



El Talón de Aquiles económico de Macri

JAIME FARJI

CLAUDIO LOZANO

Junio 2016

El talón de Aquiles económico de Macri

Ya se ha hablado bastante sobre lo peligrosa que puede ser la ideología para el gobernante cuando la realidad no se ajusta a sus teorías.

Desde la asunción de Macri, numerosos analistas abordaron esta cuestión. Según el “libreto” del gobierno, la salida del “cepo”, la eliminación o reducción de las retenciones y el pago a los “buitres”, son señales que van a mejorar el “clima de negocios” de los inversores. Ello en teoría va a generar inversión directa o financiamiento para proyectos de inversión, se producirá un aumento del empleo, la producción y el consumo, lo que llevará a acabar con la pobreza de un modo genuino.

El primer inconveniente de este razonamiento es que la inversión no depende sólo del “clima de negocios”, de la eliminación de las restricciones en los mercados, y del beneficio empresario, los tres aspectos a los que apuntaron las medidas económicas.

La situación política y económica de Brasil, uno de los principales socios comerciales de nuestro país, los cambios que se están produciendo en las políticas económicas de China, y la caída de los precios internacionales del petróleo y de las materias primas agrícolas que Argentina exporta son factores que determinan las decisiones de inversión de operadores importantes, y no están afectados por las medidas del gobierno. Asimismo, la caída del consumo y por ende de la demanda en el mercado doméstico en un contexto donde, como se señalara, la demanda mundial no está en su mejor momento actúa también como límite para la inversión. Si además la relación tipo de cambio tasa de interés permite hacer importantes ganancias en dólares en el marco de la libre movilidad de los capitales, es probable que la inversión financiera sea preferible a la productiva para los principales operadores económicos. De más está decir que las características de los principales mercados de nuestra economía (oligopolios, conglomerados, control privado de recursos naturales que devengan rentas, o privilegios asociados a la protección estatal) complejizan aun más el debate sobre el comportamiento de la inversión ya que facilitan la obtención de rentas extraordinarias más allá de las decisiones de inversión. Es decir, la visión de la ideología gobernante es un tanto simplista al asociar la inversión solamente con la vaga y ambigua referencia al clima de negocios. No obstante, sigámosle el juego a la concepción gobernante a efectos de observar que aún en su propia lógica presenta contradicciones insalvables.

Ya se ha salido del cepo, ya se han eliminado las retenciones, ya se ha acordado con los “Holdouts” y se les ha pagado. ¿Y ahora?

Ahora no hay excusas. La habilidad del gobierno al remover en poco tiempo tres obstáculos señalados por los formadores de opinión como centrales para la economía, es un punto a favor de los gerentes de Macri. Ya lograron, según su propia lógica, establecer la “condición necesaria” para el despegue. Sin embargo, nadie puede pretender que luego de años de inflación, en medio de una recesión que lleva tiempo instalada, con las reservas del Banco Central reducidas a la mínima expresión, y a la salida de una suspensión de pagos que se prolongó por más de una década, se produzca una avalancha de inversiones y de préstamos a baja tasa de interés que revierta la situación de la noche a la mañana.

El gobierno lo sabe. Su ideología limita el menú de medidas a tomar, pero sus funcionarios saben que no se puede invocar a la “paciencia de la sociedad” mientras maduran las decisiones de los actores privados.

Este gobierno podrá eliminar subsidios a los operadores privados de servicios públicos, y los compensará con aumentos de tarifas, pero no re-estatizará la gestión. Acordará con los concesionarios algún tipo de mejora del servicio, pero si no cumplen, a lo sumo cambiará al concesionario, respetando el marco regulador que, recordemos, viene de la época menemista y no se modificó hasta hoy.

Este gobierno garantizará fluidez en el mercado de divisas para los importadores y para girar utilidades al exterior. Les dará “seguridad jurídica” (incluso renunciando a la jurisdicción nacional para dirimir conflictos), con tal de atraer inversiones, pero si éstas no se producen, no se hará cargo de la producción de bienes y servicios: no volverá jamás al “estado empresario”.

Una inflación persistente y una actividad económica que no repunta son problemas que el gobierno debe enfrentar de alguna manera, y necesita mostrar resultados, si no definitivos, al menos tendenciales, en el corto plazo.

