

Preguntas frecuentes:

El ajuste económico de Argentina ¿será diferente esta vez?

6 de diciembre de 2024

Este reporte no constituye una acción de calificación.

La elección del presidente libertario Javier Milei a fines de 2023 ha conducido a cambios radicales en Argentina, incluido un giro hacia políticas económicas orientadas al mercado diseñadas para mejorar la estabilidad, controlar la alta inflación, lograr un superávit fiscal, reducir el tamaño del gobierno y desregular muchos sectores.

Sin embargo, el país ha implementado muchos programas de ajuste económico en el pasado sin superar su largo historial de auges y caídas, cambios bruscos en las políticas económicas y numerosos incumplimientos de deuda. Los inversionistas nos preguntan: ¿Será diferente esta vez? A continuación, respondemos esa y otras preguntas de los inversionistas.

Preguntas Frecuentes

¿Por qué las calificaciones soberanas de Argentina de S&P Global Ratings son tan bajas y qué podría cambiarlas?

Nuestras calificaciones soberanas de largo y corto plazo 'CCC/C' en moneda local y extranjera reflejan el alto nivel de vulnerabilidad externa de Argentina, una alta carga de deuda, la falta de acceso a los mercados de capitales internacionales, una inflación alta y poca flexibilidad monetaria. Podríamos subir las calificaciones el próximo años si los desequilibrios macroeconómicos y las vulnerabilidades disminuyen, y esto prepara el camino para obtener resultados fiscales sostenibles, moderar la inflación y lograr una recuperación económica continua. En un escenario así, el gobierno se beneficiaría de un mayor acceso al financiamiento de los mercados de capital externos.

Por el contrario, podríamos bajar las calificaciones si acontecimientos negativos socavan el acceso ya limitado de Argentina al financiamiento. Falta de capacidad de avanzar en materia de reformas cambiarias, fiscales, monetarias y otras podrían generar inestabilidad y otro incumplimiento del soberano.

Analista principal

Joydeep Mukherji

Nueva York
+1-(212) 438-7351
joydeep.mukherji
@spglobal.com

Contactos secundarios

Sebastián Briozzo

Buenos Aires
+54 (11) 4891-2185
sebastian.briozzo
@spglobal.com

Constanza M. Perez Aquino

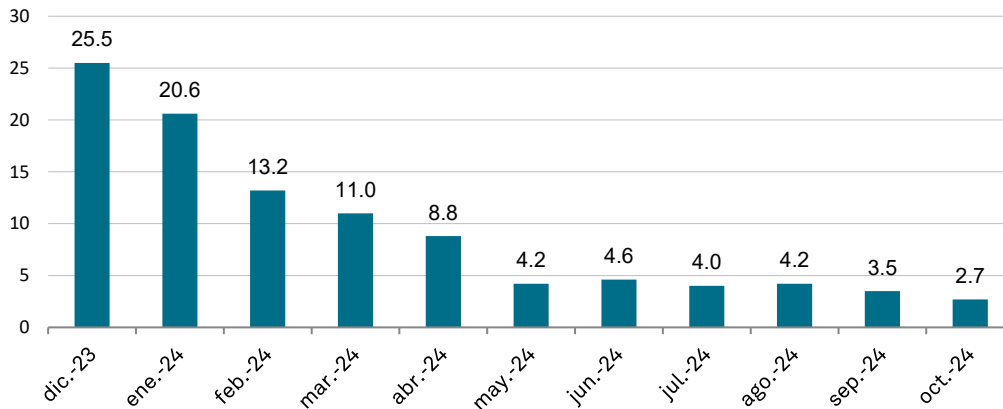
Buenos Aires
+54 (11) 4891-2167
constanza.perez.aquino
@spglobal.com

¿Cómo ven la evolución económica reciente, incluida la caída de la inflación?

La economía se ha estabilizado rápidamente. La inflación cayó a una tasa mensual de 2.7% en octubre de 2024 desde 25.5% en diciembre de 2023 (véase la Gráfica 1). El gobierno ha tenido un superávit fiscal de 0.5% del PIB (hasta octubre) y un superávit primario del 1.7% (excluyendo el pago de intereses).

