

¿Hay margen para el gradua- lismo?

Informe Mensual Agosto

Lunes 24 de agosto de 2015

labourcapitalgrowth

Costa Rica 4161 - CABA
(5411) 4862-8992
www.lcgsa.com.ar
contacto: info@lcgsa.com.ar

Editorial

La sociedad envió dos mensajes en las PASO. Aun con la intención polarizadora de las dos principales fuerzas políticas que decidieron abroquelarse sobre sí mismas de cara a las presidenciales, los votantes han querido obligarlos a correrse al centro de cara a la primera vuelta. En segundo lugar, la concentración del 90% de los votos en Scioli, Macri y Massa pone en evidencia que los votantes han priorizado los candidatos con vocación cierta de poder.

Pero los resultados también mostraron señales ambivalentes para los tres principales candidatos presidenciales: todos tienen motivos para alegrarse pero también para preocuparse de cara a octubre. La probable conformación parlamentaria, teniendo en cuenta los resultados de las PASO, pone en evidencia algunas cuestiones relevantes. En primer lugar, el kirchnerismo preservará un poder relevante en el Parlamento pero no dispondrá de capacidad de bloqueo: los representantes de La Cámpora y del kirchnerismo puro totalizar n el 17,5% de los diputados (45 bancas) y el 19,5% de los senadores (14 bancas). En segundo lugar, es evidente la debilidad parlamentaria del frente Cambiemos en caso de llegar a la presidencia.

No obstante, si se dejan a un lado las categorías políticas actuales y se analiza bajo otro prisma, queda en evidencia el enorme volumen parlamentario que tendrá el “peronismo” en sentido amplio, si se suma al kirchnerismo, al PJ no K y al componente peronista del Frente Renovador: dicho bloque representaría nada menos que la mitad de la Cámara de Diputados (54% de las bancas) y 2/3 de la de Senadores (48 bancas). Esta situación es la manifestación del enorme peso político que el peronismo ha logrado plasmar en las elecciones presidenciales (obviamente divididos en distintas vertientes) luego del colapso de la Convertibilidad: como m ni-

mo obtuvo el 61% de los votos, alcanzando un pico del 68% en 2011.

Transcurridas ya sin mayores sorpresas las PASO, vale la pena poner el foco en el margen de maniobra que dispondrá el próximo presidente analizando la situación que heredará en términos de agujero fiscal, atraso cambiario y escasez reservas, los principales desafíos en materia económica.

Ambivalencias para tres

Los resultados de las PASO muestran que la sociedad ha enviado dos mensajes. Aun con la intención polarizadora de las dos principales fuerzas políticas que decidieron abroquelarse sobre sí mismas de cara a las presidenciales (el FpV con la designación de Zanini en la fórmula presidencial y el PRO manteniendo la “pureza ideológica” no sólo en el armado político sino también en el plano discursivo), **los votantes han querido obligarlos a correrse al centro de cara a la primera vuelta. En segundo lugar, la concentración del 90% de los votos en Scioli, Macri y Massa pone en evidencia que los votantes han priorizado los candidatos con vocación cierta de poder**, como lo demuestran los bajos porcentajes obtenidos por el resto de las fuerzas políticas (Progresistas, el Frente de Izquierda y Compromiso Federal de Rodríguez Saá).

Pero los resultados también mostraron señales ambivalentes para los tres principales candidatos presidenciales: todos tienen motivos para alegrarse pero también para preocuparse de cara a octubre. Obviamente, **con el 38,4%^{1,2} obtenido Scioli ha quedado en muy buena posición y con chances incluso de obtener directamente la victoria en la primera vuelta:** no sólo porque dicho porcentaje luce más bien como un piso, sino también debido a la existencia de votos potencialmente “captables” en octubre.

¹ En las PASO, los porcentajes se deberían calcular sobre los votos válidos (afirmativos + blanco) ya que este criterio es el que se utiliza para determinar si se superó el umbral de 1,5%. Sin embargo, todos los datos oficiales se calcularon directamente sobre los votos afirmativos (lo que obviamente infla los porcentajes respectivos), que es el criterio que se utiliza en la primera vuelta.

² Este porcentaje es prácticamente idéntico al obtenido por Duhalde (38,2%) con el cual perdió las presidenciales de 1999.

A priori, los 8,5 puntos porcentuales (pp) que quedaron en manos de De la Sota (6,4%) y de Rodríguez Saá (2,1%) son esencialmente votos peronistas no kirchneristas sobre los cuales puede pescar Scioli. **Al quedarse al margen de octubre, el caso de De la Sota es particularmente relevante:** en primer lugar porque no es obvio que esos votos se mantengan dentro de UNA, y en segundo lugar porque se trata de un distrito donde Scioli hizo una muy mala elección (obteniendo menos del 15%). Por caso, vale recordar que CFK obtuvo el 35% de los votos en 2011, por lo que la brecha de 20 pp entre dicho porcentaje y el obtenido el domingo pasado, sumado a la no presencia de De la Sota en octubre, representan una posibilidad para Scioli.

Votos del FpV por provincia (2011 vs 2015)

Votos en 1º vuelta 2011 vs PASO 2015

Provincia	Elecciones		2015 Aporte (en pp)	Var. Absoluta 2015/2011		Aporte (en % de votos)
	CFK-11	Scioli-15		(en pp)	(en votos)	
Santa Cruz	74,8%	44,3%	0,3	-30,4%	-32.302	1,0%
Neuquén	61,0%	35,6%	0,5	-25,4%	-74.527	2,4%
Río Negro	68,0%	44,6%	0,7	-23,4%	-66.674	2,1%
Córdoba	37,3%	14,7%	1,3	-22,7%	-402.523	12,7%
Jujuy	64,0%	41,7%	0,7	-22,3%	-42.406	1,3%
Tierra del Fuego	68,3%	47,0%	0,2	-21,3%	-6.860	0,2%
Salta	64,2%	43,8%	1,2	-20,4%	-118.038	3,7%
La Pampa	58,2%	39,8%	0,4	-18,4%	-22.652	0,7%
Catamarca	69,8%	51,6%	0,4	-18,2%	-50.810	1,6%
Formosa	78,2%	60,1%	0,8	-18,0%	-6.192	0,2%
Corrientes	68,0%	50,2%	1,3	-17,8%	-52.154	1,6%
Mendoza	50,8%	33,2%	1,5	-17,6%	-104.905	3,3%
Buenos Aires	56,3%	39,5%	14,8	-16,8%	-1.468.069	46,3%
Sgo del Estero	82,0%	66,0%	1,4	-16,0%	-32.693	1,0%
Entre Ríos	54,6%	39,5%	1,3	-15,1%	-77.683	2,5%
Chubut	59,8%	47,3%	0,5	-12,4%	-54.337	1,7%
San Luis	31,4%	19,6%	0,2	-11,8%	-26.039	0,8%
CABA	35,0%	23,2%	1,9	-11,8%	-234.195	7,4%
San Juan	65,4%	54,5%	1,0	-10,9%	-5.821	0,2%
La Rioja	51,2%	40,6%	0,3	-10,7%	-8.760	0,3%
Chaco	65,2%	54,6%	1,5	-10,5%	-41.531	1,3%
Misiones	67,1%	57,4%	1,6	-9,7%	-10.165	0,3%
Santa Fe	42,0%	32,9%	2,5	-9,0%	-201.470	6,4%
Tucumán	65,2%	57,1%	2,3	-8,0%	-27.468	0,9%
TOTAL PAIS	54,0%	38,4%	38,4	-15,6%	-3.168.274	100%

