



## Argentina: Creciente Deterioro de la Institucionalidad Económica

La crisis institucional que se ha vivido en Argentina a raíz del conflicto entre el Ejecutivo y el ex Presidente del Banco Central, Martín Redrado, da cuenta de los problemas que enfrentará el país durante el año 2010 y de las debilidades de su frágil estructura institucional. Esta situación tuvo su origen en la intención del Gobierno de la Presidenta Cristina Fernandez, de utilizar US\$ 6,6 billones provenientes de las reservas del Banco Central para formar el llamado “Fondo Bicentenario”, que sería destinado, entre otras cosas, a saldar parte de los vencimientos de deuda externa que enfrentará el Gobierno argentino durante este año. Ante la oposición de Martín Redrado a transferir dichos recursos al Gobierno, comenzó una disputa judicial que terminó con la remoción de este último personero de la presidencia del Banco Central de Argentina, el 29 de enero pasado. Estos recursos representan el 37% de las reservas del Instituto Emisor Argentino.

### **Crisis en la Institucionalidad Económica**

Las últimas semanas se han caracterizado por un ambiente tenso. Luego de la resolución del conflicto, cuya prolongación podría haber sido aún más perjudicial para Argentina, la principal y más grave consecuencia, ha sido la puesta en duda de la independencia del Banco Central de Argentina, lo que ha aumentado los temores respecto a la evolución que seguirá la economía argentina durante este año. Por lo pronto, el control de la inflación, que el año pasado se ubicó en torno al 6,5%, se volverá más difícil con un Banco Central que deja de lado el objetivo único de la estabilidad de precios e incorpora como parte de sus metas el financiamiento del gasto público del gobierno Kirchnerista. Este es el tema de fondo que está en la raíz del conflicto.

**La principal y más grave consecuencia, ha sido la puesta en duda de la independencia del Banco Central de Argentina, lo que ha aumentado los temores respecto a la evolución que seguirá la economía argentina durante 2010.**

El mercado ha recibido con escepticismo el nombramiento de Mercedes Marcó del Pont, una reconocida aliada política del matrimonio Kirchner, como nueva Presidenta del Banco Central. Tras su llegada al cargo, el mercado de bonos reaccionó de manera inmediata, perdiendo los bonos denominados en pesos un 3% de su valor en pocos días. Esta reacción se origina en los temores que se han generado respecto a un aumento en la inflación y a una acelerada depreciación del peso argentino. Se cree que el Gobierno ha debido intervenir en el mercado cambiario y en el mercado de bonos para evitar un deterioro mayor en el sistema financiero local.

Marcó del Pont es conocida como una economista “desarrollista”, término utilizado en Argentina para describir a quienes defienden la idea de promover el desarrollo económico, utilizando como principal instrumento políticas fiscales y monetarias expansivas, así como tasas de interés subsidiadas y un Estado creador de industrias, apoyado todo esto por medidas comerciales y financieras de carácter proteccionista. Este tipo de estrategias de política económica tienen una larga data en Argentina, y han provocado reiteradamente altos niveles de inflación, déficit fiscales insostenibles y tipos de cambio sobrevalorados que terminan por generar crisis de balanza de pagos e incumplimientos crediticios a nivel internacional.

Hasta ahora, la frágil independencia del Banco Central había permitido al menos tener un leve contrapeso a la creciente intervención del Estado en la economía. Tras los últimos acontecimientos, es de esperar que los desequilibrios que enfrenta la economía argentina se acrecienten durante 2010, con los consecuentes efectos en términos de conflictividad social y fragmentación política que un escenario de este tipo puede provocar.

Existe consenso respecto a que el nuevo panorama económico que se ha generado en Argentina implicará tener un Banco Central con menos restricciones para financiar el déficit fiscal del Gobierno, lo que incentivará a su vez un mayor gasto fiscal, aumentando las ya altas presiones inflacionarias. El programa de política monetaria que había anunciado el renunciado Martín Redrado para el año 2010 no será tampoco una guía para las nuevas autoridades, lo que imprime mayores grados de incertidumbre a un panorama en el que la institucionalidad económica se ha ido debilitando de manera acelerada. El deterioro institucional de Argentina puede profundizarse, aún más, conforme el ciclo electoral orientado a los comicios presidenciales de 2011 vaya generando mayores presiones de gasto fiscal.