Gráfica 1

Crecimiento mensual del IPC de Argentina



Fuente: S&P Global Ratings.
Copyright © 2024 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

Tras una contracción en el primer semestre de este año, la economía muestra señales de recuperación:

- Los salarios reales han comenzado a aumentar.
- Muchas empresas han podido emitir deuda en los mercados de capital internacionales.
- La brecha entre los tipos de cambio, el oficial y el paralelo, se ha reducido a 10% en las últimas semanas desde alrededor de 60% a principios de año.
- La percepción del riesgo país, que se refleja en los diferenciales entre la deuda comercial externa de Argentina y la deuda soberana de Estados Unidos, también ha disminuido.
- Un régimen especial de incentivos fiscales y de otro tipo a la inversión en sectores clave, como la energía, la minería y la silvicultura, podría estimular grandes inversiones en infraestructura y producción, lo que sería un buen augurio para la producción energética, las exportaciones y el crecimiento del PIB.

¿Estos eventos alentadores son suficientes para subir de la calificación soberana?

Una calificación más alta depende de mantener y profundizar estas tendencias positivas. A pesar de muchas señales alentadoras, es prematuro concluir que Argentina probablemente superará su históricamente pobre desempeño económico. El soberano sigue siendo vulnerable a incumplimientos debido a la magnitud de los desafíos fiscales, monetarios, cambiarios, políticos, entre otros.

Por ejemplo, tiene reservas netas de divisas negativas y carece de acceso a los mercados internacionales de capital, pero necesitará realizar pagos de deuda externa por más de US\$17,000 millones en 2025 (US\$8,900 millones a acreedores comerciales y US\$8,100 millones a acreedores oficiales, incluidos US\$3,300 millones en intereses al FMI). Además, los altos costos

El ajuste económico de Argentina ¿será diferente esta vez?

sociales del prolongado programa de estabilización económica, que es clave para aumentar el acceso del soberano a divisas y reducir la probabilidad de incumplimiento, plantean riesgos políticos que amenazan la longevidad del programa.

Al mismo tiempo, el partido político del presidente Milei, La Libertad Avanza, tiene muy pocos representantes propios en el Congreso, y en cambio, depende del apoyo de un partido centrista. La fragilidad de la coalición de Milei plantea dudas sobre su capacidad para sostener el difícil programa de ajuste. Actualmente, más de la mitad de la población vive en la pobreza, un incremento desde 29% en 2017, y más de la mitad de todos los hogares reciben asistencia social.

Sin embargo, la popularidad de Milei se ha mantenido alta. Muchas personas parecen dispuestas a darle una oportunidad para abordar los problemas profundos del país. Además, el presidente ha logrado bloquear al menos dos iniciativas de opositores en el Congreso que hubieran descarrilado su programa de consolidación fiscal. El presidente vetó medidas para aumentar el gasto en pensiones y universidades públicas y trabajó con partidos centristas para conseguir el mínimo de un tercio de los votos del Congreso necesarios para bloquear la revocación de sus vetos.

A pesar de estos éxitos, tratar con el Congreso seguirá siendo uno de los desafíos más importantes que afronte este gobierno.

¿Cómo afecta la historia reciente de Argentina al análisis de S&P Global Ratings?

Nuestro análisis tiene un carácter prospectivo, pero incorpora eventos pasados cuando corresponde. Argentina tiene una historia de auges y caídas, cambios bruscos en las políticas económicas y programas de estabilización económica fallidos. Su economía ha estado en recesión durante más años que la de cualquier otro país del mundo (vea la Tabla 1). Por ello, su PIB per cápita es ahora alrededor de un tercio del promedio de los países de ingresos altos, frente al 60% en la década de 1970. La productividad total de los factores, la relación entre la producción económica y los insumos sigue siendo la misma que en 1950.

Tabla 1

Número de años en recesión en 1950-2022 (%)

| | |
|------------------|------------|
| Argentina | 33% |
| Venezuela | 29% |
| Bolivia | 15% |
| México | 13% |
| Costa Rica | 7% |
| Colombia | 3% |

Fuente: "A New Growth Horizon For Argentina," Banco Mundial.