Endeudamiento para todos y todas

Para la inflación, que atribuye al exceso de demanda y en particular al déficit fiscal financiado con emisión monetaria, y no a la insuficiencia de la inversión asociada a la concentración económica, su solución se aparta de la lógica de la ortodoxia habida cuenta de los límites políticos que el gobierno tiene. Propone entonces reducir el déficit lentamente y financiarlo con endeudamiento.

Consciente del efecto inflacionario de la devaluación, que fue necesaria para abrir el “cepo”, pretende “anclar” a partir de ahora el dólar, y para ello debe contar con un stock de intervención que, según espera, también provendrá del endeudamiento.

En la visión del gobierno, el otro “ancla” de los costos es que no se disparen los aumentos de salarios en las paritarias. Cree que serán suficientes la recesión y la ola de despidos, que opera como una especie de “espada de Damocles” para los trabajadores: si aumenta el salario y se mantiene la recesión, caerá el empleo. No estamos frente a una novedad, aunque no lo reconozcan los simpatizantes de Cristina Fernández, ella había azuzado este fantasma cuando públicamente se refirió a ciertos “dirigentes sindicales ricos” que no cuidan el empleo con sus “demandas irresponsables”. Una vez más en este punto aparecen las contradicciones. Producida la recesión y su impacto en el empleo como fruto de la devaluación, los tarifazos, la aceleración de los precios y la consecuente caída del salario real y del consumo, el gobierno decidió recurrir incluso a transferencias directas para sostener el consumo (extensión de AUH, pago de juicios a jubilados, devolución del IVA, etc.) y ponerle un piso a la recesión que el mismo engendró, pese a que en su esquema conceptual estas decisiones van a contramano de su estrategia antiinflacionaria. No obstante, su apuesta fuerte sigue siendo la inversión.

En cuanto a la inversión privada, el proceso lógico de maduración indica que la creación de puestos de trabajo estables y el aumento del ingreso llegarán, en todo caso, sobre el final del mandato.

La estrategia del gobierno en este período consiste en un fuerte plan de infraestructura pública. Para ejecutarlo debe contar con financiamiento adicional a los recursos tributarios. Nuevamente, nos encontramos con la solución mágica: “el acceso a los mercados voluntarios de crédito”.

El gobierno se ha colocado, por sus propias decisiones, ante uno de los dilemas más fáciles de entender y más difíciles de resolver en política económica: ¿cómo lograr varios objetivos cuando se cuenta con un único instrumento?

El gobierno apuesta al endeudamiento externo para alcanzar tres objetivos distintos de política económica:

- 1) Financiar el déficit público “normal” (después del ajuste del gasto y los subsidios),
- 2) Anclar el tipo de cambio del dólar, y
- 3) Financiar el plan de obras de infraestructura (déficit “virtuoso”).

Necesidades financieras y dólares en poder de los residentes

Decimos que la única apuesta del gobierno es el endeudamiento externo no porque sea más probable que el interno, sino porque **el ahorro de los argentinos ya está dolarizado**, como consecuencia de la fuga de capitales producida en el pasado. Como veremos, **los efectos cambiarios y monetarios de capturar el ahorro dolarizado de los residentes, son idénticos a los del endeudamiento externo, aunque técnica y jurídicamente no lo sean.**

Basados en los comportamientos históricos de los sujetos con capacidad de ahorro, y en las evidencias disponibles, **el financiamiento que puede capturar el gobierno para sus planes ya está compuesto por activos en dólares u otras divisas, y no en pesos, independientemente del lugar de residencia de los acreedores.** Esto tiene ventajas y desventajas.

