

Claves de Latinoamérica

ARGENTINA

Nº 58

Informe de coyuntura



Febrero 2016



UNA NUEVA OBRA EN CARTEL

La puesta en escena

El gobierno del presidente Macri en escaso mes y medio de gestión puso en vigencia numerosas medidas que provocaron un cambio copernicano en materia de políticas económicas.

Pero no sólo en lo económico se dio un brinco, sino que también hubo avances en el poder judicial y sobre los medios de comunicación. En estos casos lo hizo designando dos jueces “en comisión” para integrar la Suprema Corte de Justicia (el máximo tribunal), y prácticamente anulando la Ley de Servicios de Comunicación Audiovisuales (Ley de Medios), despojándola – entre otros alcances- de su carácter antimonopolio.

Valga lo dicho a título ilustrativo de lo intenso y diverso del despliegue hecho, que a su vez fue complementado con la declaración de diversas emergencias: energética, de seguridad y estadística, y el despido de muchos miles de empleados públicos a los que se conceptualiza como “ñoquis” (cobran pero no prestan servicios).

Complementariamente, las manifestaciones sociales surgidas a partir de estas decisiones fueron reprimidas con medidas de acción directa, situación que no se observaba desde comienzos de siglo.

A efectos de mejorar los activos del banco central, se puso en marcha un programa por el que se intercambiaron letras del Tesoro Nacional en poder del banco central por títulos emitidos por la nación con cotización en el mercado

Según lo señaló recientemente el principal asesor político y de imagen pública del presidente Macri (Jaime Durán Barba) a propósito de la designación por decreto de necesidad y urgencia de dos jueces de la Suprema Corte de Justicia de la Nación (hecho inédito en la historia de Argentina) “... Yo creo que transitamos de una etapa de una Argentina que tuvo una concentración de poder descomunal a un gobierno que era visto falsamente por la gente como un gobierno de gente improvisada, sin fuerza, unos boy scouts que vinieron al poder por accidente. Es bueno dar gestos de que no es eso, de que es un gobierno democrático, pero que puede tener firmeza” “... los decretos de necesidad y urgencia son una demostración de firmeza...”. En relación al tema valga aclarar que ninguno de los dos designados ha prestado juramento.



Como se indicó, el cambio de políticas en lo económico es total. Se pasó de ir al norte a ir al sur.

Para empezar, en materia de movimiento de capitales prácticamente se han levantado todas las restricciones (por caso el plazo de permanencia mínimo de un fondos ingresados al país es de 3 meses y no existe ningún encaje sobre los mismos); además cualquier persona o empresa puede comprar sin restricción hasta US\$ 2 millones por mes y se liberaron las restricciones para el pago de importaciones.

Se eliminaron las retenciones a todos los productos exportables ya sean estos industriales o agropecuarios, tales como trigo, maíz, carnes, productos regionales y pescados. En el caso de la soja y sus derivados, la retención se redujo en 5 puntos porcentuales. En adición a ello se levantaron todas las condiciones a la exportación de alimentos (permisos de exportación) definidos con el propósito de favorecer el abastecimiento del mercado interno.

"El primer objetivo será velar por la estabilidad monetaria de la economía argentina. Dicho propósito implica priorizar la disminución de la tasa de variación de los precios domésticos, hasta niveles semejantes a los que hoy en día experimentan las economías emergentes que manejan su política monetaria con sistemas de metas de inflación".

Se flexibilizó el régimen de importaciones, favoreciendo marcadamente la automaticidad en el ingreso y se eliminaron disposiciones informativas para el sector empresario (sobre precios y rentabilidad).

A efectos de mejorar los activos del banco central, se puso en marcha un programa por el que se intercambiaron letras del Tesoro Nacional en poder del banco central por títulos emitidos por la nación con cotización en el mercado. Esta operación involucra US\$ 16.000 millones y el objetivo es que la autoridad monetaria disponga de instrumentos para obtener financiación con el propósito de reforzar las reservas en moneda extranjera. De este modo el banco central del sur pasará a disponer en su activo de bonos que rinden entre 7 y 7,9% de interés anual y que pueden ser transados en el mercado financiero.

Hay que tener presente que las letras del Tesoro Nacional son intransferibles y además su rendimiento es prácticamente cero por ciento. El canje fue practicado con un descuento del 15% (US\$ 100 en letras por US\$ 85 en bonos).



Se eliminaron todas las regulaciones sobre tasas de interés. Esto es, la vigencia de tasas de interés máximas para operaciones crediticias, y mínimas para operaciones de depósitos a interés para personas físicas.

A su vez el presidente del banco central en su discurso de asunción expuso con total claridad que *"... el primer objetivo será velar por la estabilidad monetaria de la economía argentina. Dicho propósito implica priorizar la disminución de la tasa de variación de los precios domésticos, hasta niveles semejantes a los que hoy en día experimentan las economías emergentes que manejan su política monetaria con sistemas de metas de inflación"*.