Los malos resultados económicos han dado paso a numerosos incumplimientos, incluidos cinco incumplimientos de deuda en moneda extranjera y siete incumplimientos de deuda en moneda local en el siglo XXI (vea la Tabla 2). El incumplimiento más reciente ocurrió en marzo de 2024, cuando el gobierno anunció una oferta de canje por US\$55,300 millones repartidos en 15 instrumentos de deuda denominados en pesos argentinos con vencimiento este año a cambio de nueva deuda denominada en pesos vinculada a la inflación, con lo que amplió el perfil de vencimientos hasta 2025-2028. Consideramos que el canje de deuda fue en condiciones desventajosas, equivalente a un incumplimiento.

El ajuste económico de Argentina ¿será diferente esta vez?

Posteriormente, el gobierno se ha mantenido al corriente con el servicio de su deuda, pero afronta un gran pago de deuda en moneda extranjera, incluyendo acreedores comerciales y oficiales, en 2025.

Tabla 2

Incumplimientos de deuda de Argentina en el siglo XXI

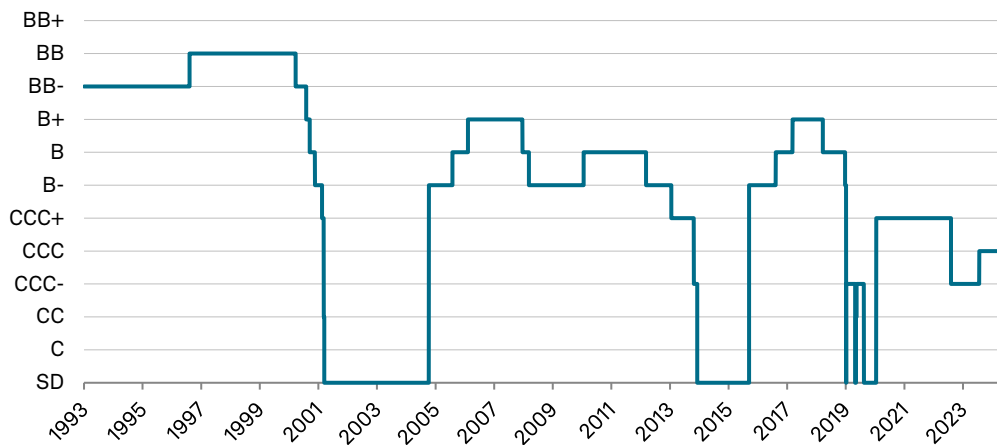
| Moneda extranjera | Moneda local |
|-------------------|-------------------|
| Noviembre de 2001 | Noviembre de 2001 |
| Julio de 2014 | Abril de 2019 |
| Agosto de 2019 | Enero de 2020 |
| Diciembre de 2019 | Enero de 2023 |
| Abril de 2020 | Marzo de 2023 |
| | Junio de 2023 |
| | Marzo de 2024 |

Fuente: S&P Global Ratings.

Los frecuentes incumplimientos soberanos reflejan un historial de políticas macroeconómicas inconsistentes. Nuestras calificaciones soberanas de Argentina durante las últimas tres décadas se han mantenido bajas, incluso durante períodos de recuperación económica, cuando la confianza del mercado era optimista (vea la Gráfica 2). Nuestra calificación soberana de largo plazo en moneda extranjera de Argentina nunca ha superado la calificación 'BB', que está por debajo de las calificaciones de sus pares en la región como Chile, Uruguay, México, Panamá, Perú, Paraguay y Colombia.

Gráfica 2

Historia de la calificación soberana de largo plazo en moneda extranjera de Argentina



Fuente: S&P Global Ratings
Copyright © 2024 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

¿Cómo ve S&P Global Ratings la situación política actual?

El gobierno ha logrado avances en su programa de ajuste económico y su estrategia más amplia para abordar las debilidades estructurales del país. La imagen pública de Milei sigue siendo fuerte, a pesar de las medidas de austeridad fiscal para lograr el superávit presupuestario necesario para reducir las necesidades de financiamiento del gobierno y evitar incurrir en nueva deuda. El gobierno ha impulsado los programas sociales y se deshizo agresivamente de los

El ajuste económico de Argentina ¿será diferente esta vez?

intermediarios que administraban los fondos para muchos de esos programas, con lo que eliminó parte sustancial de la corrupción y el desvío de fondos de los beneficiarios originales.