El uso de esos recursos, en dos de las tres líneas de acción mencionadas, **será para hacer pagos en el país y en pesos.** Nos referimos al financiamiento del déficit público “normal después del ajuste” y al plan de obras de infraestructura. **El único objetivo que requiere de dólares es el de estabilizar el mercado de cambios y abastecer la demanda de divisas para importaciones y remesas de utilidades al exterior.**

Hasta el año 2009, el Balance de Pagos por Cuenta Corriente (mercancías, servicios, transferencias y rentas) fue positivo. Dentro de ese bloque, era la balanza comercial (mercancías) la que, con su saldo positivo, venía compensando los saldos negativos de los otros componentes. El deterioro de la balanza comercial (particularmente las importaciones energéticas) modificó el resultado. Según datos publicados por el INDEC, a continuación se exponen los resultados de la cuenta corriente para los años 2010 a 2015:

AÑO	SALDO CUENTA CORRIENTE BDP (millones de U\$S)
2010	-1.517
2011	-4.471
2012	-1.440
2013	-12.143
2014	-8.075
2015	-15.934

Según estos datos, en el último sexenio, el déficit promedio anual de la cuenta corriente del balance de pagos ha sido de 7.263 millones de dólares. Si no se modifica la

tendencia actual, para evitar una nueva caída de reservas internacionales (que generaría presiones devaluatorias), se requiere de un ingreso en la cuenta financiera de igual magnitud, además de las sumas necesarias para atender las amortizaciones de capital de la deuda externa pública y privada.

Según el programa financiero del gobierno (**ver cuadro a continuación**), los vencimientos de capital e intereses del ejercicio 2016 ascienden a 12.463 millones de dólares.

A continuación intentaremos analizar qué impactos pueden provocar esos flujos financieros, suponiendo que efectivamente se produzcan según el cálculo oficial, sobre los objetivos del gobierno en materia de inflación o el tipo de cambio.

Programa financiero 2016 (cifras expresadas en millones)

APLICACIONES	Pesos	Dólares	en % PIB
Déficit Primario	\$358.174	\$24.283	4,80%
Vencimientos de Capital e Intereses de deudas	\$183.829	\$12.463	2,46%
Títulos	\$132.042	\$8.952	1,77%
Organismos Internacionales y Bilaterales	\$51.787	\$3.511	0,37%
NECESIDAD FINANCIAMIENTO	\$542.004	\$36.746	7,26%
FUENTES			
Organismos Internacionales y Bilaterales	\$ 44.250	\$3.000	0,59%
BCRA (Anticipos Transitorios + Utilidades)	\$160.000	\$10.847	2,14%
FGS y otros Entes Públicos	\$39.825	\$2.700	0,53%
Mercado Externo	\$ 106.200	\$7.200	1,42%
Mercado Interno	\$ 118.000	\$8.000	1,58%
Refinanciamiento Capital	\$73.750	\$5.000	0,99%
Nuevas Emisiones	\$44.250	\$3.000	0,59%
Otros Financiamientos (CP, RMB, etc.)	\$73.750	\$5.000	0,99%

Aclaraciones:

- 1) El Déficit Primario del Sector Público Nacional no incluye rentas de la propiedad por transferencias del BCRA y Anses que van bajo la línea.
- 2) Los vencimientos correspondientes a Títulos excluyen aquellos vencimientos intra sector público.
- 3) En financiamiento BCRA se incluyen los Adelantos Transitorios más el equivalente a lo que se transferirá por rentas en concepto de "utilidades" del BCRA.
- 4) El financiamiento del FGS es neto de vencimientos de capital e intereses.

Fuente: <http://www.economia.gob.ar/wp-content/uploads/2016/05/presentacion-programa-financiero-2016.pdf>

Inversión y gastos en moneda nacional

Más allá de la propaganda del gobierno sobre la naturaleza “histórica” de sus planes de infraestructura, el presupuesto determina cuánto se va a invertir en un ejercicio (siempre que el presupuesto sea veraz y que se ejecuten todas las obras incluidas en él).

Para el año en curso, el total de gastos de capital, incluyendo la inversión real directa del estado nacional y las transferencias al sector privado y a provincias y municipios para financiar la inversión directa de sus respectivos entes, asciende a 10.900 millones de dólares¹ (**ver cuadro**). Esa cifra está incluida dentro del déficit primario estimado en 24.283 millones de dólares, que junto con los vencimientos de capital e intereses de la deuda, constituyen las necesidades de financiamiento según el programa financiero del gobierno.

