

Claves de Latinoamérica

ARGENTINA

Nº 59

Informe de coyuntura



Mayo 2016



LA NUEVA GESTIÓN

Diferenciación

La marca del nuevo gobierno argentino en manos del presidente Mauricio Macri está determinada por una obsesiva premisa que deja todo el primer plano a exponer permanentemente que es un gobierno “distinto”.

En función de esa premisa, la de distinguirse en forma extrema de la administración kirchnerista, sus pasos debieron dejar atrás todo aquello que se pareciera a una estrategia de cambio gradualista, y se encaminó a enfrentar la “pesada carga de la herencia del kirchnerismo”.

Siendo tales sus principales objetivos en la estrategia política, instaló las características de tal herencia de forma tal que calaran hondo en la epidermis social, como una manera de aumentar su tolerancia a las medidas que terminaría tomando para despojarse de la herencia.

Una economía estancada, con alta inflación, controles de precios soportados con políticas fiscales de subsidio tarifario y planes de inversión en infraestructura y un tipo de cambio controlado que daba lugar a un mercado ilegal paralelo -en el que se explicitaban los desajustes y los golpes especulativos-, eran el campo propicio como para que el umbral del dolor social se pudiera ampliar dando sostén político para las medidas a tomar.

Sin gradualismo

En la etapa inicial de este nuevo régimen, el gobierno de Mauricio Macri atendió primeramente lo que entiende como urgente.

Aplicó una política monetaria que absorbió los excedentes de pesos en la economía, unificó el tipo de cambio devaluando la moneda local en alrededor del 50%, eliminó impuestos y las retenciones a las exportaciones, y finalmente dio el golpe de gracia ajustando las tarifas de los servicios públicos a niveles impensados (cerca de un 300%) en función de las expectativas iniciales.

Lo último de todo, hace unas tres semanas, fue cerrar el acuerdo con los *holdouts* poniéndole punto final a los 12 años de *default* en los que la Argentina padeció un marcado aislamiento y falta de financiamiento externo.



Así en las últimas semanas luego de lograr que en el Congreso se levantaran las leyes que no permitían cerrar el acuerdo con los “fondos buitres”, el nuevo gobierno terminó colocando deuda en el mercado internacional (después de que la Corte de apelaciones de Nueva York confirmara la orden del juez Griesa de levantar la prohibición de pagarles a los bonistas que sí habían aceptado la propuesta de Argentina para los canjes de deuda de 2005 y 2010).

Pagando costes políticos

Así terminando el cuarto mes del año se observa un nivel de actividad económica seriamente resentida, una tasa de desempleo creciente y una preocupante inflación (en el entorno del 40% anualizado).

Todas ellas señales que se esperaban, pero que superaron las expectativas en cuanto a su nivel, ya que no se pensaba que el nuevo gobierno hiciera todo junto.

Aún vista con sus propios ojos, la estrategia política falló en cuanto a que su andamiaje estratégico no parece haber evaluado certeramente la extrema magnitud del impacto inflacionario que tendrían sus primeras medidas, y la endeblez temporal de la pretendida promesa de un segundo semestre en el que la actividad económica da la vuelta hacia el crecimiento y la inflación se hunde hasta el umbral del 1%.

Así, agotada la tolerancia posible parece que el nuevo gobierno apunta a dar transparencia a su programa macroeconómico como una forma de ver si con ello el umbral de tolerancia social vuelve a ampliarse.

Desgraciadamente, parece haberse asentado una situación en la que la fuerza de sus medidas iniciales complicaría en demasía su pretensión de que una exposición más transparente y prolija de sus políticas de estado en materia económica puedan ser tomadas como un elemento de disuasión del desencanto.

El error de cálculo parece claro, toda vez que el impacto económico en el humor social va a impedir que se instale con la fuerza necesaria la visión del efecto derrame derivado del virtuosismo que las medidas suponen.

Pagando costes económicos

En materia monetaria, el banco central migró hacia la utilización de la tasa de interés como instrumento de política para bajar la tasa de inflación y



como una forma de desandar la transición a un programa de metas de inflación.

