

Claves de Latinoamérica

ARGENTINA

Nº 56

Informe de coyuntura



Julio 2015



CONTEXTO ECONÓMICO POLÍTICO

2016 diferente y mejor que el 2015

En Argentina, con las elecciones presidenciales a la vuelta de la esquina, pareciera estar suficientemente claro que la incertidumbre sobre el estado del período de transición ha disminuido notoriamente, augurando un periplo marcado por una tendencia positiva en lo económico.

Desde señales más fuertes de mejora en el nivel de actividad económica, hasta la instalación de una tendencia decreciente en el incremento de los precios, pasando por una tensión cambiaria disminuida notoriamente (a pesar del factor especulativo que agita el mercado ilegal de divisas), todo indica que los argentinos llegarán a octubre en un estado ausente de emergencia en lo económico.

Tal visión implica también que el último bimestre tendrá todo lo necesario como para instalar una robusta expectativa de crecimiento económico y de reducción inflacionaria.

Por supuesto, esa será la sensación predominante, en la medida en que el conocimiento de las manifestaciones concretas de ese estado en la evolución de las mediciones empíricas de las variables económicas, sólo podrá revelarse en el transcurso de los últimos días del primer trimestre del 2016.

Esto implica que en Argentina el inicio del nuevo año se diferenciará notoriamente del inicio del 2015.

Sin incentivos para alterar las mejores expectativas a partir de lo económico

Independientemente de las señales objetivas en materia económica, es inevitable asumir que esa notoria diferencia vendrá dada por la ausencia de incentivos para alterar este estado de situación, ausente de emergencia y de urgencia económicas.

A esa altura la actual ausencia de los pronósticos apocalípticos que se justifica por los efectos benéficos derivados del cambio de gobierno, que se producirá en diciembre, se manifestará explícitamente.

Con ello, el inicio de la nueva gestión de gobierno no se verá enfrentado a la urgente exigencia de la adopción de medidas de "ajuste".



Por ello, una visión optimista sobre la situación económica de Argentina se impone; aún prescindiendo de una evaluación ajustada sobre quién será el nuevo administrador proclamado en las elecciones de octubre / noviembre próximos.

Sin incentivos para alterar las mejores expectativas a partir de lo político

Con la definición de quienes serán los únicos candidatos que el oficialismo propicia, se ha consolidado la presunción de continuidad en los grandes rasgos de las políticas macroeconómicas.

Esto último fundamentalmente por la designación del candidato a vicepresidente (Zannini –Secretario Legal y Técnico de la Presidencia- acompañará como vicepresidente al candidato oficialista a la presidencia Scioli) que ha venido siendo -desde que el fallecido Néstor Kirchner fuera elegido presidente- el gestor más fructífero e innovador en materia de iniciativas políticas con el que ha contado el kirchnerismo.

La elección de Zannini para acompañar a Scioli le permite a éste último contar con una línea de defensa política que de otro modo no tendría.

La elección de Zannini como candidato a vicepresidente (y, por ende, presidente del Senado) supone que el nuevo gobierno podrá moverse con el suficiente respaldo político, que evite los corto circuitos en otros ámbitos, como el legislativo, por caso.

Su elección permite que se explicita con contundencia que si gana el candidato oficialista es porque ha ganado el actual modelo político/económico; esto es, no será necesario que Scioli haga esfuerzos permanentes para asegurar que seguirá en la línea de la administración kirchnerista.

Más que nada porque en la fórmula para las elecciones de octubre estará el más trascendente representante del núcleo duro del kirchnerismo.

Por todo eso, hay que esperar que el éxito electoral del oficialismo en octubre abrirá las puertas sólo a ajustes de políticas que hagan posible la permanencia del Modelo.



LAS ELECCIONES DE OCTUBRE

El contexto de las elecciones que los argentinos llevarán adelante para elegir al nuevo gobierno se diferencia notablemente de los que han venido acompañando las elecciones anteriores.

Un evento electoral carente del habitual traumatismo cambiario

La objetiva descripción del estado de situación de las expectativas actuales también se nutre del convencimiento generalizado sobre que no se producirán eventos económicos trascendentemente negativos en Argentina.