Presupuesto 2016 – Gastos según clasificador económico

Clasificador 2 Díg.	Clasificador 3 Díg.	Crédito Vigente
21 - Gastos Corrientes	212 - Gastos de Consumo	255.621,02
	213 - Intereses y Otras Rentas de la Propiedad	103.537,95
	214 - Prestaciones de la Seguridad Social	620.948,10
	215 - Impuestos Directos	74,46
	216 - Otras Pérdidas	0,00
	217 - Transferencias Corrientes	415.453,09
	22 - Gastos de Capital	221 - Inversión Real Directa
222 - Transferencias de Capital		114.846,55
223 - Inversión Financiera		19.206,94
Total		1.576.471,64

Fuente: Ministerio de Economía - http://sitiodelciudadano.mecon.gov.ar/sici/ca13_gastos_clasific.html

De acuerdo con el programa financiero anunciado, las necesidades de financiamiento para 2016 ascienden a 36.746 millones de dólares, compuesto por el déficit ya mencionado y por los vencimientos de capital e intereses de deuda (12.463 millones de dólares).

Según el mismo programa financiero, el 37 % de esas necesidades serán cubiertas por el BCRA y por el FGS de la ANSeS. El 63% restante, es decir, 23.199 millones de

¹ 46,543 millones de pesos en inversión real directa y 114,125 millones de pesos en transferencias de capital, convertidas a dólares a razón de \$ 14,75 pesos por dólar.

dólares serán provistos por el financiamiento internacional o por la captación del ahorro dolarizado de los argentinos.

De estos números surge que, si el financiamiento del BCRA y de la ANSeS se utiliza para financiar gastos en pesos, el gobierno deberá captar del exterior o de los argentinos otros 23.199 millones de dólares, de los cuales, a lo sumo, 12.463 serán para cancelar capital e intereses en moneda extranjera (esto es, si todos los vencimientos de capital e intereses del año fueran en esa moneda). En otras palabras, al menos 10.687 millones de dólares, deberán ser aplicados a financiar gastos en el país y en pesos, por lo que deberán ser convertidos en moneda nacional.

Esto plantea algunos dilemas de política monetaria y cambiaria: si el gobierno, para hacerse de los pesos que necesita, vuelca los dólares obtenidos en el mercado local, por encima de la demanda para importar bienes o servicios o para ahorrar en moneda extranjera, provocará una revaluación de la moneda nacional frente al dólar. La producción local perdería competitividad externa y se incentivarían las importaciones de bienes de todo tipo. Ello clausuraría todo impulso a la reactivación de sectores productivos no tradicionales, y se destruirían miles de puestos de trabajo. Además, las divisas probablemente volverían a fugarse como tradicionalmente ha ocurrido, una vez que hayan sido readquiridas (a más bajo precio) por sus antiguos tenedores, pero esta vez en un contexto de re-endeudamiento público.

Si en lugar de ello, el BCRA le compra al Tesoro sus dólares excedentes, eso le permitirá al gobierno contar con los pesos que necesita, y a la autoridad monetaria contar con los dólares necesarios para abastecer las necesidades de divisas de la cuenta corriente del balance de pagos.

Las compras de divisas del BCRA al Tesoro aumentan la circulación monetaria, generando presiones inflacionarias. Por contrapartida, las ventas de divisas del BCRA para atender las importaciones de bienes y servicios restringen la circulación monetaria, compensando el efecto anterior sin presionar al alza las tasas de interés como ocurre cuando la absorción se hace mediante la colocación de letras.

Según hemos visto anteriormente, la demanda de divisas para atender las necesidades de la cuenta corriente del balance de pagos es, en promedio, de 7.200 millones de dólares por año, pero el tesoro estima que captará este año, al menos, 10.687 millones de dólares que tendrá que convertir en pesos.