Fuente: LCG en base a Ministerio del Interior

Las malas noticias para el gobernador bonaerense vinieron, paradójicamente, del distrito en el cual ha gobernado en los últimos ocho años. En primer lugar, el 39,5% obtenido en la Provincia de Buenos Aires lució escaso para las aspiraciones del sciolismo: representa una mejora de sólo 7 pp con respecto a las legislativas de 2013, y un drenaje de 17 pp si la comparación se realiza contra el porcentaje obtenido por CFK en las presidenciales de 2011³. De hecho, no deja de sorprender que en este último caso la pérdida fue muy similar en el Conurbano (-16 pp, 64% del padrón provincial) y en el interior de la Provincia (-18 pp), donde sí pisó fuerte el frente Cambiemos (PRO + UCR + Coalición Cívica) acaparando el voto agropecuario.

Presidenciales en la Prov. de Bs As

Votos al FPV en % de votos afirmativos

	CFK	Scioli	Diferencia en pp
Conurbano	59,6%	43,7%	-15,9%
Interior	50,6%	32,7%	-17,9%
Total PBA	56,3%	39,5%	-16,8%

Fuente: LCG en base a Min. De Justicia

Votos FpV por provincia (PASO vs. Legislativas 2013)

Provincia	Elecciones		Var. Absoluta		Aporte en Votos
	PASO 2015	Legis. 2013	(en pp)	(en votos)	
CABA	23,2%	21,6%	2%	30.197	4,0%
Buenos Aires	39,5%	32,2%	7%	468.253	61,6%
Catamarca	51,6%	38,7%	13%	4.855	0,6%
Córdoba	14,7%	15,3%	-1%	-16.738	-2,2%
Corrientes	50,2%	42,7%	8%	50.115	6,6%
Chaco	54,6%	59,3%	-5%	-23.486	-3,1%
Chubut	47,3%	23,2%	24%	41.332	5,4%
Entre Ríos	39,5%	46,6%	-7%	-80.269	-10,6%
Formosa	60,1%	60,1%	0%	29.504	3,9%
Jujuy	41,7%	38,9%	3%	32.786	4,3%
La Pampa	39,8%	35,2%	5%	8.578	1,1%
La Rioja	40,6%	47,0%	-6%	-17.767	-2,3%
Mendoza	33,2%	27,1%	6%	58.309	7,7%
Misiones	57,4%	54,5%	3%	36.058	4,7%
Neuquén	35,6%	61,5%	-26%	-87.777	-11,5%
Río Negro	44,6%	50,8%	-6%	-13.625	-1,8%
Salta	43,8%	32,7%	11%	61.171	8,0%
San Juan	54,5%	55,4%	-1%	-11.164	-1,5%
San Luis	19,6%	17,9%	2%	5.476	0,7%
Santa Cruz	44,3%	24,7%	20%	33.281	4,4%
Santa Fe	32,9%	22,6%	10%	127.053	16,7%
Sgo del Estero	66,0%	81,1%	-15%	-55.576	-7,3%
Tucumán	57,1%	46,9%	10%	81.762	10,8%
Tierra del Fuego	47,0%	57,9%	-11%	-1.936	-0,3%
TOTAL PAIS	38,4%	33,9%	4%	760.392	100%

Fuente: LCG en base a Ministerio del Interior

³ De forma similar, Scioli había obtenido el 55% en las elecciones a gobernador en 2011.

En segundo lugar, el candidato que fue implícitamente apoyado por Scioli en la interna del FpV a gobernador fue derrotado por **Aníbal Fernández, quien cuenta con una altísima imagen negativa y significa un techo para el crecimiento de Scioli en el distrito**, que representa casi el 40% del país y en el cual el corte de boleta es históricamente bajo. **Este lastre representa todo un desafío y lo obliga a Scioli a poner el foco en otros distritos si quiere cumplir con su aspiración de superar el 40% y quedar 10 pp por encima de Macri, para evitar un balotaje de resultado incierto.**

En el caso de Macri, las señales positivas vinieron principalmente porque el frente Cambiemos quedó a menos de 10 pp de Scioli en la general (-8,3 pp) y el muy buen desempeño de Vidal en la provincia de Buenos Aires donde, pese a haber quedado a 11 pp de la sumatoria del FpV, fue la candidata más votada con el 29,4%. Sin embargo, son variados los motivos de preocupación.

Por lo pronto, **la performance individual de Macri estuvo por debajo de las expectativas previas: obtuvo apenas el 24,3%. A diferencia de Scioli, para quien el porcentaje obtenido en las PASO parece funcionar como un piso, Macri deberá batallar para conservarlo.** Si bien el bajísimo porcentaje obtenido por Stolbizer (3,5%) puede funcionar como un disuasivo para la migración de los votos de Cambiemos en las PASO que no fueron a Macri (el 5,8% que se distribuyó entre Sanz -3,4%- y Carrió -2,3%-), **lo cierto es que parece existir un rechazo a su figura que limita su potencial de crecimiento.**

Algunos indicios para graficar este punto: **en la CABA, base de sustentación del PRO y con una gestión de ocho años altamente valorada por los porteños, Macri obtuvo menos votos** (tanto en términos de porcentaje -41,7%- como en votos absolutos -752.000-) **que los recibidos en la primera**

vuelta cuando él mismo fue candidato a Jefe de Gobierno (2007 y 2011), e incluso su *performance* estuvo por debajo de la obtenida por Rodríguez Larreta meses atrás en la primera vuelta (que claramente no se trataba del candidato más taquillero que podía ofrecer el PRO). Por caso, **en la provincia de Buenos Aires Macri consiguió el 25,3%, 263.000 votos menos que los obtenidos por Vidal**. Aun cuando la existencia de tres candidaturas presidenciales contra una en la categoría gobernador ayudan a explicar esta brecha, no deja de sorprender la magnitud de la misma.