Estas políticas han ayudado a amortiguar el impacto de la austeridad fiscal y a contener la oposición de diversos grupos de interés al gobierno. Además, el opositor Partido Peronista sigue teniendo una postura débil y dividida.

A pesar de su retórica a veces agresiva, Milei ha demostrado pragmatismo al negociar con líderes políticos y grupos de interés. Su partido podría ganar escaños en las elecciones legislativas de mitad de período a finales de 2025 si la inflación sigue cayendo y la economía continúa recuperándose. Sin embargo, la oposición podría ganar terreno si la popularidad de Milei disminuye o si la economía no mejora lo suficiente.

¿Cuáles son los aspectos clave de la estrategia de Argentina para estabilizar la economía y mejorar así su calidad crediticia?

La reducción de la inflación es el núcleo del programa económico, por razones tanto económicas como políticas. Argentina ha aplicado un programa pragmático de estabilización que se apoya en un ancla fiscal (superávits presupuestarios primarios) y un tipo de cambio de paridad móvil (*crawling peg*) para reducir la inflación, con lo que ha generado las condiciones para liberalizar el tipo de cambio y relajar los estrictos controles de capital (incluidos impuestos a las importaciones y normas que obligan a los exportadores a vender el 80% de sus fondos al banco central al tipo de cambio oficial y el resto en el mercado paralelo).

El gobierno devaluó drásticamente el tipo de cambio oficial en diciembre de 2023 y estableció un tipo de cambio móvil con una depreciación de la moneda de 2% cada mes. El objetivo era reducir rápidamente la inflación hacia la tasa de depreciación, con lo que limitaría la apreciación real de la moneda. Si la inflación continúa cayendo, el gobierno podría cambiar la tasa mensual de depreciación a 1%.

La política monetaria ha cambiado significativamente, empezando por la reducción de los pasivos remunerados del banco central (principalmente la deuda que había emitido para esterilizar la expansión de la oferta monetaria bajo su política anterior de financiar los déficits presupuestarios del gobierno). El gobierno creó un nuevo financiamiento para proporcionar liquidez a corto plazo al sistema financiero, administrado por el banco central, pero el Tesoro es quien paga los intereses sobre cualquier pasivo.

El banco central utiliza su tasa de interés de referencia más para influir en el tipo de cambio (que a su vez afecta la inflación) que como una herramienta para apuntar directamente a la inflación a través del canal de crédito (que es muy débil, dado el pequeño tamaño del sistema financiero). Los estrictos controles de capital han permitido al gobierno mantener tasas de interés reales negativas durante mucho tiempo, lo que ha facilitado la reducción del valor real de los pasivos tanto del gobierno central como del banco central. En las condiciones actuales, no es posible establecer una política formal de metas de inflación.

¿Cómo afectaría un posible nuevo programa con el FMI a su análisis?

Un nuevo programa podría aumentar las reservas de divisas y tal vez la probabilidad de una calificación crediticia más alta, pero no es un requisito previo para esto último. Argentina ya debe alrededor de US\$44,000 millones al FMI bajo su programa actual. Un nuevo programa del FMI con fondos nuevos podría aumentar la credibilidad del gobierno y su acceso a la liquidez, posiblemente dándole más margen para acelerar su programa de ajuste. Sin embargo, no está claro si un nuevo programa se pondrá en marcha en el corto plazo.

¿Cuáles son las implicaciones de los planes del presidente Milei para cambiar la estructura de la economía?

El presidente Milei ha cambiado los términos del debate sobre la política económica al desafiar las opiniones previamente dominantes que priorizaban un papel importante del sector público en la toma de decisiones económicas y la producción. Busca desregular la economía y reducir el tamaño del gobierno, con lo que disminuirá la nómina salarial. Si se implementan con éxito, estas reformas podrían reducir el papel del sector público en la economía y promover un mejor desempeño económico a largo plazo.

Esto sería un cambio drástico en un país donde el sector público emplea alrededor de 17% de la fuerza laboral, un porcentaje más alto que en otros países latinoamericanos. El empleo total del sector público aumentó a casi 5 millones en 2021 desde 3 millones en 2006, mientras los empleos del sector privado no crecieron. La recaudación de impuestos del gobierno general aumentó a 25%-30% del PIB en la última década desde menos de 20% hasta 2003, sin que se produjeran mejoras en los servicios públicos.