Sin embargo, tal esquema de política monetaria está seriamente amenazado por la necesidad de financiar un déficit fiscal amplificado por un Estado con el sobrepeso de las políticas anteriores, y con una capacidad de recaudación herida seriamente por la reducción de impuestos decidida y mucho más por un nivel de actividad económica que va rumbo a una caída anual de casi el 3%.

Todavía no se conoce la magnitud del gasto público ni el déficit fiscal que proyecta la nueva administración para este año, lo que implica que no se sabe si el gobierno va a poder recuperar la recaudación para neutralizar el aumento del déficit del 2% del PIB que provocó con la implementación sin gradualismo de sus primeras medidas económicas.

Contribuyendo a aumentarle los costes a ciertas ramas del sector privado

Salvo algunas ramas fabriles ligadas con el sector agrícola, la mayoría de los sectores manufactureros enfrentan un 2016 bastante oscuro.

La caída de la producción industrial venía afectada seriamente por la pérdida de competitividad externa (por el aumento de los costos internos en moneda extranjera), las restricciones cambiarias (que implicaron la falta de insumos importados) y el freno de la demanda externa (desaceleración mundial, bajada de precios de los productos y, fundamentalmente, el mal momento de Brasil).

Las primeras medidas implementadas se concentraron en resolver el estrangulamiento del sector externo con la eliminación/reducción de los derechos de exportación, la posterior devaluación y con la apertura del cepo.

Pero tal resultado se vio, y se ve, seriamente amenazado por la fuerte recesión que afecta a Brasil, la caída del precio internacional de los productos y la sobreoferta de producción en China.

Las ramas económicas más afectadas son la automotriz, la industria petrolera, y la siderurgia.



Perjudicado por factores externos

Hoy por hoy, la situación más preocupante es la crisis de Brasil (la recesión en Brasil estará cerca del 4% en este año –semejante a la que tuvo el año pasado-) dado que tiene un peso relativo de casi un 20% de las exportaciones totales de Argentina.

En tal sentido, los problemas de Brasil impactan por doble vía a la Argentina: por la menor demanda como consecuencia de la contracción de su nivel de actividad y por el encarecimiento relativo de la economía argentina respecto de la producción brasileña.

El caso donde más se patentiza esa situación es el del sector automotor, que representa aproximadamente 12% de la producción de la industria argentina (desde mediados de 2013 se observa una caída ininterrumpida de la cantidad de vehículos argentinos exportados a Brasil).

En ese caso, en lo que va de 2016 las ventas de coches a Brasil se han contraído casi un 40% interanual en el primer trimestre del año, lo cual explica más del 80% de la caída experimentada en la producción local de automóviles.

De tal forma, pese a los esfuerzos que haga el nuevo gobierno para recomponer la competitividad del sector manufacturero, el contexto externo luce inevitablemente desfavorable y es un elemento que también neutraliza (en este caso por la vía externa) las posibilidades de recuperación.

Con ello, las perspectivas de recuperación de la industria argentina en el 2016, por lo menos, dependerán de la dinámica de su mercado interno, dinámica que, lamentablemente, es –por lo menos- nula en el corto plazo.

Y esto último es un efecto colateral del set de medidas que tomó el nuevo gobierno para corregir el atraso cambiario y tarifario, ya que ese set aceleró la inflación y redujo significativamente los ingresos de las familias en términos reales.

Complicando el resto del 2016

En ello tiene su cuota de participación la fuerte suba de tasas de interés que generó el banco central argentino como un medio para contener la suba de precios, pero que no sólo afectó las posibilidades de financiamiento de la inversión y el consumo, sino que también impactó en la



cadena de pagos y en el proceso productivo de las pequeñas y medianas empresas.