Por cierto, Macri no debería sobreestimar las posibilidades de Vidal en territorio bonaerense debido a que haya ganado Aníbal Fernández, el “mejor” candidato posible por su alta imagen negativa. Si bien es cierto que su presencia significa un lastre para Scioli y limita su potencial de crecimiento en la provincia de Buenos Aires, el componente fuertemente homogéneo del voto bonaerense del Frente para la Victoria hace poco probable un drenaje hacia otras expresiones partidarias. **En última instancia, para ganar la gobernación Vidal deberá disputar el voto esencialmente peronista que se dirigió hacia Felipe Solá.**

Es decir, **Macri tiene una doble tarea para llegar al balotaje: retener los votos que en las PASO fueron a otros candidatos de Cambiemos y simultáneamente tratar de captar parte de los que fueron a UNA (Masa+De la Sota). Y la estrategia electoral elegida por Macri representa un escollo para este objetivo.** En primer lugar, preservar la “pureza” ideológica y circunscribir el discurso político a la idea abstracta del cambio lo llevó a relegar a sus socios en Cambiemos⁴, lo que le habría permitido correrse al centro en materia discursiva e intentar captar a sectores de clase media que son refractarios a su figura. En

⁴ Por caso, basta decir que debido a la falta de listas de unidad, la UCR no pudo colocar ni un solo diputado en la CABA y lo mismo sucedió con la Coalición Cívica tanto en la Capital como en la Provincia de Buenos Aires.

segundo lugar, porque el repentino giro en materia de “reconocimiento” a los logros del kirchnerismo realizado luego del ajustado triunfo en el balotaje porteño, no sólo resultó tardío y poco creíble, sino que también erosionó su rol como principal figura antagonica al oficialismo, lo que lo había diferenciado de Massa. Y por último, debido una cuestión estratégica básica: **el larvado antiperonismo que plantea el PRO representa un incordio electoral cuando más del 60% del electorado ha votado a distintas expresiones del peronismo.**

El principal activo de Massa es haber quebrado una polarización que parecía iba a acercarlo al 10%, lo que implicaba el riesgo latente de una fuga de votos significativa de cara a la primera vuelta. Así, el 20,6% que UNA obtuvo en las PASO lo posiciona como un actor relevante para octubre. Ahora bien, los motivos de preocupación son variados.

En primer lugar, **la brecha con respecto a De la Sota fue menos amplia de lo esperada:** Massa obtuvo el 69% en la interna de UNA, lo que significa un modesto 14,2% sobre el total de los votos. **Y será una tarea muy compleja que pueda retener completamente el 6,4% que obtuvo De la Sota.**

En segundo lugar, la performance de los intendentes que se quedaron en el Frente Renovador fue muy pobre. Tomando como base a los 24 partidos del Conurbano Bonaerenses, **sólo 2** (Andreotti en San Fernando y Zamora en Tigre) **de los 5 intendentes que se mantuvieron dentro del Frente Renovador fueron el partido más votado en las PASO como intendente**⁵. De cara a la

⁵ Distinta suerte corrieron Acuña (Hurlingham), Cariglino (Malvinas Argentinas) y De la Torre (San Miguel). Algo similar ocurrió con aquellos intendentes que luego de pasar por el Frente Renovador volvieron al FpV: sólo se impusieron en la interna Descalzo (Ituzaingó) y Katopodis (San

primera vuelta, esto puede significar un drenaje de votos si los intendentes juegan a dos puntas con Scioli priorizando retener la intendencia.

Pero el desafío más grande que enfrenta Massa y su Frente Renovador es a mediano plazo. Si bien el 20,6% que obtuvo UNA lo ubica en un rol central de cara a la primera vuelta, lo cierto es que **ese poder de negociación es en buena medida efímero**: una vez pasados los comicios, es una incógnita lo que puede pasar con el Frente Renovador⁶, máxime si el próximo presidente termina siendo Scioli y la unificación del peronismo se vuelve poco menos que inexorable.

Partidos del Conurbano Bonaerense

En % de votos afirmativos

Distrito	Intendente	Partido	Interna FPV	% FPV unido	Ganador FPV	Partido con más votos para Intendente	Dif votos Scioli vs FPV Local
Almirante Brown	Boettieri *	Ex FR	Si	52,0%	Cascallares	FPV	-5,2%
Avellaneda	Ferraresi	FPV	No	44,7%	Ferraresi	FPV	-4,6%
Berazategui	Mussi	FPV	No	55,2%	Mussi	FPV	-8,3%
Esteban Echeverría	Gray	FPV	Si ***	46,5%	Gray	FPV	-1,8%
Ezeiza	Granados **	FPV	No	48,7%	Granados	FPV	-1,8%
Florencio Varela	Pereyra	FPV	Si	53,8%	Pereyra	FPV	3,1%
Hurlingham	Acuña	FR	No	39,9%	Zabaleta	FPV	-1,3%
Ituzaingó	Descalzo	Ex FR	Si	39,9%	Descalzo	FPV	-2,3%
José C. Paz	Urquiaga	FPV	Si	48,7%	Ishii	FPV	2,8%
La Matanza	Espinoza	FPV	Si ***	51,3%	Magario	FPV	0,3%
Lanús	Díaz Perez	FPV	No	36,8%	J. Alvarez	FPV	1,5%
Lomas de Zamora	Insaurralde	FPV	No	48,6%	Insaurralde	FPV	-2,5%
Malvinas Argentinas	Cariglino	FR	No	40,2%	Nardini	FPV	1,1%
Merlo	Othacehe	Ex FR	Si	60,9%	Menendez	FPV	-7,0%
Moreno	West	FPV	Si	47,5%	Festa	FPV	1,4%
Morón	Ghi	FPV	Si	34,8%	H. Sabatella	FPV ****	-2,2%
Quilmes	Gutierrez	FPV	Si	42,8%	Gutierrez	FPV *****	1,9%
San Fernando	Andreotti	FR	Si	28,8%	Molle	FR	2,7%
San Isidro	Posse	Cambios	No	15,9%	Cafiero	Cambios	3,9%
San Martín	Katopodis	Ex FR	Si	45,5%	Katopodis	FPV	-7,3%
San Miguel	De la Torre	FR	Si	41,2%	La Porta	FPV	-1,0%
Tigre	Zamora	FR	No	27,2%	Spolsky	FR	2,2%
Tres de Febrero	Curto	FPV	No	32,3%	Curto	FPV	1,7%
Vicente López	Macri	Cambios	No	23,0%	García	Cambios	-2,4%

Fuente: LCG en base a Min. De Justicia

* Quedo a cargo mientras Giustozzi asuma como Dip. Nacional

** Lo reemplaza actualmente Cicco

*** Eran internas no competitivas

**** En términos individuales el candidato más votado fue Tagliaferro (Cambios) con el 30% de los votos

***** En términos individuales el candidato más votado fue Molina (Cambios) con el 26% de los votos

Martín), mientras que se quedaron afuera Giustozzi (Alte. Brown) y Othacehé (Merlo).

⁶ El bloque del Frente Renovador sería de 23 diputados a partir del 11 de diciembre.

La probable conformación parlamentaria, teniendo en cuenta los resultados de las PASO, pone en evidencia algunas cuestiones relevantes. En primer lugar, y como habíamos mencionado en el último Informe Mensual, **el kirchnerismo preservará un poder relevante en el Parlamento pero no dispondrá de capacidad de bloqueo: los representantes de La Cámpora y del kirchnerismo puro totalizar n el 17,5% de los diputados (45 bancas) y el 19,5% de los senadores (14 bancas).**

En segundo lugar, **es evidente la debilidad parlamentaria del frente Cambiemos en caso de llegar a la presidencia: si se repiten los resultados de las PASO, ser a la segunda minoría tanto en Diputados (con 88 bancas que dan cuenta del 34% de la Cámara) como en Senadores (donde dispondr an apenas del 19% de las bancas).** En todo caso, de llegar a la presidencia, Macri deber a hacer acuerdos parlamentarios amplios para conseguir fluidez en el tratamiento de los proyectos provenientes del Ejecutivo.