Así entonces, las metas de inflación como guía de la política monetaria ha ganado el centro del ring, y a su cargo estará el normalizar el ritmo inflacionario del país del sur.

A efectos de posibilitar el tránsito del país hacia el mercado de créditos internacional se avanzó en la búsqueda de un entendimiento con los tenedores de títulos de deuda que no ingresaron a los canjes de deuda del país (2005 y 2010), los llamados holdouts (o fondos buitres). Una parte de ellos (aproximadamente la mitad) tienen sentencia firme de cobro por parte de un tribunal de los Estados Unidos de América. Esa deuda se eleva a US\$ 10.000 aproximadamente al presente.

En materia fiscal se presentó el programa pensado para el año, que supone una disminución del déficit fiscal primario de aproximadamente 1,1%, lo cual será consecuencia de un severo ajuste de tarifas de luz y gas para clientes residenciales, comercio e industrias

De modo que extrapolando el cálculo, la pretensión para el conjunto de bonistas que en su momento no ingresaron al canje de deuda (el 7.6% del total), se está hablando de aproximadamente US\$ 20.000 millones.

Para Argentina la normalización de la situación de este tema es central porque, claramente de ello depende la posibilidad de acceder a la política de endeudamiento que es clave en la estrategia económica definida.

A pesar de lo trascendente del tema para las actuales autoridades, superar el tema exige alcanzar un acuerdo que sea lo suficientemente atractivo como para que el Congreso de la Nación modifique dos leyes que impiden acordar mejores condiciones que con los acreedores que accedieron a la refinanciación.



Vale tener presente que en el Senado la mayoría está en poder de la oposición. Si se conjugan la cuantía en cuestión, los acompañamientos para con su posición de rechazo a la pretensión de los holdouts logrados por el país en los más variados foros internacionales, la distribución de las fuerzas políticas en el Congreso de la Nación, y la trascendencia que el acceso al crédito internacional tiene para el programa económico vigente, se puede tener una lectura más o menos acabada no sólo de las dificultades que presenta el tema, sino de la significación económica que la jugada importa.

El materia fiscal muy recientemente se presentó el programa pensado para el año, que supone una disminución del déficit fiscal primario (antes del pago de intereses de la deuda) de aproximadamente 1,1%, lo cual será consecuencia de un severo ajuste de tarifas de luz y gas para clientes residenciales (Ciudad de Buenos Aires y del Gran Buenos Aires), comercio e industrias, las cuales al presente están subsidiadas.

En igual sentido el transporte público de la Ciudad de Buenos Aires y del Gran Buenos Aires estará sujeto a un muy fuerte ajuste (a las correcciones en tarifas y transporte se las estima en un rango que va del 200 al 400%).

La consolidación fiscal indicada (caída del déficit en 1,1%) es el efecto neto de:

- a) aumento de ingresos por incremento de tarifas de luz, gas y transporte: 1,5%;
- b) reducción de egresos por disminución de planta de personal, mejor organización del gasto, inexistencia de "retornos" –así fue informado en conferencia de prensa por el ministro del área-; y
- c) efecto combinado de menores ingresos y mayores gastos por puesta en vigencia de promesas de campaña, tales como aumento del mínimo no imponible y actualización de las escalas para el impuesto sobre las ganancias –menor ingreso-, y devolución del IVA para la canasta básica de los sectores vulnerables, ampliación de la asistencia social llamada Asignación por Hijo, entre otros –mayor egreso-.

El detrás de la escena

Esta nueva obra tiene como protagonista, por primera desde la vuelta democrática, a un gobierno de derecha que se ha hecho con el poder a través del voto popular. Es toda una definición. A su vez y en línea con ello, los principales ministros y responsables máximos de áreas clave en lo económico han venido ocupando el máximo nivel directivo en empresas



privadas de los más diversos sectores, tanto nacionales como internacionales.

Lo dicho obviamente no connota una calificación en uno u otro sentido, sino es simplemente una nota de color. Lo que claramente no lo es, es el contexto externo en el que esta nueva gestión de gobierno está llamada a gobernar.

Atrás quedaron los días en que los términos del intercambio impulsaban la economía y simultáneamente possibilitaban utilizar el tipo de cambio como ancla inflacionaria. Desde el 2012 el ciclo se ha revertido y todo indica su continuidad para los próximos años, si bien lejos se está de presenciar precios deprimidos. El precio de la soja, principal producto de exportación, está un 10% por debajo del promedio de los últimos 10 años, si bien ha perdido un 35% de su valor promedio año máximo alcanzado en el 2012.