Si bien el Banco Central continuará con su política de intervención en el mercado cambiario para mantener un tipo de cambio “competitivo”, la inflación cumplirá también un rol importante en la mantención de un tipo de cambio alto. De todas formas, el Ejecutivo deberá evaluar hasta que punto llegará con su política cambiaria, dado que una depreciación demasiado alta del peso haría que los argentinos reaccionaran protegiéndose de la evolución del tipo de cambio a través de la compra de dólares. Esto podría afectar la estabilidad del sistema financiero al disminuir los volúmenes de reserva en moneda extranjera dentro del sistema

bancario. Si bien un escenario de ese tipo podría ser el inicio de una nueva crisis de balanza de pagos, lo cierto es que la consolidación de la recuperación en la economía internacional y las favorables perspectivas para la industria agropecuaria argentina debido al record de cosechas que se espera para 2010, deberían ser suficientes para evitar un problema mayor en ese sentido.

### **Otros Factores de Riesgo Económico y Político**

En los últimos meses, ha surgido además una propuesta del Ejecutivo por promover una “reforma financiera”, que implicaría aumentar el control del Estado sobre la banca privada. Si bien no existen aún antecedentes oficiales sobre la propuesta, y se desconoce el momento en el que el Ejecutivo planea iniciar su discusión parlamentaria, se sabe que la idea busca que el sistema financiero sea considerado como un servicio público. Esto permitiría que el Gobierno tenga mayor poder para influir en las decisiones sobre el otorgamiento de créditos en el sistema financiero, con el argumento de apoyar por esta vía a las pequeñas y medianas empresas. El proyecto ha sido diseñado por miembros de la Confederación Argentina de la Mediana Empresa, el Ministerio de Economía, y la propia Presidenta del Banco Central, Mercedes Marcó del Pont. Si este proyecto entra en agenda durante los próximos meses, tal como lo han asegurado algunas autoridades, surgiría un nuevo factor de riesgo y distorsión para la economía argentina.

Luego de haber presentado una expansión promedio del 8,3% del PIB entre los años 2005 y 2008, la economía argentina se contrajo un 4,0% el 2009. El crecimiento se ha basado en un fuerte e insostenible aumento del gasto público, el que llegó al 27% el año 2009 y se espera que crezca en igual proporción el año 2010. La insostenibilidad de este gasto está dada por el uso de fuentes de ingresos transitorios, como las reservas del Banco Central o los nacionalizados fondos de pensiones, para financiar programas de gasto permanentes. Esta situación da cuenta de un crecimiento de carácter inflacionario y no sustentado en una mejora real de la capacidad productiva del país.

Por último, el conflicto entre las distintas fracciones de la coalición gobernante y la pérdida de la mayoría en el Congreso ha debilitado a la administración Kirchner, lo que se materializó a partir de la derrota parlamentaria sufrida por el Gobierno en junio de 2009. Esta situación de debilidad está provocando problemas serios de gobernabilidad, y puede llevar al Gobierno a implementar medidas, aún más radicales, con el fin de mantener los niveles de gasto, que ha exhibido hasta el momento. Este complejo panorama político completa un cuadro de crecientes riesgos para la economía argentina.

### **Reapertura del Canje de Deuda**

Para Argentina resulta vital lograr disminuir la deuda pública que se encuentra en condición de default. Esto permitiría que el país vuelva a tener acceso a los mercados financieros internacionales, lo que resulta particularmente urgente dada la

pérdida de superávit fiscal primario que ha experimentado. El regreso de Argentina a los mercados de deuda permitiría además reducir el riesgo país, frenando con ello la salida de capitales y potenciando así el mercado crediticio a nivel local. Las expectativas que se han generado desde fines de 2009 respecto a un nuevo canje de su deuda en default, ya han presionado al alza el valor de los títulos de deuda argentina, reduciendo también los indicadores de riesgo país.