No obstante, si se dejan a un lado las categorías políticas actuales y se analiza bajo otro prisma, **queda en evidencia el enorme volumen parlamentario que tendr a el "peronismo" en sentido amplio, si se suma al kirchnerismo, al PJ no K (Rodríguez Sa a, Das Neves, De la Sota, etc) y al componente peronista del Frente Renovador: dicho bloque representar a nada menos que la mitad de la Cámara de Diputados (54% de las bancas) y 2/3 de la de Senadores (48 bancas). Esta conformación pone de relieve que, aun rompiendo con el kirchnerismo, si Scioli logra unificar al resto del peronismo detrás de su figura dispondr a de un importante margen de maniobra parlamentario.**

Esta situación no es otra cosa que la manifestación del enorme peso político que el peronismo ha logrado plasmar en las elecciones presidenciales (obviamente divididos en distintas vertientes) luego del colapso de la

La Cámara de Diputados en dic-15

Distribución de las bancas

	Bancas que renuevan en 2017	PASO 2015	Total Dic-15	% del total de bancas
Oficialismo y Aliados	54	63	117	45,5%
La Cámpora	8	20	28	10,9%
Kirchnerismo Puro	11	6	17	6,6%
PJ	26	32	58	22,6%
Aliados provinciales	9	5	14	5,4%
Cambiemos	45	43	88	34,2%
UCR-CC	30	18	48	18,7%
PRO	15	25	40	15,6%
Frente Renovador	11	12	23	8,9%
Peronismo	10	9	19	7,4%
No peronismo	1	3	4	1,6%
PJ no K	8	8	16	6,2%
Socialismo - GEN	5	3	8	3,1%
Izquierda	3	1	4	1,6%
Otros	1	0	1	0,4%
TOTAL	127	130	257	100%

"Peronismo"	63	75	138	53,7%
--------------------	-----------	-----------	------------	--------------

Fuente: LCG en base a www.diputados.gov.ar

Nota: no se incluye dentro del "Peronismo" a los aliados provinciales del Fte. Cívico (Sgo del Estero), del Mov. Pop. Neuquino ni del Fte. Renovador de la Concordia (Misiones).

La Cámara de Senadores en dic-15

Distribución de las bancas

	Bancas que no renuevan en 2015	PASO 2015	Total Dic-15	% del total de bancas
Oficialismo y Aliados	33	13	46	63,9%
La Cámpora	0	3	3	4,2%
Kirchnerismo Puro	7	4	11	15,3%
PJ	19	6	25	34,7%
Aliados provinciales	7	0	7	9,7%
Cambiemos	7	7	14	19,4%
UCR-CC	4	7	11	15,3%
PRO	3	0	3	4,2%
PJ no K	5	4	9	12,5%
Socialismo - GEN	2	0	2	2,8%
Otros	1	0	1	1,4%
TOTAL	48	24	72	100%

"Peronismo"	31	17	48	66,7%
--------------------	-----------	-----------	-----------	--------------

Fuente: LCG en base a www.senadores.gov.ar

Nota: no se incluye dentro del "Peronismo" a los aliados provinciales del Fte. Cívico (Sgo del Estero), del Mov. Pop. Neuquino ni del Fte. Renovador de la Concordia (Misiones).

Convertibilidad: como mínimo obtuvo el 61% de los votos, alcanzando un pico del 68% en 2011.

Piloto automático hasta diciembre

Transcurridas ya sin mayores sorpresas las PASO, vale la pena poner el foco en el margen de maniobra que dispondrá el próximo presidente analizando la situación que heredará en términos de agujero fiscal, atraso cambiario y escasez reservas, son los principales desafíos en materia económica.

En 2015 el gasto del Sector Público Nacional viene creciendo fuertemente: en los 1S-15 aumentó 39% ia y creció 11 pp más que los ingresos. Ello determinó un déficit primario neto de ingresos extraordinarios acumulado de \$ 97.000 M, duplicando el nivel alcanzado en igual período de 2014. Considerando los últimos 12 meses el resultado primario “verdadero” se ubica en \$ 206.000 M (4,4% del PBI).

Esta dinámica se acentuará en los meses siguientes debido a la proximidad de las elecciones, además de que los vencimientos de deuda que se concentran en la última parte del año complican el panorama financiero. Por eso, se debe analizar el programa financiero en pesos y dólares del segundo semestre año.

La principal necesidad de financiamiento para la segunda mitad de 2015 es la cobertura del déficit fiscal primario que estimamos será de \$ 180.000 M (US\$ 18.700 M), sin considerar el resultado cuasifiscal del BCRA ni las rentas (intereses) de la ANSES obtenidas por las tenencias de Títulos Públicos del Gobierno Nacional. Este desbalance es consistente con un incremento del 28% ia en los ingresos netos y del 35% ia del gasto primario, aun siendo optimistas y asumiendo una desaceleración de su tasa de crecimiento durante el último trimestre.

Votos peronistas en elecciones presidenciales
En % de los votos afirmativos

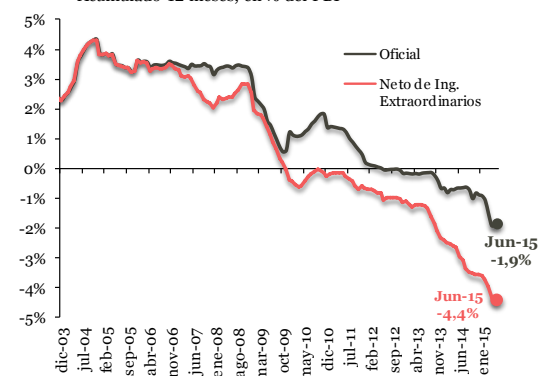
Elecciones	Fórmula	% de votos
1983	Luder - Bittel	40%
1989	Menem - Duhalde	47%
1995	Menem - Ruckauf *	48%
1999	Duhalde - Ortega	34%
2003	Peronismo	61%
	Menem - Romero	24%
	Kirchner - Scioli	22%
2007	Peronismo	61%
	Kirchner - Cobos	53%
	Saá - Maya	8%
2011	Peronismo	68%
	Kirchner - Boudou	54%
	Saá - Vernet	8%
	Duhalde - Das Neves	6%
2015	Peronismo	61%
	Scioli - Zannini	38%
	Massa - Sáenz	21%
	Saá - Negre	2%

Fuente: LCG en base a Cam. Diputados y Min. Interior

* El Justicialismo conformó una alianza con la UCeDé (2,6% de los votos)