La aprobación de una ley marco ("Ley Bases") a mediados de 2024 sentó las bases para la desregulación de la economía. La ley delegó poderes extraordinarios al poder ejecutivo durante un año para enmendar otras leyes para cerrar, fusionar o recortar ministerios y agencias del gobierno central. Entre otros objetivos, ha permitido al gobierno llevar a cabo recortes de empleo y abolir regulaciones que restringen la competencia o se han vuelto redundantes.

¿Cuáles son los riesgos de esta estrategia económica?

El programa ha derivado en una recesión, superávits fiscales y menor inflación. Las reservas en moneda extranjera del país siguen siendo bajas, incluso cuando el tipo de cambio continúa fortaleciéndose (aunque a un ritmo más lento). Las reservas brutas de moneda extranjera aumentaron a US\$31,000 millones en noviembre desde US\$23,000 millones al cierre de 2023. Sin embargo, las reservas netas de divisas siguen siendo negativas. La falta de reservas incrementa los riesgos de inestabilidad y retrasa el avance hacia políticas cambiarias y monetarias más estables y ortodoxas.

La devaluación del tipo de cambio y el régimen de paridad móvil podrían haber sido útiles para Argentina al brindar cierta previsibilidad en medio de una mayor incertidumbre sobre la política fiscal y monetaria. La voluntad del gobierno de sostener un fuerte ajuste fiscal parece sólida, pero su viabilidad política quedará en tela de juicio si la actividad económica no se recupera pronto.

Una mayor certeza sobre dichas políticas fiscales, junto con mayores reservas de divisas, podrían permitir al gobierno aumentar el papel de las fuerzas del mercado en la determinación del tipo de cambio. Los controles de la cuenta de capital imponen un costo, especialmente para los no residentes que se muestran reacios a invertir sin garantías de que se les permita repatriar los dividendos en forma oportuna. Sin embargo, estos controles también mantienen el ahorro interno dentro del sistema financiero local, lo que da estabilidad a los bancos y al mercado de deuda en moneda local, al menos en el corto plazo.

Una depreciación más rápida de la moneda ayudaría a abordar las inquietudes sobre la posible sobrevaluación del tipo de cambio (que podría socavar el éxito a largo plazo del programa de ajuste). Esperamos que la cuenta corriente presente un superávit en el corto plazo debido a las fuertes exportaciones de petróleo y productos agrícolas, los impuestos a las importaciones y la recesión, pero podría tornarse volátil si el tipo de cambio real se aprecia significativamente.

El ajuste económico de Argentina ¿será diferente esta vez?

Al mismo tiempo, una depreciación más rápida del tipo de cambio nominal también podría impulsar la inflación y revertir las recientes ganancias económicas, además de socavar la popularidad de Milei, que sigue siendo clave para avanzar en la estrategia de ajuste. Unificar el tipo de cambio o abolir todos los controles de capital podría generar más entradas de capital y aumentar las reservas de divisas del banco central, pero al hacerlo se corre el riesgo de provocar una mayor inflación. Es probable que el gobierno evalúe las ventajas y desventajas y ajuste sus políticas en consecuencia.

El ajuste económico de Argentina ¿será diferente esta vez?