Se estima que Argentina tiene una deuda pública en default en torno a los US\$ 20.000 millones, a la que se suman intereses no pagados por otros US\$ 10.000 millones. Tal como en el canje realizado en 2005, la discusión se ha centrado en la magnitud de la quita, que corresponde a la proporción de la deuda nominal en default que los acreedores dejarían de percibir bajo el nuevo arreglo. En aquella oportunidad, los bonos que se emitieron para canjear la deuda alcanzaron en el mercado secundario un valor en torno a los US\$ 35 por cada US\$ 100 nominales en deuda en default, lo que equivale a una quita del 75%.

El Gobierno argentino ha manifestado en las últimas semanas que las nuevas operaciones de canje tendrán como piso mínimo una quita sobre el capital de esa misma magnitud. De todas formas, ha trascendido que los bancos internacionales que representan a los acreedores buscarán de parte de Argentina el reconocimiento de los intereses y otros beneficios pagados por el bono de descuento emitido en 2005, lo que se haría, según su propuesta, a través de la emisión de un bono especial de corto plazo. Esto permitiría igualar la oferta de quienes aceptaron el canje en una primera instancia, impidiendo además que Argentina deba realizar un desembolso inmediato para saldar esa parte de la deuda. De esta manera, si por ejemplo el valor de la nueva emisión fuese de US\$ 35 por cada US\$ 100 de deuda en default, la consideración de los intereses y beneficios ya pagados por el bono de descuento de 2005 haría subir la nueva emisión a cerca de US\$ 60 por cada US\$ 100 en default. Si se considera que el valor de mercado de los bonos en default ha oscilado en torno a los US\$ 30 en los últimos años, los acreedores podrían obtener importantes ganancias con esta operación.

Argentina se encuentra hoy en una favorable posición para lograr el canje de una proporción importante de su deuda pública en default. Incluso si toda la deuda fuese reemplazada por una nueva emisión de bonos, los intereses a pagar el 2010 subirían solo un 0,3% del PIB, con el importante beneficio de otorgar finalmente acceso al país a los mercados de crédito internacionales. Sin embargo, de no realizarse esta operación, los riesgos de una nueva crisis macroeconómica aumentarían de forma significativa. Según ha anunciado el Ministerio de Economía argentino, el próximo 14 de abril se abrirá al público el esperado canje de la deuda en default. En una operación de este tipo resulta importante considerar el porcentaje de aceptación que tendrá el canje entre los acreedores. En este sentido, el Ministro de Economía de Argentina, Amado Boudou, ha señalado que una aceptación del 60% de los acreedores restantes del 2005 sería considerado como un importante triunfo para el Gobierno.