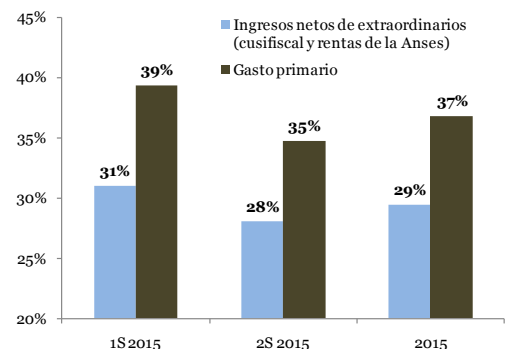
Resultado Primario

Acumulado 12 meses, en % del PBI



Fuente: LCG en base a Sec. de Hacienda

Ingresos y gastos Sector Público Nacional. Var. % anual



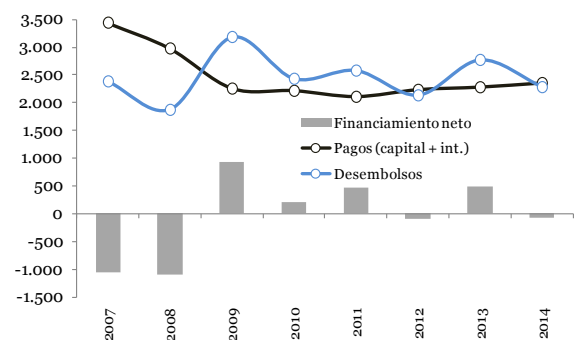
Fuente: LCG en base a Mecon, BCRA y Anses

En segundo lugar sobresale en octubre el vencimiento del Boden 2015 que, entre capital e intereses, demandaría US\$ 5.900 M⁷. Si bien todavía no hubo novedades al respecto, como escenario intermedio asumimos que se canjeará el 50% y el resto será financiado por el BCRA con reservas internacionales⁸.

El otro vencimiento relevante es el pago de intereses del *Discount* en dic-15 por US\$ 2.300 M, aunque en este caso los pagos netos se reducirían a US\$ 1.700 M, debido a que la ANSES cuenta con el 62% de los *Discount* en dólares con legislación argentina (determinando un ahorro de US\$ 200 M). Por otro lado estimamos que los pagos al exterior de aquellos títulos que tienen legislación extranjera continuarán bloqueados por el fallo del juez Griesa, implicando otro “ahorro” de US\$ 400 M.

Los vencimientos brutos de deuda del segundo semestre totalizan US\$ 17.000 M repartiéndose prácticamente en partes iguales entre moneda nacional y moneda extranjera. Sin embargo, más de la mitad de esos vencimientos se podrían refinanciar: un tercio tiene como acreedores a organismos del Sector Público (incluyendo a los títulos públicos en manos de la ANSES), también podrían canjearse parte de los Boden 15 y el resto son vencimientos con Organismos Internacionales, que se han venido refinanciando casi en su totalidad en los últimos años.

Financiamiento con Organismos Internacionales de Crédito (*). En miles de millones de US\$



(*) BIRF, BID, FONPLATA, FIDA, CAF Y BEI

Fuente: LCG en base a Mecon

⁷ Este valor es de máxima ya que a partir de la licitación de la frecuencia 4G se les permitió a las empresas de telecomunicaciones abonar parte de la deuda con Boden 2015. No obstante, no se cuenta con información pública fehaciente sobre el monto que fue cancelado con dicho bono.

⁸ En el Presupuesto de 2015 se establece que el Tesoro puede contar con el financiamiento del BCRA para pagar vencimientos de deuda en moneda extranjera con reservas internacionales a cambio de una letra intransferible a 10 años. La posibilidad de realizar o no un canje no afecta el análisis que estamos realizando ya que la fuente de financiamiento está asegurada, pero obviamente el impacto sobre las reservas del BCRA es muy distinto.

Vencimientos netos de la deuda pública

Segundo semestre 2015

En miles de millones de US\$

	AR\$	US\$	TOTAL
VENCIMIENTOS BRUTOS	8.115	9.320	17.435
- Organismos internacionales	0	1.253	1.253
- Títulos con cotización	4.452	7.662	12.113
- Organismos públicos	3.663	405	4.069
REFINANCIACIONES	-5.165	-4.936	-10.101
- Intrasector público	-5.165	-833	-5.998
- Organismos Internac.	0	-1.154	-1.154
- Canje Boden 2015 (*)	0	-2.950	-2.950
VENCIMIENTOS NETOS	2.950	4.384	7.334

(*) Se asume que se logra canjear 50% de las tenencias

Fuente: LCG en base a Mecon, BCRA y Anses

De esta manera, los vencimientos netos de deuda para del 2S-15 totalizarían US\$ 7.400 M, los cuales se distribuyen US\$ 3.000 en M en Pesos y US\$ 4.400 en moneda extranjera. Pero a ello hay que adicionarle el financiamiento del déficit primario del segundo semestre que, como mencionamos anteriormente, estimamos en US\$ 18.700 M. Por lo que las obligaciones en pesos ascenderían a US\$ 21.700 M (\$ 208.000 M).

PROGRAMA FINANCIERO SEGUNDO SEMESTRE 2015

En millones de US\$

	AR\$	US\$	TOTAL
OBLIGACIONES	21.661	4.384	26.045
VENCIMIENTOS NETOS DE DEUDA	2.950	4.384	7.334
DÉFICIT PRIMARIO NETO	18.711	0	18.711
FUENTES	10.617	4.384	15.001
BCRA	10.617	3.811	14.428
- Cuasifiscal	5.812	0	5.812
- Adelantos transitorios	4.805	0	4.805
- FONDEA	0	3.811	3.811
NO PAGOS x BLOQUEO GRIESA	0	573	573
BONO GAP	11.044	0	11.044

Fuente: LCG en base a Mecon, BCRA y Anses

Como ha venido sucediendo en los últimos años, las necesidades netas en moneda extranjera serán afrontadas con financiamiento del BCRA. El gobierno cuenta con US\$ 24.500 M de reservas internacionales líquidas (US\$ 15.300 M si se excluyen los pasivos financieros) y no vemos ningún obstáculo en que una gestión que se está yendo utilice las reservas para afrontar esas obligaciones. Incluso, el *swap* con el Banco de China denominado en yuanes podría convertirse en dólares líquidos que permitirían cubrir una eventual salida de dólares más pronunciada (obviamente comprometiendo aun más el panorama para el 2016).

Asimismo, al menos la mitad de las necesidades en moneda nacional serán financiadas con la asistencia del BCRA a través de adelantos transitorios y la transferencia del resultado cuasifiscal “virtual” obtenido durante el ejercicio de 2014. En el 1S-15 el déficit primario neto de ingresos extraordinarios fue de \$ 97.000 M y se financió de la siguiente manera: 50% a través del BCRA, 30% con emisión de deuda en pesos en el mercado y el resto fue aportado por la ANSES y otros organismos públicos.

El resto del *gap* en moneda nacional asumimos que será financiado con emisión de deuda en pesos (o atada al tipo de cambio pero con fondeo en pesos) en el mercado local. Por ejemplo, en julio colocó sin inconvenientes más de \$ 11.000 M en Bonac (mismo monto que en junio) y más recientemente colocó un bono *dollar linked* por US\$ 1.087 M a 2 años de plazo.