Copyright © 2024 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

Ningún contenido (incluyendo calificaciones, análisis e información crediticia relacionada, valuaciones, modelos, software u otra aplicación o resultado derivado del mismo) o cualquier parte aquí indicada (Contenido) puede ser modificada, revertida, reproducida o distribuida en forma alguna y/o por medio alguno, ni almacenada en una base de datos o sistema de recuperación de información sin permiso previo por escrito de Standard & Poor's Financial Services LLC o sus filiales (en general, S&P). El Contenido no debe usarse para ningún propósito ilegal o no autorizado. S&P y sus proveedores así como sus directivos, funcionarios, accionistas, empleados o agentes (en general las Partes de S&P) no garantizan la exactitud, integridad, oportunidad o disponibilidad del Contenido. Las Partes de S&P no son responsables de errores u omisiones (por descuido o alguna otra razón), independientemente de su causa, de los resultados obtenidos a partir del uso del Contenido o de la seguridad o mantenimiento de cualquier información ingresada por el usuario. El Contenido se ofrece sobre una base "como está". LAS PARTES DE S&P DENIEGAN TODAS Y CUALQUIER GARANTÍAS EXPLÍCITAS O IMPLÍCITAS, INCLUYENDO, PERO SIN LIMITACIÓN DE, CUALESQUIER GARANTÍA DE COMERCIALIZACIÓN O ADECUACIÓN PARA UN PROPÓSITO O USO EN PARTICULAR, DE AUSENCIA DE DEFECTOS, DE ERRORES O DEFECTOS EN EL SOFTWARE, DE INTERRUPCIÓN EN EL FUNCIONAMIENTO DEL CONTENIDO O DE OPERACIÓN DEL CONTENIDO CON CUALQUIER CONFIGURACIÓN DE SOFTWARE O HARDWARE. En ningún caso, las Partes de S&P serán sujetos de demanda por terceros derivada de daños, costos, gastos, honorarios legales o pérdidas (incluyendo, sin limitación, pérdidas de ingresos o de ganancias y costos de oportunidad o pérdidas causadas por negligencia) directos, indirectos, incidentales, punitivos, compensatorios, ejemplares, especiales o consecuenciales en conexión con cualesquier uso del Contenido incluso si se advirtió de la posibilidad de tales daños.

Los análisis crediticios relacionados y otros estudios, incluyendo las calificaciones, y las declaraciones en el Contenido son opiniones a la fecha en que se expresan y no declaraciones de hecho. Las opiniones, análisis y decisiones de reconocimiento de calificaciones (descrito abajo) no son recomendaciones para comprar, mantener o vender ningún instrumento o para tomar decisión de inversión alguna y no se refieren a la conveniencia de ningún instrumento o título-valor. S&P no asume obligación para actualizar el Contenido tras su publicación en cualquier forma o formato. No debe dependerse del Contenido y éste no es sustituto de la capacidad, juicio y experiencia del usuario, de su administración, empleados, asesores y/o clientes al realizar inversiones y tomar otras decisiones de negocio. S&P no actúa como fiduciario o asesor de inversiones excepto donde está registrado como tal. Aunque S&P ha obtenido información de fuentes que considera confiables, no realiza actividad de auditoría ni asume la tarea de revisión o verificación independiente de la información que recibe. Las publicaciones relacionadas con calificaciones pueden publicarse por diversas razones que no dependen necesariamente de una acción por parte de los comités de calificación, incluyendo, pero sin limitarse, a la publicación de una actualización periódica de una calificación crediticia y análisis relacionados.

En la medida en que las autoridades regulatorias permitan a una agencia calificadora reconocer en una jurisdicción una calificación asignada en otra jurisdicción para ciertos propósitos regulatorios, S&P se reserva el derecho de asignar, retirar o suspender tal reconocimiento en cualquier momento y a su sola discreción. Las Partes de S&P no asumen ningún deber u obligación derivado de la asignación, retiro o suspensión de tal reconocimiento así como cualquier responsabilidad respecto de daños en los que presuntamente se incurra como resultado de ello.

S&P mantiene algunas actividades de sus unidades de negocios independientes entre sí a fin de preservar la independencia y objetividad de sus respectivas actividades. Como resultado de ello, algunas unidades de negocio de S&P podrían tener información que no está disponible a otras de sus unidades de negocios. S&P ha establecido políticas y procedimientos para mantener la confidencialidad de la información no pública recibida en conexión con cada uno de los procesos analíticos.

S&P recibe un honorario por sus servicios de calificación y por sus análisis, normalmente de parte de los emisores de los títulos o por suscriptores de los mismos o por los deudores. S&P se reserva el derecho de disseminar sus opiniones y análisis. Las calificaciones y análisis públicos de S&P están disponibles en sus sitios web, www.spglobal.com/ratings/es/ (gratuitos) y en www.ratingsdirect.com (por suscripción) y podrían distribuirse por otros medios, incluyendo las publicaciones de S&P y por redistribuidores externos. Información adicional sobre los honorarios por servicios de calificación está disponible en www.spglobal.com/usratingsfees.

STANDARD & POOR'S, S&P y RATINGSDIRECT son marcas registradas de Standard & Poor's Financial Services LLC.