa premisa, la política económica de sus primeros años estuvo demasiado poco enfocada en bajar el déficit fiscal y estuvo demasiado preocupada por bajar la inflación. De hecho, el gobierno combinó una política fiscal expansiva en el año de las elecciones de mitad de período (2017) con políticas monetarias contractivas, que condujeron a una apreciación desmedida de la moneda, a una suba del déficit fiscal y a un consiguiente aumento del déficit de cuenta corriente (que llegó en 2017 a 6% del PIB).

Aunque en 2018 el gobierno implementó medidas de ajuste fiscal, las mismas resultaron tardías para contener el deterioro de expectativas. Así, la suba del dólar, la aceleración de los precios domésticos y la caída del salario real condujeron al escenario recesivo descrito anteriormente.

Argentina está ingresando en un escenario extremadamente incierto, pero debemos aguardar un tipo de cambio real más alto y una recesión más prolongada

Más allá de las señales de tranquilidad que en los próximos días eventualmente se intenten emitir desde el gobierno y/o desde las filas de Alberto Fernández, la reacción de los mercados financieros da cuenta de un fuerte deterioro de las expectativas de los agentes, que tendrá impactos negativos inmediatos sobre la actividad económica. Por lo tanto, aguardamos que en las próximas semanas los analistas argentinos revisen sensiblemente a la baja sus proyecciones de actividad económica, contemplando una extensión de la recesión hacia el segundo semestre de este año, que dejaría a su vez una perspectiva de caída del PIB en 2020.

En relación al comportamiento del dólar, probablemente observaremos semanas de una volatilidad elevada, en línea con las incertidumbres que se derivan del resultado electoral. No obstante, asumiendo que el resultado electoral y el cambio de gobierno conducirán a una mayor restricción de financiamiento externo, a nuestro juicio se debe aguardar que Argentina operará a partir de ahora y por un período prolongado con un tipo de cambio real sensiblemente más elevado que el observado durante la administración Macri. Como se puede ver en el gráfico de abajo, luego de la fuerte devaluación de esta semana, el valor del dólar sigue sin resultar particularmente alto, situándose solamente un 13% por encima de la media histórica y en un valor apenas 4% mayor en términos reales que el “pico” registrado tras la devaluación de setiembre (el “pico” previo).

Tipo de cambio real Argentina - EEUU

Promedio 1976-2015=100



Finalmente, y admitiendo que cualquier pronóstico que se realice en las actuales circunstancias está expuesto a un margen de error muy significativo, a nuestro juicio esta nueva suba del dólar tendrá un impacto inflacionario importante en los próximos meses, que podría resultar muy persistente. Así, pensamos que es posible que los niveles actuales de inflación (mayores a 50% anual) tiendan a extenderse a todo el año próximo.

¿Volverán las retenciones y el cepo cambiario?

El aplastante triunfo de la fórmula Fernandez-Fernandez plantea también muchas interrogantes más allá de las consideraciones de corto plazo.

Lógicamente, se puede pensar que el regreso del peronismo al gobierno, liderado por el Kirchnerismo, traerá consigo el retorno de políticas económicas heterodoxas (cepo cambiario, controles de capitales, retenciones a las exportaciones, con-

troles de precios). De hecho, al momento de redacción de este capítulo del informe, los medios argentinos comentaban sobre la sugerencia del diputado Felipe Solá, integrante del “Frente de Todos” que lidera Alberto Fernandez, de implementar nuevamente un desdoblamiento cambiario. En concreto, el diputado habría señalado que “los dólares que nos cuesta muchísimo conseguir con las exportaciones y que son todavía más caros por vía del crédito no pueden ser entregados para turismo”.