Como mencionamos en Informes anteriores, la estrategia del Tesoro Nacional de colocar títulos en pesos en el mercado tiene un doble objetivo. Por un lado alivia el esfuerzo monetario del BCRA, al tiempo que procura contrarrestar el incremento en el stock de Lebac que emite el BCRA para esterilizar los pesos excedentes en la economía¹⁰, debido al impacto negativo que esta estrategia tiene en su balance.

⁹ En el Informe Quincenal N° 141 del 7 de julio se analizó en detalle el balance del BCRA.

¹⁰ El stock de Lebac crece a un ritmo anual de 66% mientras que la Base Monetaria lo hace al 35%.

RESERVAS INTERNACIONALES

En miles de millones de US\$

	2014	jul-15
1) RESERVAS BRUTAS	31,4	33,9
2) FINANC. DE CORTO PLAZO	5,2	9,4
- Swap China	2,6	8,3
- Otros (*)	2,6	1,1
3) RESERVAS LÍQUIDAS	26,2	24,5
4) PASIVOS FINANCIEROS	8,7	9,3
- Encajes en US\$	8,1	7,5
- LEBACs en US\$	0,7	1,7
5) RESERVAS LÍQUIDAS NETAS DE PASIVOS FINANCIEROS	17,5	15,3

(*) Fondos y obligaciones con organismos multilaterales y bancos centrales

Fuente: LCG en base a BCRA

BCRA: FINANCIAMIENTO EN PESOS AL TESORO

	Uso (1S 2015)	Margen (2S 2015)	Máximo (2015)
Adelantos transitorios	20.900	45.966	66.866
Cuasifiscal	22.516	55.608	78.124
TOTAL	43.416	101.574	144.990

Fuente: LCG en base a BCRA y Mecon

Emisiones de Bonac

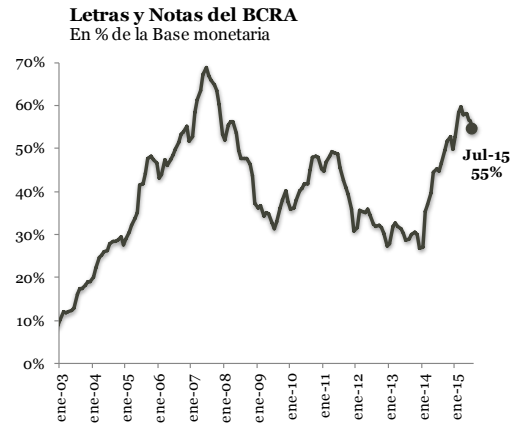
En millones de \$

Período	Monto en \$
mar-15	5.000
abr-15	4.734
may-15	10.357
jun-15	11.252
jul-15	11.457
Total	42.800

Fuente: LCG en base a Mecon

Además, el financiamiento por parte del BCRA al Tesoro comienza a agotarse dada la normativa vigente¹¹.

El financiamiento del abultado desequilibrio primario con la emisión de bonos en pesos en el mercado local también tiene costos asociados. Además de desplazar crédito al sector privado, dado que los Bonac son instrumentos similares a las Lebac (considerando su liquidez en el mercado secundario, plazos y a que su tasa de interés es variable en función de la tasa de las Lebac), los bancos se están acercando al límite normativo referido a la exposición al sector público de los bancos¹². **Aunque todavía exista algo de margen, de continuar con este ritmo de emisión puede encontrar su techo en los próximos meses.**



Fuente: LCG en base a BCRA

Sin margen para el gradualismo

Si bien el gobierno saliente podrá afrontar sin mayores inconvenientes los compromisos en lo que resta del año, dado el bajísimo nivel de reservas que heredará, **la nueva gestión no tendrá margen para seguir pagando los vencimientos de deuda en moneda extranjera con reservas internacionales.**

El panorama fiscal también luce apretado: aun con una presión tributaria que se encuentra en máximos históricos, recibirá una economía con un desequilibrio primario superior al 5% del PBI y con demandas latentes de distintos sectores para rebajas (derechos de exportación no soja y

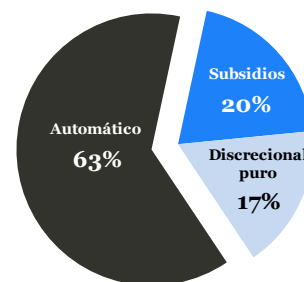
¹¹ En su Art. N° 20 la Carta Orgánica del BCRA establece que el Tesoro podrá recibir como Adelanto Transitorio hasta el 12% de la base monetaria y un 20% adicional de los recursos efectivo obtenidos por el Gobierno Nacional durante los últimos 12 meses.

¹² La normativa actual establece que los bancos no podrán tener más de 50% de su patrimonio (medido como la Responsabilidad Patrimonial Computable) en activos del Sector Público no Financiero Nacional o Provincial que tengan como garantía la Coparticipación Federal de Impuestos (en la práctica casi todos los títulos emitidos por las provincias).

Ganancias para la IV Categoría están primeros en la lista) y cambios en su distribución (Nación -Provincias).

Ante semejante panorama, la agenda fiscal luce impostergable para el próximo gobierno: el fuerte crecimiento del gasto en 2015 deja una inercia difícil de torcer. Las dos terceras partes del gasto público tienen una evolución prácticamente automática (salarios, jubilaciones, AUH, Fondo Federal Solidario, etc.), y asumimos que crecerán 30% en 2016. Esto le pone al gasto primario total un piso de crecimiento de 20%, suponiendo que el componente discrecional (subsidios, transferencias provincias y obra pública) se congela nominalmente en los valores de 2015. Aun asumiendo esto y un incremento de los ingresos de 25%, el resultado primario de 2016 sería deficitario en 3,7% del PBI. Es decir, **en un escenario relativamente optimista por el lado de los ingresos y con una fuerte desaceleración del gasto (caída de más de 5 pp en términos reales), el resultado primario sería deficitario en casi 4 puntos del PBI.**

Estructura del gasto primario
En % del total



Fuente: LCG en base a Mecon

Resultado primario Gob. Nac. 2016

Asumiendo crecimiento del gasto automático de 30%

En % del PBI

	Ingresos totales (*)			Gasto primario total
	20%	25%	30%	
Gasto discrecional 0%	-4,5%	-3,7%	-2,8%	20%
Gasto discrecional 15%	-5,6%	-4,8%	-4,0%	24%
Gasto discrecional 30%	-6,7%	-5,9%	-5,1%	30%

(*) Sin considerar resultado cuasifiscal BCRA y las rentas del FGS

Fuente: LCG en base a Mecon, Anses y BCRA

Esto demuestra que la corrección fiscal requiere mucho más que una moderación en el crecimiento del gasto. Incluso, el ajuste fiscal puede ser más lento y complejo en un contexto en el cual la economía se mantenga estancada y la inflación se des-

acelere. En última instancia, será clave la cintura del gobierno para contener el gasto discrecional (esencialmente subsidios y transferencias discretionales a las provincias) y que la dinámica inflacionaria corra por encima que la del gasto automático.