El ciclo de apreciación del dólar actúa directamente como factor depresor del precio de los productos, en función a que los mismos están expresados en dólares. Como se indica en un reciente estudio del FMI, es el causante final de la dinámica económica de los países emergentes, mientras que los términos de intercambio son sólo el vehículo.

De modo que, además de menores precios, en el horizonte se visualiza un mercado de demanda débil

Este ciclo de aumento de precio del dólar en relación a otras monedas, se da en relación con una China comprometida en un proceso tendiente a que el consumo y los servicios terminen explicando buena parte de la expansión de su producto bruto interno, en detrimento de la inversión.

Así entonces, menos inversión significa menos demanda de productos industriales. Aunque esto en si no impacte en modo significativo sobre Argentina, dada la baja participación relativa de la minería, conlleva un fuerte impacto indirecto, toda vez que el mercado de América del Sur se ve afectado negativamente.

Brasil es el caso saliente de lo apuntado. A la fuerte caída del PBI en el 2015 (-3%) se le adiciona una presunción equivalente para el año en curso.

De modo que, además de menores precios, en el horizonte se visualiza un mercado de demanda débil, y países vecinos comprometidos en procesos defensivos tratando de protegerse de las oleadas negativas que la apreciación del dólar genera, oleadas que no es previsible se atemperen con el correr de los meses / años venideros, sino por el contrario.



Estos movimientos defensivos implicarán más debilidad de sus economías, toda vez que se expresarán a través de devaluaciones y aumento de las tasas de interés domésticas. Ambos factores son poleas de transmisión de movimientos negativos tanto para el sector público como para el privado.

El sector público de estos países si bien no presenta niveles de endeudamiento en moneda extranjera parecidos a los de épocas de crisis pasadas, es evidente que sentirá el impacto de las mayores tasas, tanto en sus presupuestos como en el apalancamiento de la inversión pública.

El sector privado de los emergentes, en general muy apalancado en moneda extranjera es de esperar comience una etapa donde sus inversiones se replieguen a consecuencia del aumento de la tasa de financiación y de la menor disposición de recursos dado que la atención de los servicios financieros comenzará a tener mayor gravitación.

Con una China también alcanzada por el efecto apreciación del dólar lo cual la transforma en un potencial devaluador, aunque de alcance contenido, no es posible pensar en que Argentina se haga "*la distraída*" y utilice el recurso de anclar el tipo de cambio -apreciándolo- a efectos de contener el alza del índice de precios de su economía.

Los países emergentes están embarcados en un proceso de devaluaciones que se sostendrá en el tiempo, pudiendo incluso acelerarse, y ello más allá de toda otra implicación económica en términos de exportaciones, plantea para Argentina un límite en su política de administración de la inflación.

El primer acto de una larga obra

La fuerte puesta en escena referida en el inicio, fue correspondida por un aumento en la variable cambiaria, si bien importante, bastante menos severo que lo esperado. En efecto un dólar pasó de valer \$ 9,73 el 09 de diciembre de 2015 a cotizar \$ 13,72 el 22 de enero de 2016, con lo que la variación hasta entonces ha sido del 41%.

Cabe preguntarse específicamente en relación al valor del dólar, si se está en presencia de un nivel que pueda ser reputado como "*competitivo*", esto es que compare razonablemente bien en términos de tipo de cambio efectivo real.



Como primera aproximación a ello, vale tener presente que diversos estudios sitúan en el entorno de \$ 12,80 por dólar al 30-11-15, el tipo de cambio efectivo real “*de equilibrio*”, o en términos más sencillos con un valor retributivo para los sectores exportadores y que favorezca el tráfico comercial.

Así entonces, y considerando el tránsito inflacionario del período diciembre – enero (en el entorno del 10% acumulado para el período) el valor a fin de mes del dólar debiera colocarse en el entorno de los \$14,0 para mantener el carácter invocado (de equilibrio), máxime si se considera que en para el período diciembre al 21 de enero-16 los países latinoamericanos han devaluado sus monedas en casi un 6%, con Brasil mostrando una corrección superior al 7%.

La liberación del llamado “*cepo cambiario*”, o el límite a la compra de dólares preexistente hasta el cambio de gobierno, no significó un ajuste cambiario desestabilizante. Antes bien, en consideración de lo expuesto podría calificarse como escaso.

En línea con ello, la venta de soja retenida ha sido mucho menor a lo manifestado por las autoridades económicas en base a los compromisos alcanzados con los agentes clave del sector.

El del tipo de cambio es un personaje central en esta obra, sobre todo porque su recorrido estará a caballo (dependerá) de lo que acontezca en términos inflacionarios en el país del sur ya que el atraso cambiario no es una alternativa.

