M&A InC.

Massot / Monteverde & Asoc. 2/5/17 - Año XIV, número 705 inc@ar.inter.net

El análisis político y económico de los doctores Vicente Massot y Agustín Monteverde

No es oro todo lo que reluce

Aun cuando las formas —distintas de los meros formalismos— sean una genuina representación del fondo de las cosas, conviene siempre distinguirlos. Tanto más si se trata de analizar el encuentro de dos presidentes, como Donald Trump y Mauricio Macri, con una agenda asimétrica, propia de las enormes diferencias que existen entre los Estados Unidos —primera potencia mundial— y el nuestro —un país irrelevante en el concierto internacional. Si para muestra basta un botón, compárese cuánto significa para nosotros la exportación de limones y el tema del biodiesel y cuánto para los norteamericanos. Cuestiones trascendentales en estas playas son insignificantes en aquéllas.

En punto a las formas todo salió *a pedir de boca*, medido con el parámetro de la delegación argentina. Los Trump recibieron a los Macri a cuerpo de rey. Las dos damas rivalizaron en belleza y buen gusto, mientras los caballeros cruzaron elogios y se declararon amigos. No hubo nada, ni siquiera un mínimo detalle, que resultara disonante en ese conjunto, armónico por donde se lo mirase. Vista esa reunión cumbre desde Buenos Aires y acostumbrados como

estábamos al mal gusto y la chabacanería de los Kirchner, el contraste en favor del presidente y de su mujer es tan acusado que no necesita explicación.

Si alguien suponía que el mandatario del país más poderoso del planeta tendría presente las inoportunas declaraciones de su huésped y de la titular del Palacio San Martín respecto de su figura en medio de la campaña electoral, se equivocó. Que Mauricio Macri y Susana Malcorra hubieran adelantado su opinión favorable a Hillary Clinton, en términos que no dejaban lugar a dudas sobre sus preferencias, al anfitrión del norte le debe haber parecido un detalle absolutamente menor. Una de esas *metidas de pata* de dos principiantes.

Acerca del fondo, en cambio, aún está por verse el resultado de la gira. Que fue exitosa se halla fuera de la cuestión. Pero nadie sabe todavía cuán exitosa fue. Pasará algún tiempo para que pueda calibrarse hasta qué punto consiguió el jefe de estado argentino lo que fue a buscar a Washington. La relación bilateral había sido restablecida por Macri desde antes del triunfo de Trump. Deteriorada hasta extremos indecibles por aquella conferencia llevada a cabo en la ciudad de Mar del Plata —en la cual Néstor Kirchner fogoneó, a expensas de Bush hijo, una contracumbre de cuño chapista— y por las insolencias reiteradas de Cristina Fernández y Héctor Timerman, ahora se ha recompuesto.

Macri hasta el momento ha cosechado elogio tras elogio en cada una de las visitas que hizo fuera del país. En Madrid como en Berlín, y en Brasilia como en Pekín y en Washington, su propósito —repetido una y otra vez, en todos los auditorios por igual— de combatir la corrupción, reconstruir las instituciones, defender la seguridad jurídica y sentar las bases de una economía de mercado ha sonado como música celestial en los oídos de estados que nunca suscribieron ni los lineamientos de la política exterior kirchnerista ni tampoco su rechazo —por momentos visceral— a los capitales extranjeros.

En esos ambientes que Néstor y Cristina miraban con una mezcla de desdén y resentimiento y a los que preferían no concurrir, Mauricio Macri y su mujer se mueven como pez en el agua. Su educación, conocimiento del mundo, preferencias culturales y estilo de vida los

predisponen para hacer un buen papel en cualquier lugar: sea en la corte madrileña como en la Ciudad Sagrada china. Nadie podrá nunca sostener del jefe de la actual administración argentina aquello que uno de los empresarios más importantes de la madre patria expresó del santacruceño en su primera visita a ese país: "Nos ha puesto a parir".

Si se entiende la figura literaria, podría decirse que Macri no ha perdido oportunidad de sembrar en el mundo su mensaje con el fin específico de cosechar algo que tanto él como su equipo económico creyeron pertinente conseguir rápido, a partir del momento que se hicieron cargo del gobierno. Pero las tan mentadas inversiones extranjeras —contra lo que suponían los hombres de Cambiemos— no se hicieron presentes en la cantidad ni en la calidad imaginadas. Han llegado con cuentagotas.