Al financiamiento del déficit fiscal, el próximo gobierno tendrá que adicionarle el legado de la gestión de CFK en materia de deudas pendientes: arreglo con *holdouts*, puesta al día de los pagos demorados por el fallo de Griesa, y los vencimientos de capital del acuerdo con el Club de París. Por si ello no fuera suficiente, también hay otros pasivos que se fueron generando a partir de la implementación del cepo: deuda acumulada en el pago de las importaciones¹³, el no giro de utilidades y dividendos devengados y el *swap* con el Banco de China. **Asumiendo un esquema de pagos en el cual el nuevo gobierno logra afrontar estas obligaciones con la colocación de nueva deuda** (exceptuando los vencimientos con el Club de París, los atrasos que se acumularon por el fallo de Griesa¹⁴ y una parte de la deuda generada por los importadores) **la herencia de obligaciones implica una carga financiera de US\$ 12.000 M (2,0% del PBI) sólo durante el primer año.**

¹³ Según la Cámara de Importadores (CIRA) la deuda asciende a US\$ 8.000 M.

¹⁴ Que viene impidiendo los pagos de intereses de deuda reestructurada en moneda extranjera de tenedores extranjeros.

Obligaciones "heredadas" en moneda extranjera 2016

En millones de US\$

	Instrumento de pago	Aumento stock de deuda	Pagos 2016
Pagos atrasados por fallo Griesa	Cash	-	3.341
Holdouts (*)	Bono bullet con cupón de 8,75%	16.289	1.425
No giro de ut. y dividendos devengoas	Bono bullet con cupón de 8,75%	10.000	875
Swap Banco de China (**)	Shibor 4%	11.000	440
Pagos de importaciones "pisados" (***)	Bono bullet con cupón de 8,75%	3.000	3.263
Club de París	Cash	-2.186	2.444
TOTAL		38.103	11.788
% PBI		6,6%	2,0%

(*) Replica fallo Griesa NML actualizado al 8,3% anual y se asume una quita del 35%. Implica abonar 2,6 veces el capital atrasado. A cambio se coloca un Bonar 24 con cupón de 8,75%.

(**) Se asume que se activa el swap de monedas y que por ello hay que comenzar a pagar los intereses a una tasa del 4%.

(***) Estimamos que la deuda asciende a US\$ 6.000 M. Se asume un pago de US\$ 3.000 M y un bono bullet en dólares con un cupón de 8,75%.

Fuente: LCG en base a Mecon, BCRA, FMI y estimaciones propias

A dicho monto debe sumarse el déficit fiscal primario proyectado para el 2016 (que medido en dólares lo estimamos en US\$ 25.000 M) y los vencimientos netos de deuda (sin considerar las obligaciones con el propio sector público) por US\$ 3.600 M. Es importante mencionar que sólo un tercio de las obligaciones totales en pesos podrán financiarse con las herramientas actuales del BCRA (adelantos transitorios y cuasifiscal). **Con las reservas internacionales en niveles muy bajos, no luce factible seguir utilizando utilizar este mecanismo de financiamiento para afrontar las obligaciones en moneda extranjera. Así, las necesidades de financiamiento para el año que viene serían de US\$ 30.000 M (5,2% del PBI), de los cuales US\$ 15.000 M se requieren en moneda extranjera.**

PROGRAMA FINANCIERO 2016

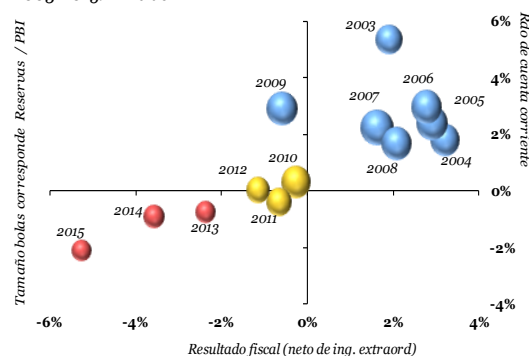
En millones de US\$

	AR\$	US\$	TOTAL
OBLIGACIONES	26.256	16.772	43.029
Vencimientos TP neto de intra-sector público	857	2.708	3.565
Org. Int. (no incluye Club de París)	-	2.276	2.276
Obligaciones hereradas	-	11.788	11.788
Déficit primario	25.399	-	25.399
FUENTES	10.442	2.276	12.718
BCRA	10.442	-	10.442
- Adelantos transitorios	7.530	-	7.530
- Cuasifical	2.912	-	2.912
Org. Internacionales	-	2.276	2.276
TOTAL	15.815	14.496	30.311
% PBI	2,7%	2,5%	5,2%

Fuente: LCG en base a Mecon, BCRA y Anses.

En todo caso, es evidente que el “seguir como hasta ahora” en materia económica no es una alternativa para el próximo gobierno. El escaso nivel de reservas y las distintas facturas pendientes que deja la gestión de CFK impiden seguir utilizándolas para pagar los vencimientos de deuda en moneda extranjera, y para el 2016 se requiere conseguir divisas como mínimo por US\$ 15.000 M sólo para afrontar los compromisos existentes (es decir, excluye las divisas necesarias para tonificar las reservas del BCRA). Los resultados gemelos (fiscal y externo) vienen deteriorándose aceleradamente, y el financiamiento con emisión monetaria del déficit fiscal no podrá mantenerse si se pretende implementar un plan antiinflacionario integral. Por su parte, el déficit en cuenta corriente resulta particularmente preocupante porque se produce a pesar de los controles generalizados a las importaciones, y es la clara manifestación de la insostenibilidad del pronunciado atraso cambiario que afrontará el próximo gobierno.

Resultados gemelos
2003-2015. En % del PBI



Fuente: LCG en base a Mecon

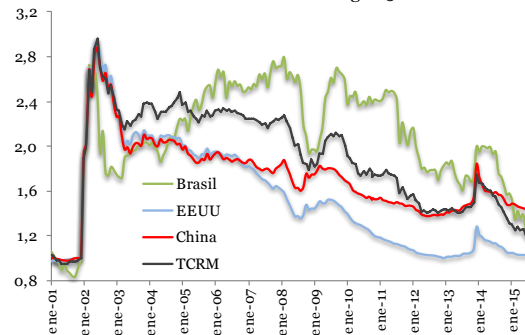
¿Se puede evitar una devaluación?

Desde la devaluación de ene-14 el Tipo de Cambio Real Multilateral (TCRM) acumula una apreciación del 32% y hacia diciembre se ubicará apenas 19% por encima de dic-01. Con el agravante de que, en la comparación contra el 2001, diversos factores implican un tipo de cambio real de equilibrio más elevado: fenomenal aumento de la presión tributaria, deterioro de la infraestructura productiva, mayor peso del Estado en la economía, incertidumbre macroeconómica y alta inflación, alto costo de financiamiento para las empresas, trabas a las importaciones, etc.

