

Flash Note:
13/08/2019

Alex Fusté

[@AlexfusteAlex](#)

alex.fuste@andbank.com

Argentina – Q&As

¿Se puede hacer un balance rápido de los daños tras la jornada de ayer?

- Una vez aposentado el polvo (tras la detonación de ayer en los mercados Argentinos), podemos empezar a hacer un balance de los daños en Argentina.
- Según Infobae, la deuda total de Argentina (domestica y externa) medida en USD bajó ayer de USD 339.5bn a USD 325.4bn por efecto licuación de la porción de deuda nominada en pesos, tras el salto del tipo de cambio de 45 a 55 pesos por USD.
- La depreciación tuvo también el inevitable efecto licuación sobre la capacidad de generar riqueza (medida por el PIB) de Argentina, pues este pasó de USD 484.5 bn (según último dato oficial de Julio) a USD 384bn con el nuevo tipo de cambio. Es decir. El desplome del peso destruyó USD 100 bn de PIB
- Así, el ratio de Deuda sobre PIB (medido todo en USD), pasó del 70% al 84% en un solo día.

¿Una deuda del 84% es pagable a tasas actuales?

- Aquí hay que distinguir condiciones financieras (ventajosas) del préstamo del FMI por 57bn USD (y que rondaría el 4%-5% de coste) => **2.5bn USD de intereses.**
- El resto de la deuda serían 268bn USD (sale de restar los 57bn del FMI a la deuda total en USD y que es de 325bnUSD según Infobae). Esta deuda de 268bn USD se financia en mercado.
 - Una parte es deuda externa. El INDEC valoró la deuda externa total en 275bn USD en Marzo. Si le quito el préstamo del FMI me quedan 218bn USD de deuda externa a financiar en mercado a tasas del 12% (las nuevas tasas de mercado son del 20%, pero la duración es de unos 5 años, así que se irá

refinanciando gradualmente a tasas más elevadas):

Eso me da pago por intereses de 26bn USD.

- El resto de la deuda es ($325.4bn - 57bn - 218bn =$ es decir, unos 50bn USD) es doméstica y se financia a tasas muy elevadas > al 60% => **30bn de intereses.**
- Total pago por intereses (FMI + deuda externa privada + Deuda domestica privada) = $2.5bn + 26bn + 30bn = 58.5$ bn USD
- **Medido sobre el PIB (384 bn USD), el pago de intereses representa un 15.2% sobre PIB.**
- Con un déficit primario que puede estar (con un gobierno peronista, entre el 1%-2% en el mejor de los casos) => **Significa que Argentina debe crecer en términos nominales EN USD al 17.2% para que la espiral de deuda se estabilice.**
- ¿Es eso posible? Miren. El PIB nominal en USD viene afectado por muchas variables: Inflación, crecimiento real, depreciación, etc... Si asumo que:
 - La inflación promedio 3Y va a ser del 20% (empuja el PIB nominal en USD 20% arriba)
 - Que la devaluación anual va a ser del 10-15%, pongamos un promedio del 12.5% anual (arrastra PIB nominal en USD abajo). Aquí asumo que el tc real del ARS se ha puesto ya en un nivel muy competitivo, por ello NO asigno una devaluación equivalente al diferencial de inflación.
 - PIB real promedio 3Y va a ser del 2% (no sé si es optimista, pero el efecto arrastre se diluye tras un 2018 nefasto, así que el efecto dinámica hará su papel)
 - Obtengo una cifra estimada de crecimiento de PIB nominal en USD del 9.5%
 - **CONCLUSIÓN: ARGENTINA NO ES SOSTENIBLE CON LAS TASAS ACTUALES DE MERCADO Y SIN AYUDAS ADICIONALES DEL FMI. VAMOS A DEFAULT.**

¿Puede evitarse el default? ¿Qué haría falta para evitar el default?

1. Si se diera continuidad a las políticas desplegadas en los 8 últimos meses (ortodoxia monetaria y fiscal) y que venía rebajando el coste de financiación en mercado dirigiéndose hacia los 500 pb de spread vs Treasury... sería suficiente para evitar el default. ¿Por qué?
 - a. El pago por intereses de la deuda privada externa venía cayendo con fuerza y se hubieran situado en los

- 500pb de spread vs Treasury. **A ese nivel estimo que el coste de la deuda externa se situaría en 15bn USD** (mucho menos que los 26bn USD de intereses que ahora asumo en mi ejercicio)
- b. El pago de la deuda domestica también se reduciría pues las tasas (Leliqs, etc...) se venían recortando a ritmos fuertes, ya que la inflación venía también cayendo (desde el 4.7% mom en Marzo, al 2.4% de Junio). Es legítimo pensar que las Leliqs podrían ponerse en tasas del 30%-40% en poco tiempo (1Q19?), **llevando el coste de esa deuda domestica hacia 17bn USD** (muy por debajo de los 30bn usd que preveo ahora)
 - c. El pago por intereses al FMI quedaría estable en los 2.5bn anuales.
2. Con todo, el servicio de la deuda pública total se situaría fácilmente en los 34.5bn USD (un 9% del PIB), con la continuidad de las políticas.
 3. Esta cifra del 9% del PIB (del servicio de la deuda) coincide con mi estimación de PIB nominal para la Argentina en los próximos 2-3 años. **Lo que implica que haría a ARGENTINA SOSTENIBLE Y SIN NECESIDAD DE DEFAULTEAR.** Pero sería necesario seguir con las mismas políticas que venían desplegando esta dinámica, y Alberto Fernández ya ha dicho que deben cambiarse estas políticas.

¿Qué plantea Alberto Fernández?

Atacar la línea del PIB real (en vez de enfocarse en las otras líneas). Es decir, crecer, y hacerlo a partir de la iniciativa pública.

Yo no creo en el estado como el maná de riqueza. La historia me ha enseñado que no hay efecto multiplicador marginal positivo de la acción de gobierno, y que en el mejor de los casos ese es un juego de suma cero: Si inflo el PIB con déficit (por aumento de gasto), no hay mejora de ratio de deuda/PIB, todo lo contrario, los nuevos intereses deterioran el ratio, y se produce un efecto "snow ball"). Así que, sería una lástima tirar por la borda el trabajo realizado y abandonar la continuidad de las políticas. Un trabajo que Macri hizo tarde (y por lo tanto, mal).

No sé si Fernández comparte o no esta visión. Ojalá coincidamos en algunos puntos, aunque lo dudo, porque esto no va de economía, sino de política. Y desde Marco Aurelio que dejé de creer en la política.

Cordiales saludos