Por su parte la inflación ha estado alineada con lo esperado. En primer lugar debe señalarse que en Argentina rige un “*apagón estadístico*” puesto que el órgano oficial encargado de las estadísticas nacionales y que, entre otros muchos, elabora el índice de precios, declaró la emergencia estadística informando que hacia el mes de septiembre del corriente año estará en condiciones de publicar el índice de precios (aunque parece sacado de Ripley ello es estrictamente ajustado a los hechos).

A pesar de ello, refirió a los únicos dos índices de precios elaborados en el país como alternativas para medir el comportamiento de los precios. Ellos son los que elabora la Ciudad Autónoma de Buenos Aires –de la que

En realidad hasta el presente, no se observa una alineación de variables con la rigurosidad que el combate contra la inflación exige para las aspiraciones del modelo económico



fue jefe de gobierno durante dos períodos el actual presidente Macri- y hoy continúa en manos del oficialismo; y el que elabora la Provincia de San Luis.

En el primer caso la medición de diciembre 2015 fue un aumento en el índice general de precios minoristas del 3,9%, mientras que la medición de San Luis arrojó un 6,5%. Aún cuando la disparidad no es menor, en promedio cabe hablar de un 5%. En alimentos y bebidas, uno de los componentes de mayor ponderación del índice y a su vez el que mejor permite visualizar el impacto inflacionario sobre las franjas de menores recursos económicos, la divergencia es claramente importante. Para la CABA los alimentos y bebidas subieron un 4,9% en diciembre-15, mientras que para la administración de San Luis lo hicieron en un 10,4%.

Estamos hablando de más del doble. Aunque más allá de ello vale referenciar que se está transitando el primer peldaño del proceso inflacionario asociado a la devaluación y liberación de retenciones a las exportaciones del maíz y trigo. En los meses venideros la onda de aumento de los restantes sectores más allá de alimentos y bebidas, esto es servicios, sumado a lo que se adicione a ello seguirá mostrando registros muy agresivos para los sectores de ingresos medios y bajos de la población.

En adición, las espectaculares correcciones anticipadas en las tarifas de luz y gas contribuirán en modo no menor a mover la rueda inflacionaria, que como vimos se retroalimenta con la corrección del dólar. En términos más claros, la nueva inflación genera mayor devaluación, que a su vez impulsa mayor inflación.

En este primer acto en el que estamos conociendo el perfil de los distintos protagonistas –más allá de lo que fue anunciado por quienes están escribiendo el guión-, las tasas de interés –otro de los personajes centrales evidenciaron una desconcertante variación.

En la primera licitación de letras del banco central (un instrumento de regulación monetaria por el que se indica la tasa de interés activa de los bancos para un tomador riesgo cero como es el banco central) el nivel fue fijado en el 38% n.a. para el plazo de 30 días y en 37.5% para 98 días. En la semana previa el anterior gobierno había fijado la tasa para 98 días en el 29% n.a. (no captaba a 30 días de plazo).

En las sucesivas semanas (las licitaciones son semanales) fue reduciendo la tasa hasta alcanzar el actual valor de 31% n.a. para 30 días y 29.5% n.a. para 98 días. Ello muestra que la política monetaria no se presenta como un estilete en el combate inflacionario.



En realidad hasta el presente, no se observa una alineación de variables con la rigurosidad que el combate contra la inflación exige para las aspiraciones del modelo económico, cuyos definidores y administradores anunciaron que el rango inflacionario estaría para el presente año entre el 20% n.a. y el 25% n.a. con valores en el índice de precios para los meses del segundo semestre menores al 1% mensual.

Como se mostró el camino que se siguió en lo económico era predecible, aunque bien se ha apurado el paso y hoy tenemos en el escenario a todas las personas y, más o menos, tenemos claro el rol que se le pretende asignar a cada uno.

CONCLUSIONES

Varias consideraciones en relación a todo ello:

- Es prematuro concluir en nada más allá que asumir un entorno externo que deja poco espacio para intentar que las exportaciones actúen como un dinamizante significativo de la economía;
- La variable inflación es esperable se despliegue con fortaleza perforando el rango máximo previsto por el gobierno. El cuadro fiscal y monetario desplegado por el gobierno no permite ser muy auspicioso en relación a ello;
- Dado la criticidad que reviste el tema inflación, cabe asumir que por distintos canales se actúe con el propósito de deprimir el volumen del consumo doméstico y además se haga jugar un mayor rol a la apertura económica (mayores importaciones);
- El nivel de empleo es muy esperable que baje y de igual modo los salarios cederán espacio frente al embate inflacionario. Empleo por salario sería la encrucijada.
- El factor de crecimiento cabe esperarlo por la inversión y la exportación, de modo que no es previsible se alcance meta alguna de crecimiento durante el 2016 por austera que esta sea, siendo lo previsible que Argentina comience a formar parte de las economías que retroceden. Es posible situar el rango de retroceso entre el 1,5% – 1,8%.

Buenos Aires, Febrero 2016