Sin embargo, a nuestro juicio, resulta prematuro aventurar respuestas más o menos categóricas. En primer lugar, Alberto Fernandez fue un crítico importante de las medidas más heterodoxas (por ejemplo, del cepo cambiario) aplicadas por la administración de Cristina Fernández de Kirchner. En segundo lugar, todavía no está claro qué tanto poder tendrán los sectores y dirigentes más cercanos a Cristina Fernández y qué tanto se apoyará Alberto Fernandez en otros sectores y dirigentes del peronismo. Del mismo modo, tampoco se sabe quién sería su ministro de economía. Entre sus asesores hay varios economistas, algunos más y otros menos heterodoxos. Entre los primeros se encuentra, obviamente, el ex ministro de economía Axel Kicillof; entre los segundos se encuentra Matías Kulfas (ex funcionario del BCRA, que podría ser su ministro y que se ha expresado en contra del cepo y a favor de pagar la deuda externa) y Guillermo Nielsen (que fue funcionario clave de Néstor Kirchner a la salida de la crisis financiera y que negoció frente a los acreedores el primer canje de deuda).

No obstante, y aunque una administración liderada por Alberto Fernández y Cristina Fernández no tendría por qué apelar mecánicamente a las mismas políticas aplicadas en el pasado, a nuestro juicio no se puede soslayar que la fórmula Fernandez-Fernandez ganó las PASO (y ganaría en octubre) con un discurso fuertemente contrario a la estrategia de ajuste fiscal llevada adelante por el presidente Macri.

Por lo tanto, la próxima administración podría intentar mantener un gasto público en niveles insosteniblemente elevados, apelando a herramientas heterodoxas como las utilizadas en la presidencia de Cristina Fernández (retenciones a las exportaciones, control de capitales) y/o recurriendo a nuevas medidas heterodoxas como la restructuración forzosa de las LELIQs en poder de los bancos (lo cual permitiría una reducción transitoria de las tasas de interés) o de la deuda soberana, lo cual aliviaría (al menos por cierto tiempo) la restricción fiscal. Si la respuesta del nuevo gobierno apuntara en la dirección de mantener un nivel muy elevado de gasto público, con reducciones de tarifas y aumentos de subsidios, Argentina podría continuar sumida por un período prolongado en un escenario de estancamiento económico, con breves ciclos de recuperación seguidos de ciclos de retracción, y con niveles persistentes y crecientes de inflación.



Contáctenos



Pablo Rosselli | Socio
+2916 0756 Ext. 6154 | prosselli@deloitte.com



Tamara Schandy | Socia
+2916 0756 Ext. 6069 | tschandy@deloitte.com



Florencia Carriquiry | Gerente Senior
+2916 0756 Ext. 6157 | fcarrquiry@deloitte.com



Alicia Corcoll | Gerente
+2916 0756 Ext. 6086 | acorcoll@deloitte.com



Seguinos en Twitter | [@Objetiva_uy](https://twitter.com/Objetiva_uy)

Deloitte se refiere a una o más de las firmas miembros de Deloitte Touche Tohmatsu Limited, una compañía privada del Reino Unido limitada por garantía, y su red de firmas miembros, cada una como una entidad única e independiente y legalmente separada. Una descripción detallada de la estructura legal de Deloitte Touche Tohmatsu Limited y sus firmas miembros puede verse en el sitio web www.deloitte.com/about.

Deloitte presta servicios de auditoría, impuestos, consultoría y asesoramiento financiero a organizaciones públicas y privadas de diversas industrias. Con una red global de Firmas miembro en más de 150 países, Deloitte brinda sus capacidades de clase mundial y servicio de alta calidad a sus clientes, aportando la experiencia necesaria para hacer frente a los retos más complejos del negocio. Aproximadamente 286.200 profesionales de Deloitte se comprometen a ser estándar de excelencia.

© 2019 Deloitte S.C. Todos los Derechos Reservados.

Más contenidos y
versión digital en
www.objetiva.com.uy



Deloitte S.C.
Juncal 1385, Piso 11
Montevideo, 11.000
Uruguay

Tel: +598 2916 0756
Fax: +598 2916 3317
www.deloitte.com/uy

Deloitte.