Los viajes presidenciales sirven como una de las mejores cartas de presentación de un país. Tanto más cuanto que el giro copernicano que intenta darle Macri a su gestión rima con los deseos y los intereses de todos aquellos que defienden el capitalismo. Pero, terminadas las reuniones cumbres —de suyo, cortas— los gobiernos, por buenas que sean las relaciones bilaterales, no pueden modificar el olfato de los mercados mundiales. Para quienes podrían llegado el momento invertir en la Argentina, el buen recibimiento que Trump le ofreció al primer magistrado de nuestro país representa apenas un pormenor. Sobre el particular es menester no dejarse llevar por la cobertura que del periplo macrista hicieron nuestros medios de comunicación.

De acuerdo a lo visto, leído y escuchado entre nosotros, Macri departió de igual a igual con su par americano y sus conversaciones fueron trascendentales o poco menos. Si nos tomáramos el trabajo de analizar qué informaron los medios del país de norte, nos costaría encontrar las páginas y audiciones que dieron cuenta del encuentro. Prácticamente, pasó sin que ningún diario o canal de televisión de alguna importancia lo tomara en cuenta. Es que la Argentina es una más del montón, de donde lo extraño sería que la visita de su jefe de estado a Washington fuese considerada una noticia digna de figurar en las portadas de los grandes matutinos o en los programas con mayor audiencia de los Estados Unidos.

Los capitales están a la espera. Más allá de la buena impresión que produce Macri y de las calificaciones excelentes que sigue acumulando cada vez que expone su programa de gobierno fuera de nuestras fronteras, no tienen prisa ninguna de aterrizar en estas playas. Querrán antes ver qué pasa en los comicios que se llevarán a cabo dentro de cuatro y seis meses; cómo evoluciona el tipo de cambio; de qué manera se articula la relación del gobierno con el sindicalismo; y cuál es la relación de fuerzas después de octubre. Hasta la próxima semana.

Carry trade

La etapa dulce —y la amarga— de la bicicleta

(sección extraída del Informe de la semana pasada)

- El descontrol ha llevado a que el gasto público sea 40 % mayor a la totalidad de los recursos (impuestos y Seguridad Social) que se generan, no obstante haber alcanzado la presión tributaria su máximo histórico.
- Este desequilibrio fiscal significa necesidades de financiamiento, aun dando por válidas las optimistas proyecciones oficiales, de más de U$ 40000 MM anuales.
- Las dos principales fuentes de financiamiento han sido tradicionalmente la emisión de moneda y la captación de deuda.
    - En esta oportunidad, la primera opción ha sido rigurosamente limitada por la autoridad monetaria, decidida a respetar a rajatabla el margen de asistencia al Tesoro que se impuso.
    - Bloqueada esa posibilidad, los esfuerzos del gobierno se concentraron entonces en acelerar la colocación de deuda, previniendo futuros escenarios de *stress*.
    - Los dólares ingresados por esa vía, cuando se venden al Central originan una expansión de medios de pago que debe ser reabsorbida para no dejar que se acelere la base monetaria.
- Está claro que la autoridad monetaria está decidida a no cambiar de política frente a la inflación.
    - Esto significa que tendremos tasas altas por un período prolongado.

- No parece, tampoco, que el gobierno vaya a cambiar en lo inmediato su actitud expansiva respecto al gasto público ordinario ni —mucho menos— al de capital, lo que significa que seguirá recurriendo a la emisión de deuda para sostenerlo.

- Lo que ocurre hoy no es, entonces, nuevo para nosotros: el Banco Central desarrolla una política monetaria contractiva para compensar y desinflacionar la política fiscal expansiva que implementa el Tesoro.
    - Este doble juego sólo se puede llevar a cabo mediante la profusa emisión de deuda externa.
        - En poco menos de cuatro meses se emitió deuda en moneda extranjera por más de U$ 28000 MM.
            - Desde diciembre de 2015 a hoy se han colocado unos U$ 85000 MM.
            - El total de deuda, incluyendo lo emitido para cancelar obligaciones con *holdouts*, supera los U$ 260000 MM, lo que representa más de la mitad del PBI.
        - Los estados provinciales se han sumado con entusiasmo a la andanada de emisión de títulos públicos, aprovechando el descenso del riesgo país logrado con la salida del default.