Cuadro Nº 1

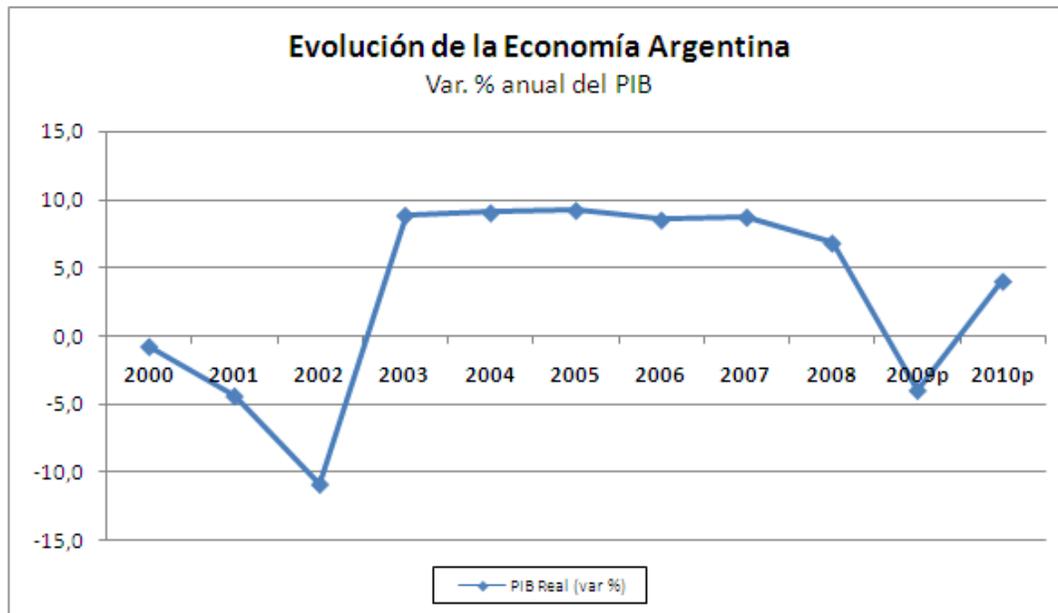
## INDICADORES ECONÓMICOS DE ARGENTINA

 Argentina	2004	2005	2006	2007	2008	2009p	2010p
PIB Real (var %)	9,0	9,2	8,5	8,7	6,8	-4,0	4,0
Demanda Interna (var %)	11,8	9,7	9,4	10,0	8,5	-5,4	3,8
Consumo Privado (var %)	8,3	8,5	7,4	8,8	6,6	0,3	3,0
Inversión (var %)	34,4	22,7	18,2	13,6	9,1	-20,0	2,0
Balanza comercial (US\$ Bill.)	13,1	13,9	13,5	15,4	13,6	16,2	13,3
Exportaciones (US\$ Bill.)	40,4	46,5	56,0	70,0	49,4	57,6	59,3
Importaciones (US\$ Bill.)	27,3	32,6	42,5	54,6	35,8	41,4	46,0
Cuenta Corriente (% del PIB)	2,1	2,9	3,6	2,8	2,2	1,0	2,0
Inflación (%dic/dic)	6,1	12,3	9,8	8,5	7,2	6,5	9,0
Balance Fiscal (% del PIB)	2,6	1,8	1,8	1,1	1,4	-0,7	-2,4

Fuentes: JP Morgan, IIF, FMI.

Gráfico Nº 1

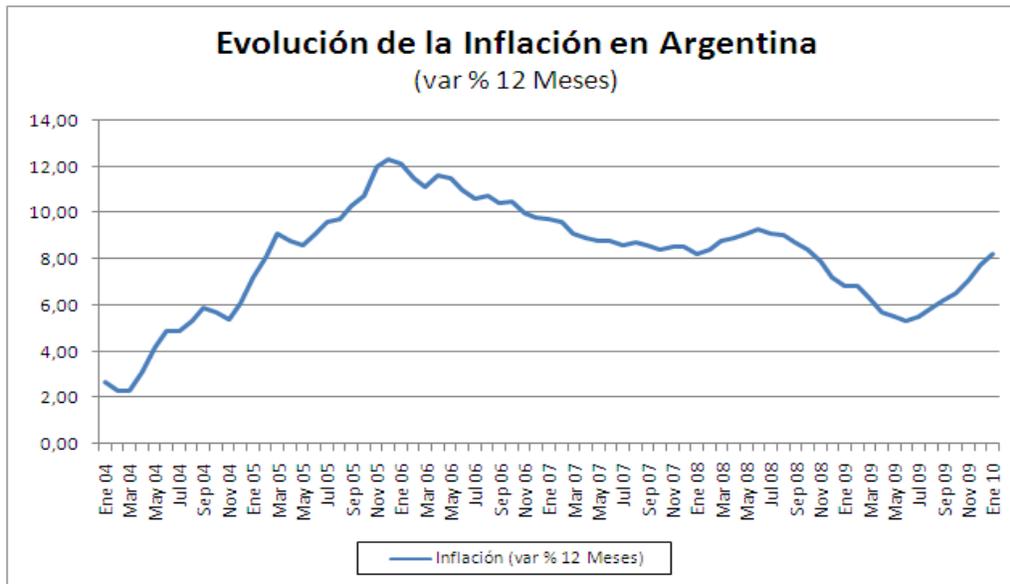
## CRECIMIENTO DEL PIB



Fuente: IIF, JP Morgan.