La diferencia, de 3.500 millones de dólares como mínimo, le presenta a la autoridad monetaria las siguientes opciones:

- Si las usa para recomponer sus propias reservas, la expansión monetaria (51.500 millones de pesos al cambio actual) generará tensiones inflacionarias.
- Si se corrige ese efecto continuando con la política actual de colocación de letras, la absorción de un volumen tan alto de medios de pago presionará al alza las tasas de interés de toda la economía, con efecto recesivo, pero además debe tenerse en cuenta que esto no puede hacerse indefinidamente dado que el incremento del déficit cuasi-fiscal puede ser explosivo.
- Si las ofrece en el mercado de cambios local, y esta oferta supera la demanda, tenderá a revaluarse el peso, con la consiguiente pérdida de competitividad de la producción local (esta es una tendencia que ya ha comenzado y que preocupa a las autoridades).
- El único escenario en el que no se producirían tensiones inflacionarias ni cambiarias sería aquel en el que la demanda especulativa de los ahorristas absorbiera toda la oferta. Pero eso implicaría un nuevo ciclo de fuga de capitales con aumento del endeudamiento público, cuyas consecuencias ya conoce la historia económica de nuestro país.

La situación es más complicada aún si refinamos los datos según la moneda de los vencimientos de capital e intereses de la deuda. Lamentablemente, este ejercicio no lo podemos hacer con exactitud puesto que el gobierno ha utilizado diferentes criterios de exposición de los vencimientos de 2016 en las últimas estadísticas de la deuda publicadas (al 31-12-2015) y en el programa financiero 2016.

Por una parte, el programa financiero 2016 no discrimina por tipo de moneda los vencimientos de capital e intereses de deuda para el ejercicio, mientras que en las estadísticas de deuda pública sí lo hace. Pero ambos documentos son de diferentes fechas, siendo el programa financiero posterior al acuerdo con los holdouts. Por otra parte, en el programa financiero no se incluyen los vencimientos de capital e intereses de la deuda del Tesoro con el FGS (se indica que el financiamiento procedente del FGS para el 2016 es “neto de vencimientos de capital e intereses”, o sea que esos importes no están sumados dentro del total de la deuda vigente ni de la nueva).

Como una aproximación imperfecta, a continuación presentamos un cuadro en el cual difieren los montos de los vencimientos de capital e intereses, según la fuente considerada, pero hemos proyectado los porcentajes correspondientes a moneda local y

moneda extranjera que surgen de las estadísticas de la deuda al 31-12-2015 sobre el total de los vencimientos del programa financiero 2016.

Vencimientos de capital e intereses de la deuda pública Año 2016 Cifras expresadas en millones de dólares		
concepto	según programa financiero 2016 (1) (2)	según perfil vencimientos al 31-12-2015
capital moneda nacional	8.319	34.517
capital moneda extranjera	1.493	6.195
intereses moneda nacional	1.263	5.241
intereses moneda extranjera	1.387	5.756
total	12.463	51.709
Fuente: Ministerio de Economía - Programa financiero 2016 y Estadísticas de la deuda al 31-12-2015		
(1) No incluye vencimientos de capital e intereses del FGS ni de los títulos intra sector público		
(2) Para obtener los parciales se aplicaron los porcentajes correspondientes a la columna "perfil de vencimientos al 31-12-2015" al total de capital e intereses que surge del programa financiero 2016		

Si esta aproximación es correcta, sólo 2.880 millones de los 12.463 son en moneda extranjera, lo que llevaría a 20.280 millones de dólares la suma que el Tesoro deberá convertir en moneda local para poder hacer uso de ella, cosa que dificultaría más aún las políticas cambiaria y monetaria.

En conclusión, si fuera cierto que las medidas del gobierno garantizan la provisión de financiamiento a tasas razonables para sostener los planes de infraestructura, los efectos de esa entrada (o captura) de divisas podrían estrangular la producción local y terminar en un nuevo ciclo de fuga de capitales o de inflación, pero no de desarrollo económico. Cerramos lo expuesto diciendo que la dificultad para manejar el exceso de divisas aquí planteado debe considerarse de mínima. Es factible pensar que la recesión vigente en el 2016 agigante el saldo comercial respecto al saldo negativo del 2015, e incluso es esperable también que la salida de capitales pueda aminorarse respecto a lo ocurrido en el primer trimestre de este año. Si así fuera, la tensión entre el nivel del tipo de cambio y la tasa de interés, en el marco de una evolución de los precios superior a la esperada, sería aún peor. Concluiríamos en que el sufrimiento social generado por las medidas adoptadas redundaría en toparnos rápidamente con los mismos problemas de estancamiento, tipo de cambio e inflación que teníamos a finales del 2015. Pero eso sí, con mayor endeudamiento en divisas.