Una transición carente de traumatismo en lo económico es algo que, hoy por hoy, descuentan tanto oficialistas como opositores.

La anárquica fuga de divisas no será un hecho que rodee el evento histórico del cambio de gobierno.

No se producirá antes de él porque el cepo es un instrumento eficaz para impedirlo.

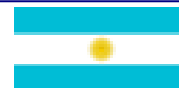
Y no se producirá después de él, no sólo por la muy probable continuidad del cepo, sino también porque si se lo discontinuara deberían haberse concretado efectivamente todas las condiciones necesarias como para que la fuga de divisas no fuera un "*buen negocio*".

Un evento electoral carente del habitual traumatismo inflacionario

El suponer que no hay espacio para considerar probable que en la Argentina se dé una potencial anárquica fuga de divisas, es también un argumento que instala la expectativa de que estarán dadas las condiciones para que sea un buen negocio el ingreso de divisas al país del sur.

Esa argumentación determina que el proceso de administración de la política cambiaria durante la transición (2015/2016) debe necesariamente considerar un nivel de ajuste devaluatorio sintonizado eficientemente con las tasas de interés y de inflación.

En la actualidad, la efectividad de las políticas llevadas adelante en el plano cambiario (controles, tasa de devaluación y ventas de divisas para atesoramiento) y monetario (fijación de tasas de interés en la política monetaria, esterilización de los excedentes bancarios) vienen resultando idóneas para que sea posible su convivencia con un derrotero descendente en la variación de los índices de precios.



Pero aún si el cambio de gestión económica se concretara desbaratando esos instrumentos, también estarían dadas las condiciones para instalar una menor aceleración inflacionaria.

Esto es, la sintonización adecuada de la tasa de devaluación, la tasa de interés y la tasa de inflación puede ser lograda en un contexto de intervencionismo como el actual y también en uno que lo descarte.

En tal sentido, hay que sopesar adecuadamente que hoy ese estado favorecedor de una disminución en la aceleración inflacionaria se está dando en el contexto menos "virtuoso" (un contexto en el que cada vez se robustece más la idea de la continuidad administrativa en la gestión de gobierno).

Un evento electoral sin emergencias

En ese contexto, el proceso interno de sintonía entre las tres principales variables no debe ser evaluado a futuro como un proceso continuo, sino más bien como un proceso que determinará que esa sintonía puede ser alcanzada en algún punto del mismo.

En tal proceso, la tasa de devaluación apuntará a llegar lo más cerca posible de la tasa de inflación y de la tasa de interés, en un timing adecuado como para no afectar negativamente la tasa de inflación.

En ese sentido, el segundo semestre de este 2015 es estacionalmente el indicado como para que la administración del tipo de cambio se gestione con una tasa de devaluación mayor que la concretada en la primera mitad del año.

Un evento electoral con un mejor panorama a la vista

Claramente, el dibujo de la transición en Argentina (2015/2016) resulta trascendente puesto que la ausencia de los elementos más temidos seguirá sin presentarse en función de la aceptada resignación a no esperar un arreglo con los *holdouts*, de una tendencia declinante en la tasa de inflación y de la persistencia de una tasa de crecimiento económico.

Respecto del no arreglo en el tema de la deuda, dista mucho de poder provocar las traumáticas consecuencias que se hicieron y hacen agitar al influjo de las resoluciones judiciales desfavorables para el país.



No sólo el peor evento, la aceleración y caída de los canjes anteriores, no se hizo presente, sino que las cada vez más severas “reprimendas” judiciales desde Nueva York no sólo no logran alterar el *status quo*, sino que explicitan cada vez más la manifiesta arbitrariedad de Griesa, y consolidan la idea de que el arreglo posible será el que está más cerca de la posición que sostienen los argentinos.

En cuanto a la tasa de inflación, su tendencia declinante está prácticamente asegurada ya que la política de esterilización monetaria sostiene las tasas de interés y limita efectivamente la expansión del crédito.

Independientemente de la diferencia de niveles que pueden ser considerados a partir de las distintas mediciones oficiales y privadas, todas las fuentes dan cuenta de una reducción de la tasa de crecimiento de los precios internos a nivel agregado.