Gráfico Nº 2

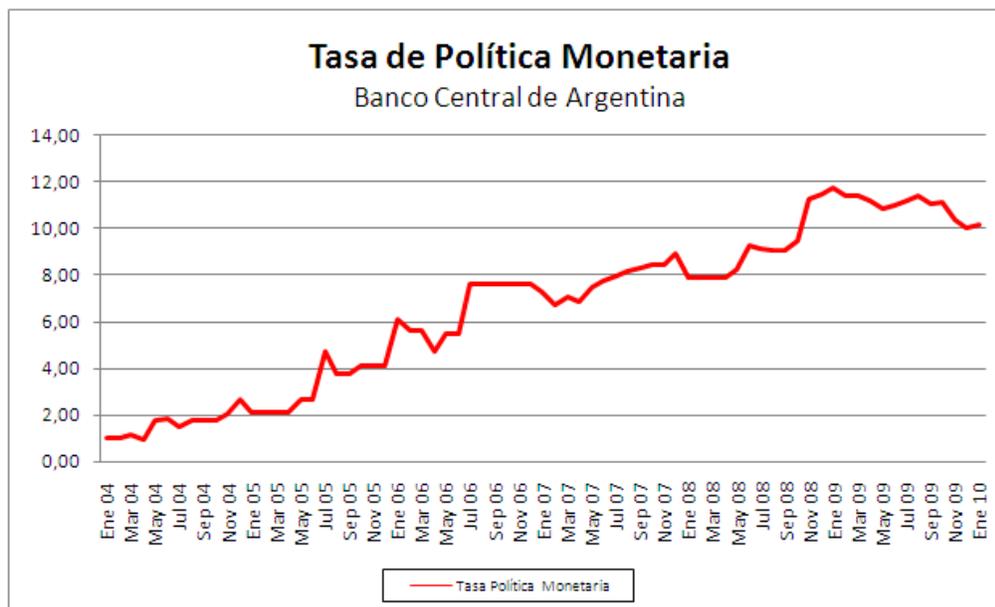
## INFLACIÓN EN ARGENTINA



Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Censos de Argentina.

Gráfico Nº 3

## EVOLUCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA



Fuente: Banco Central de Argentina.