          En lo que va del año emitieron deuda por U$ 3376 MM; esto representa, en menos de cuatro meses, poco más de la mitad de lo colocado durante todo el año pasado.
            - Córdoba fue la que realizó la más reciente colocación, con un título a diez años de plazo, por un monto de U$ 150 MM, idéntico al del año pasado.
            - Neuquén emitió la semana pasada un bono (no garantizado por regalías petroleras) por U$ 366 MM a 7 años con un rendimiento de 7,5 %, 70 puntos básicos por encima de lo que pagó Córdoba.
            - Se esperaba una próxima salida al mercado de la provincia de Santa Cruz pero los hechos recientes podrían dejar en suspenso esa colocación, de U$ 250 MM.
    - Hemos reemplazado —aunque en forma parcial— la emisión de moneda propia por la emisión de obligaciones en dólares.
    - Para seducir a los colocadores de fondos se requieren rendimientos reales positivos que, dado que la inflación es aún elevada, significan tasas nominales muy altas.

- Por ahora la bicicleta financiera que provee el *carry trade* en pesos se mantiene atractiva.

- Las elevadas tasas de interés ofrecidas por el Estado —sea el Tesoro o el BCRA— aún prevalecen sobre las expectativas de devaluación.
- De hecho, la inversión en activos financieros locales constituye *hoy por hoy* una de las opciones más codiciadas en el mercado de renta fija internacional; tanto más, luego del reciente *upgrade* en nuestra calificación crediticia.

- Sin embargo, cubrir año a año necesidades por encima de los U$ 40000 MM (y en ascenso, por el solo efecto de los intereses) constituirá un desafío sin precedentes.

  Se trata de una magnitud mayúscula, aun en relación al volumen global del mercado de colocaciones emergentes.

  - Más tarde o más temprano, llegará el momento en no habrá tasa suficiente para compensar el riesgo cambiario creciente de estar posicionado en la moneda que emite un gastador desenfrenado, cada vez más endeudado en moneda dura.
  - Así como la colocación de deuda (nacional, provincial y corporativa) fue la que proveyó una oferta continua de dólares que produjo una apreciación sistemática del peso, un acceso menos fluido al financiamiento podría precipitar una desvalorización más o menos drástica de nuestra moneda.
  - No habiendo hecho los ahorros correspondientes, si llegase ese momento no tendríamos las divisas en volumen suficiente para solventar la salida de fondos.

- Ocurre que, si bien hubo un formidable ingreso de divisas, no obedeció a inversiones directas —que mejoraran nuestra capacidad de generar divisas comerciales— sino financieras, orientadas a sostener el gasto estatal.

  - Casi toda nuestra deuda en moneda extranjera ha sido dirigida a financiar al sector público.
    - Hoy se ubica en un nivel similar al momento previo a abandonar la convertibilidad; luego la deuda saltó de 53 % del PBI a 147 %.
    - El servicio de la deuda ya representa casi 10 % del gasto público.
  - Los países de la región, aunque con ratios de deuda disímiles, presentan una participación inferior de la deuda estatal.
    - En Chile la deuda externa representa 65,4 % del PBI pero menos de 7 % de ese total corresponde al gobierno.
    - En el caso de Colombia la deuda representa 41 % del PBI y sólo 59 % de ese total corresponde al sector público.
    - El mayor endeudamiento lo presenta Perú, cuyos pasivos externos han trepado hasta representar 90 % del PBI pero corresponde al sector público sólo 16 % del total.
    - La deuda en moneda extranjera de Brasil representa sólo 18 % de su PBI.

- Nuestro problema es que hemos estado —y continuamos— bancando gasto ordinario con deuda externa; esto es, nos estamos *fumando* volúmenes enormes de dólares que inexorablemente deberemos devolver.

Secciones del Informe completo

- *Crónicas políticas*

- Situación fiscal (I)
  La historia oficial

- Situación fiscal (II)
  Diferencias metodológicas que tuercen los resultados

- Situación fiscal (III)
  Aunque lejos del relato oficial, se nota el esfuerzo