Además, hay señales fuertes de que se ha iniciado una fase de recuperación del crecimiento económico que tiene y tendrá un alto grado de componentes determinados por los bajos niveles de producción verificados respecto de los puntos de la comparación relativa (arrastre estadístico) que corresponda tomar (si hablamos del 2015 o, también, del 2016).

LAS EXPECTATIVAS EN MATERIA DE POLÍTICA ECONÓMICA

El “cepo” se queda

Por supuesto, los condimentos que incorpora la puja electoral pueden confundir y derivar la discusión económica hacia la supuesta entidad de modificaciones en algunos aspectos de la política económica como, por ejemplo, el cepo cambiario (las limitaciones para la compra de divisas).

En tal sentido el cepo es un instrumento con suficientes características trascendentes (monto, impuesto, precio, etc.) que habilitan a enunciar su eliminación a partir del cambio en alguna, y sólo algunas de ellas, sin necesariamente eliminarlo como un instrumento con el que se regula la compra de divisas para atesoramiento.

De hecho, en la lógica instrumental del cepo cambiario argentino hay mucho que tiene que ver con las políticas para impedir el blanqueo de dinero y que, por lo tanto, no podrían dejar de aplicarse (usando éste instrumento u otro que lo reemplace).



Por ello, un mecanismo similar al cepo seguirá operativo como primera barrera para automatizar la aprobación de la venta de divisas en la medida que correspondan a ingresos declarados ante el fisco y a los acuerdos de distribución de dividendos.

Paradójicamente, aún si se supone que la fórmula oficialista pierde las elecciones hay que considerar que ese resultado tiene a priori todo lo necesario como para provocar una apreciación más que una devaluación sustantiva de la moneda local.

Por supuesto, desde el punto de vista de su efecto de mediano y largo plazo (en el cortísimo plazo, se produciría una devaluación hasta que el nuevo contexto de políticas se alinee con las condiciones suficientes para provocar un incremento sustantivo en el ingreso de divisas que determine una apreciación cambiaria).

El cepo es un instrumento con suficientes características trascendentes que habilitan a enunciar su eliminación a partir del cambio en alguna, y sólo algunas de ellas, sin necesariamente eliminarlo como un instrumento con el que se regula la compra de divisas para atesoramiento.

Al mismo tiempo, la desarticulación de los mecanismos que gobiernan el ingreso neto de divisas vía las exportaciones/importaciones seguramente sería un proceso que no podría concretarse tan intempestivamente como apresuradamente hoy sostienen algunos referentes opositores.

En ese sentido, el estado irresoluto de las negociaciones de Argentina con los *holdouts* impondría serias restricciones a las intenciones de liberar la exigencia del ingreso de las liquidaciones de exportaciones y no exigir su liquidación local (en la medida en que el ingreso de capitales financieros no podría ser trascendente con ese frente abierto).

Adicionalmente, no hay que olvidar la importancia que tiene desde el punto de vista de la estructura de ingresos fiscales todo lo relacionado con la política cambiaria (pasando desde las retenciones, hasta la venta de dólares para atesoramiento), cuestión que dista mucho de poder ser compensada sin provocar un ajuste mayúsculo y prácticamente imposible de ser llevado adelante en la administración de un período gubernamental.

En suma, aún en la hipótesis de que una alternativa opositora ortodoxa debiera hacerse cargo de la administración en Argentina el 10 de diciembre, lo más probable es que los cambios (que supuestamente



deberían propiciar en función de sus principios) en los principales instrumentos de política económica no puedan ver la luz ni siquiera en el 2016.

No hay espacio, ni necesidad, para una devaluación brusca

De cara al 2016, el nivel de las reservas del Banco Central argentino estará en un momento en el que el ritmo del ingreso de divisas sería un punto crítico y determinante.

Ese año se presenta con un cronograma de pagos externos nutrido por los servicios de la deuda que vencen precisamente en ese año, y por los que fueron venciendo desde que el arrebató del juez neoyorkino Griesa provocara que los pagos no llegaran a manos de los acreedores.