Cuadro Nº 2

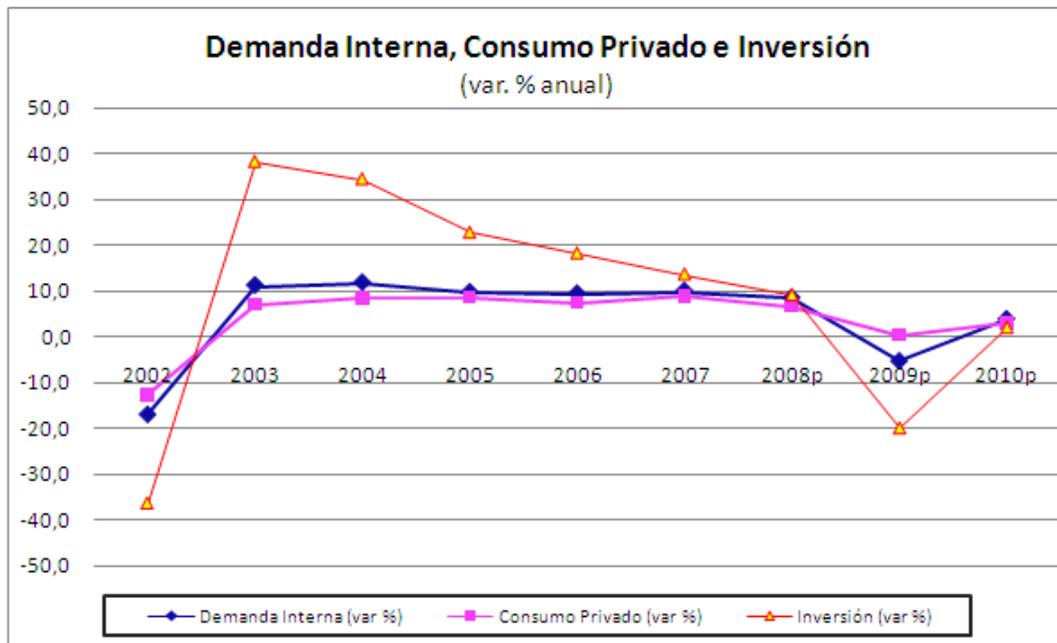
**CLASIFICACIONES DE RIESGO SOBERANO**

	Moody's	S&P
Argentina	B3	B-

Fuente: Moody's y S&P.

Gráfico Nº 4

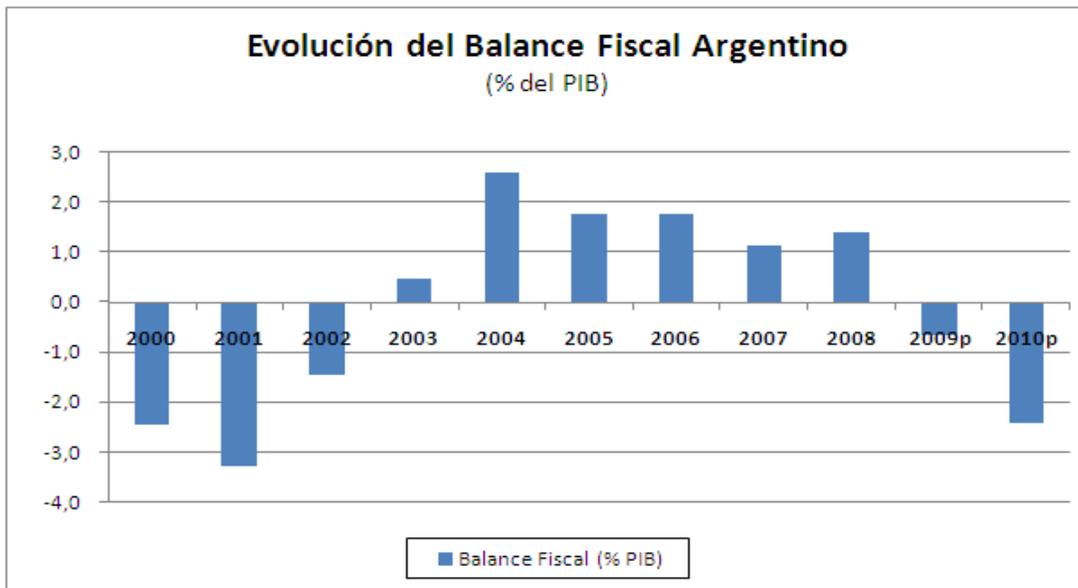
**EVOLUCIÓN DE LA DEMANDA INTERNA, EL CONSUMO PRIVADO Y LA INVERSIÓN**



Fuente: IIF y JP Morgan.