De todas formas, aun cuando la demanda interna se recuperara en Argentina hacia finales de año (tal como espera el nuevo gobierno), sus productores deberán hacerle frente a la competencia externa en un contexto de mayor apertura comercial y un tipo de cambio real que se ha venido atrasando, y que se atrasará aún más como resultado de la alta tasa de inflación argentina y también por el mayor ingreso de divisas que se espera por la vía comercial y fundamentalmente por la vía financiera (ya que se ha cerrado el capítulo del *default* con una tasa de interés del 7,5% anual).

Todo ello, dibuja un escenario difícil en el presente año para la industria que deberá capear el viento de frente externo y soportar una demanda interna que no muestra perspectivas de recuperación en el corto plazo.

Ese escenario se impone porque Brasil continuará condicionando fuertemente el frente externo (las expectativas apuntan, en el mejor de los casos, a que sufra un estancamiento en 2017).

Siendo ese el escenario, en lo que resta del 2016 tiene altas posibilidades una desaceleración de la inflación en Argentina a partir de junio y, en consecuencia, una moderación de las caídas en la comparación interanual consistente con una recuperación en el margen desde los máximos a ser alcanzados en abril/mayo.

Pero la mala noticia es que esa dinámica sólo sería posible por una caída del PIB de 2,5-3% en todo el año.

Como se dijo, las correcciones tarifarias anunciadas por el nuevo gobierno, están lejos de ser llamadas graduales (agregan 8 puntos porcentuales a la inflación en forma directa), pero al mismo tiempo tienen un impacto fiscal acotado (en torno a 1 p.p. del PIB).

Aunque el corto y medio plazo no sean color de rosa, serán mejores que hoy

Por todo lo señalado, puede pensarse que la economía argentina transita el peor momento del ciclo donde se combina la alta inflación derivada del impacto directo de la subida del dólar y de las tarifas sobre la inflación, con salarios viejos en muchos sectores a la espera de las negociaciones paritarias, y con las altas tasas de interés del banco central



(que ha asegurado que las seguirá sosteniendo hasta tanto no haya señales de convergencia hacia un sendero de inflación decreciente y consistente con los objetivos gubernamentales).

Como se ve, la contrapartida del proceso de corrección de precios relativos en Argentina es la caída del salario real y la retracción del consumo privado.

Efectos inevitables en una economía como la argentina donde la transferencia de ingresos desde el bolsillo de las familias al campo y las empresas de servicios públicos derivada de la devaluación, la bajada de retenciones a la exportación y la subida de tarifas (en algunos casos con mayor impacto sobre los balances de las compañías que sobre la cuenta de subsidios fiscales) implica una redistribución del ingreso en contra de los sectores de la sociedad con mayor propensión marginal a consumir.

Castigando al crédito

Por su parte, si bien el canal del crédito resulta acotado para una economía como la argentina -donde la participación del crédito a PIB apenas alcanza el 12%- el ajuste de tasas -del 20% al 38%- ya hizo su indeseado aporte al enfriar la dinámica del crédito para el consumo y para las empresas, que hasta el año pasado estaban impulsados por las líneas subsidiadas que ahora empiezan a perder participación.

Al mismo tiempo, con una tasa de interés implícita en los títulos del banco central en el mencionado 38% anual para 35 días de plazo -y con la expectativa de que las tasas se sostendrán en esos niveles altos hasta tanto la inflación no dé señales de ingresar en un sendero decreciente, el rendimiento esperado de los proyectos de inversión de la economía real compiten con una vara muy alta (el costo de oportunidad del capital al 38% anual), situación que terminará demorando proyectos de inversión, sobre todo en un contexto de enfriamiento del mercado interno, crecimiento débil del comercio global y recesión en Brasil.

Complicado para enfrentar la tendencia de apreciación del tipo de cambio

De todas formas, si las altas tasas atraen la entrada de capitales y esto permite suavizar la trayectoria del tipo de cambio una vez que se termine la etapa de ingreso de los dólares de la soja, es muy probable que en Argentina se enfile hacia una apreciación del tipo de cambio real.