No obstante, las expectativas de ingreso de divisas del 2016 se nutren de las exportaciones gestadas en la cosecha contemporánea (en soja se alcanzaría un record de más de 60 millones de toneladas) y también en las generadas -pero no liquidadas- en el 2014 y 2015.

Con ese panorama general, es improbable que en Argentina se dé una devaluación brusca. Más que nada porque determinaría un aumento de la inusitada liquidación de divisas por exportaciones (tanto contemporáneas como retenidas en los años anteriores) que exigiría la esterilización de los pesos que se emitieran para comprarlas.

En esa línea, si la devaluación brusca sólo puede ser decidida y explicitada por una medida de política económica, es prácticamente ineludible el considerar que esa medida no se dará al inicio de la nueva gestión

Un nivel de esterilización que no podría impedir la reducción de las tasas de interés y el incremento de la creación secundaria de dinero a partir de la demanda efectiva de nuevos préstamos bancarios alentada por la disminución del costo financiero.

El grado de esterilización imperfecta de la mayor cantidad de pesos emitida para comprar la mayor oferta excepcional de dólares y la expansión secundaria de la cantidad de dinero en la economía, provocada por la colocación de nuevos créditos bancarios, estaría predestinada a impedir que pudiera lograrse un avance significativo en el nivel de inflación.



Es en este aspecto en el que inducir una mayor liquidación de divisas con un cambio brusco del tipo de cambio se manifiesta como una medida negativa para la nueva gestión administrativa de Argentina.

Ello porque el aumento de la oferta de bienes y servicios no responde, ni en tiempo ni en cantidad, con la agilidad necesaria como para impedir la persistencia de la presión inflacionaria.

De tal forma, la mayor masa de dinero que se volcaría en el mercado, en mayor cantidad y mucho más rápidamente que la oferta de bienes y servicios que podría ameritar el cambio para mejor en las expectativas económicas, empujaría a una sobreactuación del Banco Central para lograr una esterilización de la misma.

La devaluación objetivo en Argentina no será una cuestión de nivel, sino más bien una cuestión de tasa de devaluación vis a vis el resto de las variables económicas contemporáneas.

Sobreactuación que determinaría una tasa de interés por encima de la del equilibrio y que por lo tanto actuaría como un incentivo para el ingreso de capitales especulativos que difícilmente podrían complementar sus efectos positivos con una disminución trascendente del mayor riesgo de volatilidad que conllevan.

Con ello es improbable el que al inicio de la nueva gestión se produjera una devaluación brusca por la única vía que podría ser razonable de considerar: una decisión de política cambiaria.

Y hoy por hoy, la única forma de considerar la escasa probabilidad de una devaluación brusca al inicio de la nueva gestión es asumiendo que la decida el nuevo gobierno.

Justamente porque las expectativas favorables que genera ese evento impiden el pensar en que la devaluación brusca la pudiera producir un golpe de mercado.

En esa línea, si la devaluación brusca sólo puede ser decidida y explicitada por una medida de política económica, es prácticamente ineludible el considerar que esa medida no se dará al inicio de la nueva gestión (por el riesgo inflacionario que implica la aceleración distinta que pueden experimentar el incremento de la masa monetaria y el incremento de la oferta de bienes y servicios).



Con ello queda expuesto que el mecanismo de política cambiaria con más probabilidades de ser adoptado por la nueva administración en Argentina será justamente la continuidad de una tendencia devaluatoria gradual dirigida o administrada por los hacedores de política económica.

Por supuesto, hoy no es posible referenciar cuál será el nivel de la devaluación objetivo. Precisamente porque la devaluación objetivo no tendrá tanto en cuenta el nivel que compensara la pérdida del poder de compra experimentada desde sus máximos hasta ahora.

La devaluación objetivo en Argentina no será una cuestión de nivel, sino más bien una cuestión de tasa de devaluación vis a vis el resto de las variables económicas contemporáneas.

Por eso la tasa de devaluación esperable para el inicio de la nueva administración no será ni brusca ni significativa y estará dominada por una gradualidad que irá de mayor a menor en su evolución durante el período.

Buenos Aires, Julio 2015