Gráfico Nº 5

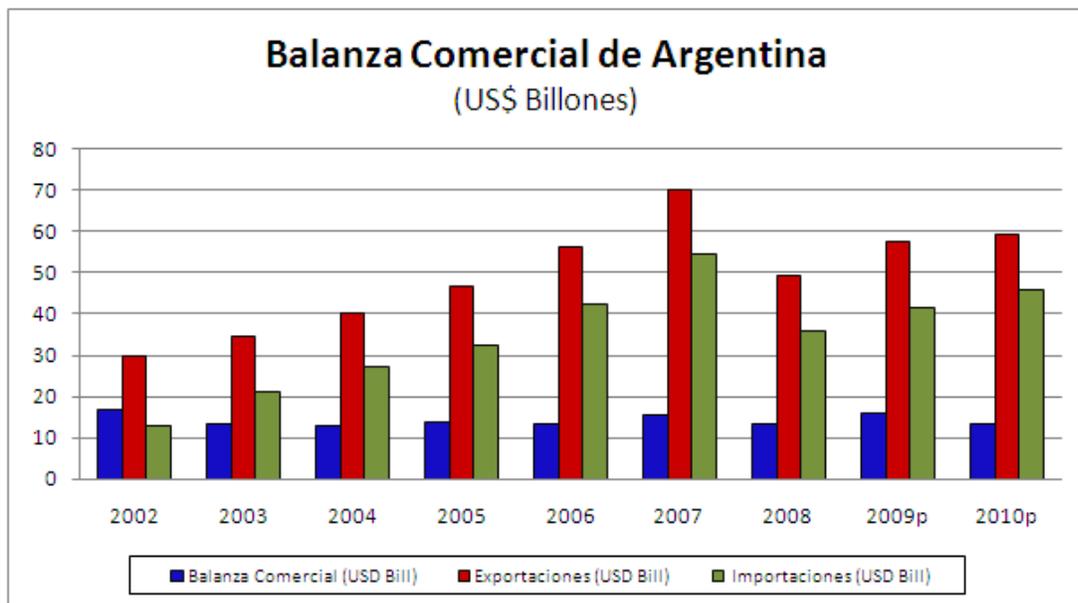
## BALANCE FISCAL



Fuente: FMI.

Gráfico Nº 6

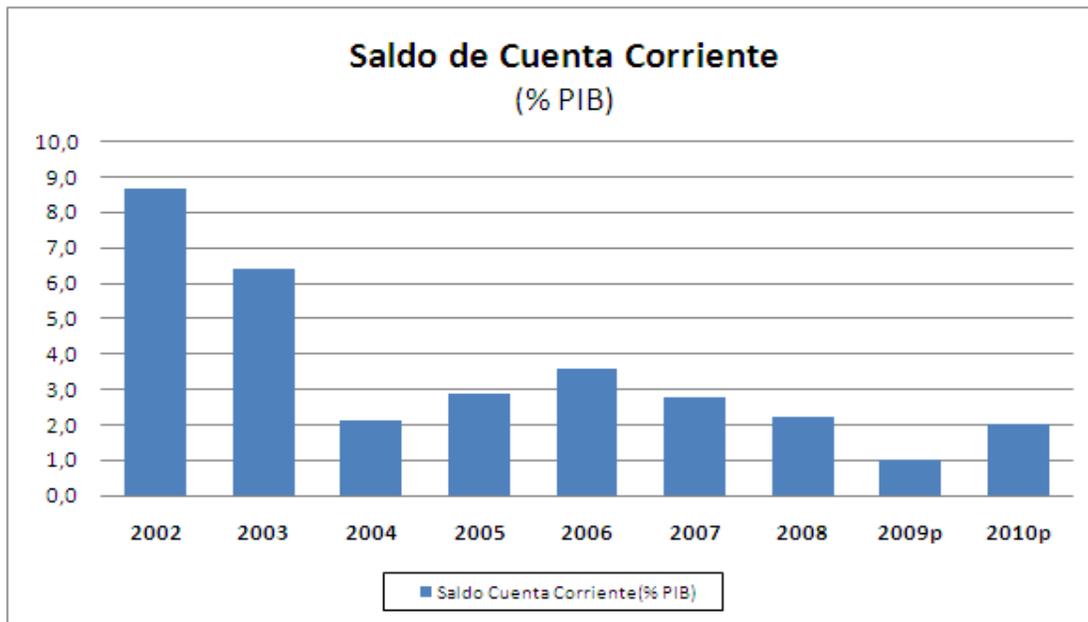
## BALANZA COMERCIAL ARGENTINA



Fuente: JP Morgan.

Gráfico Nº 7

**EVOLUCIÓN DEL SALDO DE CUENTA CORRIENTE EN ARGENTINA**



Fuente: FMI y JP Morgan.

Gráfico Nº 8

**EVOLUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO EN ARGENTINA**



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico Nº 9

## COMERCIO ENTRE CHILE Y ARGENTINA



Fuente: Banco Central de Chile.