Eso sería útil para la política que persigue en simultáneo moderar la inflación y la recesión, pero conspira en contra de las exportaciones y favorece las mayores importaciones de bienes de capital pero también de bienes de consumo.

Igualmente, dado que el instrumento del banco central es el mantenimiento de una tasa de interés real positiva y alta, para que este esquema de “*dominio monetario*” sea sostenible y no derive en una trayectoria insostenible de la carga de intereses de la deuda del Tesoro –o del banco central, lo que se conoce como déficit cuasifiscal-, que termine en una nueva monetización que altere el equilibrio dólar-tasa de interés, el déficit fiscal tiene que ir reduciéndose en el tiempo.

No obstante, la política de flotación del tipo de cambio no puede ser automática en una economía que tiene reservas bajas, elevada brecha fiscal y donde el dólar sigue siendo la moneda de refugio.

Por ello es que se consideró positiva la señal que mandó el banco central cuando compró dólares en el mercado para evitar una excesiva apreciación del tipo de cambio nominal en un contexto de tasas altas e ingreso transitorio de los dólares comerciales.

Con una zanahoria muy cara para atraer inversiones directas

De todas formas, son muchos los desafíos por delante para Argentina para que la transferencia de ingresos desde el bolsillo de las familias a la rentabilidad de los sectores de servicios (energía, agua, gas y transporte) y de la exportación asociada al proceso de corrección de precios relativos (dólar y tarifas), cristalice en un flujo inversor sostenido.

Lo esencial es que las bajadas de precios y del costo financiero tienen que posibilitar un aumento en la inversión real en dichos sectores para elevar la productividad de la economía y la oferta potencial de dólares.

Para ello, además de las señales de la estabilización de las principales variables macroeconómicas (tipo de cambio, inflación y tasas de interés), el marco normativo y la letra chica de los contratos serán los aspectos relevantes a testear para delinear un proceso de reinversión de los beneficios de estos sectores, sobre todo en el arranque, para que no termine en un proceso de giro de beneficios al exterior y de fuga de capitales.



CONCLUSIÓN

El nuevo gobierno argentino va dando forma a un programa macroeconómico sin enunciarlo pormenorizadamente.

Lo vino haciendo definiendo sus principales elementos aisladamente: unificó el mercado cambiario y levantó las restricciones que imperaban sobre él (el denominado “cepo” cambiario), se embarcó en una política monetaria duramente contractiva (primero absorbiendo pesos con títulos del banco central y después subiendo fuerte la tasa de interés), decidió un conjunto de rebajas impositivas, una fuerte subida de tarifas (la electricidad en febrero y el gas, el transporte y el agua en abril), y concretó el retorno de Argentina al mercado de capitales tras solucionar el conflicto por la deuda en EE.UU.

Tal lista de elementos programáticos despejó unos flancos conflictivos, pero también instaló un conjunto de desafíos y efectos negativos colaterales que dibujan el escenario más probable para Argentina en lo que resta del 2016.

Entre esos elementos destacan la desmejora de la situación fiscal (ya que la rebaja de impuestos decidida al comienzo de su gestión le suma presión a los ingresos en función de la retracción económica y obliga a que los gastos no suban más que los ingresos) y la necesidad de que el sector público consiga financiación en lo que resta del año (la emisión efectuada de nueva deuda no es suficiente y si debiera recurrir al mercado interno – porque el gobierno anunció que no haría más colocaciones de deuda internacional- competiría y desalojaría del mercado de crédito interno al sector privado).

De todas maneras, los dos desafíos esenciales para el nuevo gobierno argentino en el resto del año vienen dados por la aceleración de la tasa de inflación y por la caída de la actividad.

En ese sentido, al día de hoy, la inflación ya está en el orden del 40% anual con lo que el deseo de la nueva administración de llegar al 25% a fin de año ya no es un objetivo alcanzable, y el nivel de actividad ya está cerca de una retracción del 3% (derivado de los efectos de las medidas locales y también por la magnitud y la duración de la caída del nivel de actividad económica de Brasil).

Buenos Aires, Mayo 2016