Si no se corrige semejante nivel de atraso cambiario, el mantenimiento del cepo cambiario sería una obligación para la política económica. ¿Existe el riesgo de que si Scioli es presidente prefiera elegir este camino para evitar correcciones antipáticas? Si bien la “política” puede enamorarse de una herramienta que permite mantener el empleo y el consumo en niveles elevados y genera muchos sectores que se favorecen que el mercado cerrado, lo logra al costo de condenar a la economía al estancamiento. Además, **mantener el atraso cambiario y la brecha limitaría enormemente el ingreso de capitales desde el exterior en la cuantía que la economía lo requiere para revertir la pronunciada escasez de reservas.** Y más pronto que tarde, sin un horizonte de normalización sería esperable que el atraso cambiario empiece a impactar sobre el empleo y la actividad económica.

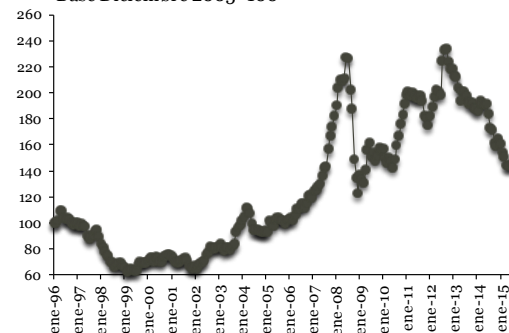
Por si los motivos internos no fueran suficientes, basta mirar con lo que está ocurriendo en el mundo: devaluación y recesión en Brasil, fortalecimiento del dólar, caída en el precio de los *commodities*, devaluación china, y escenario de posible suba de las tasas de interés en los EEUU. **Es difícil encontrar otro momento en el cual se hayan conjugado tantos factores externos como**

Tipo de cambio real multilateral
Índice base dic-01=1. Estimación ago-15



Fuente: LCG

Índice de precios de materias primas
Base Diciembre 2005=100



Fuente: LCG en base a BCRA

para justificar domésticamente una devaluación. Probablemente el único año comparable sea 1999, pero obviamente la enorme rigidez del esquema de Convertibilidad hacía extremadamente compleja la corrección del tipo de cambio. **Lo paradójico es que aun después de haber recuperado la herramienta cambiaria, elegimos nuevamente condenar a la economía a un peligroso atraso cambiario.**

En las últimas semanas el Real volvió a depreciarse fuerte y alcanzó su mayor nivel desde marzo de 2003 y acumula una devaluación del 30% contra diciembre pasado. A pesar de que la moneda brasilera comenzó un sendero ascendente a partir la segunda mitad de 2014, durante los últimos meses los problemas políticos que enfrenta Dilma y la dificultad del Ejecutivo para cumplir las metas fiscales¹⁵ han fogueado la desconfianza en el Gobierno y en su manejo de la economía, que entró en recesión. En un contexto de alta volatilidad, el índice de expectativas que releva el Banco Central sitúa el tipo de cambio para fin de año en R\$/US\$ 3,44, apenas poco por debajo de los niveles actuales.

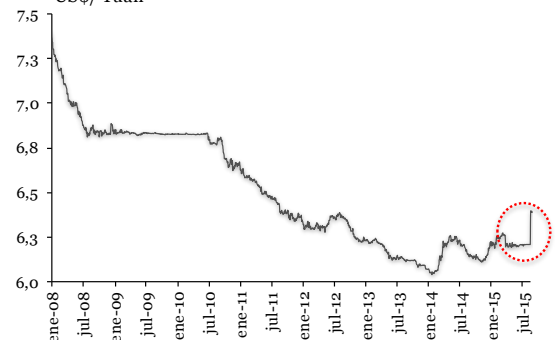
Por su parte, **China devaluó recientemente su moneda 3%**. Si bien se ensayaron distintas justificaciones (un plan diseñado previamente, anticiparse a la posible revaluación del dólar si se suben las tasas de interés, demostrar variabilidad para que el FMI incluya al Yuan en su canasta de monedas¹⁶, etc), lo cierto es que **en el contexto de una desaceleración de la economía que en 2014 registró el menor crecimiento de los últimos 25 años el objetivo fue tratar de motorizar el crecimiento económico a través de un impulso a las exportaciones**. Obviamente, la repentina decisión impactó sobre los mercados bursátiles y

Brasil: tipo de cambio nominal BR\$/US\$



Fuente: LCG en base a BCB

China: tipo de cambio nominal US\$/Yuan



Fuente: LCG en base a Bloomberg

¹⁵ En el mes de julio y a raíz de los malos datos fiscales del 1S-15 (Resultado Fiscal R\$ -1.600 M), el gobierno redujo su meta de un superávit del 1,1% del PBI a sólo 0,15%.

¹⁶ Situación que será tratada el mes próximo en la reunión anual del FMI.

puso más presión bajista sobre los precios de los *commodities*.

Mirado en perspectiva histórica, **el contexto actual tiene diversos aspectos que hacen menos costosa la implementación de una devaluación:** i) el mencionado escenario internacional (que es tanto una realidad como una “excusa” doméstica), ii) una economía pesificada (poca relevancia de los depósitos y préstamos en dólares), iii) flexibilidad de la política cambiaria, iv) baja deuda externa privada y pública, v) una posición fiscal que mejora con la devaluación.

Dependencia de la economía al Dólar

	2001	2015
Fundamentos		
Cuenta Corriente BdP como % del PBI	-1,2%	-2,1%
Reservas como % del PBI ⁽¹⁾	4,8%	4,7%
Salarios en US\$ (dic-01= 100) ⁽²⁾	100	163
Precio Soja Chicago en US\$	165	360
TCRM (dic-01=1)	0,98	1,23
TCR bilateral contra Brasil (dic-01=1)	0,93	1,34
Importaciones como % del PBI	6,3%	9,9%
Indicadores		
Depósitos en US\$ en % del total del Sistema	58,0%	8,5%
Depósitos en US\$ como % del PBI	26,3%	1,5%
Préstamos en US\$ en % del total del Sistema	53,4%	5,5%
Préstamos en US\$ como % del PBI	33,0%	0,6%
Deuda pública externa en MM de US\$ ⁽³⁾	140	110
Deuda privada externa en MM de US\$	78	65
Deuda privada externa como % PBI	24,2%	10,7%

Fuente: LCG en base a diversas fuentes.

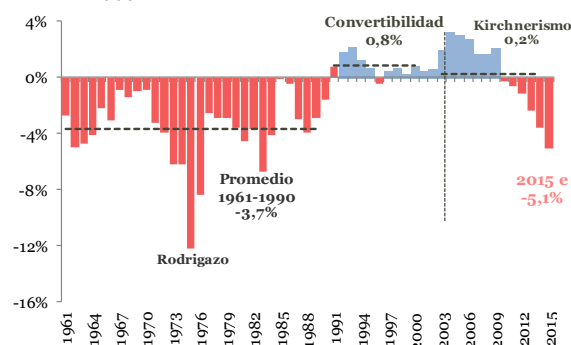
⁽¹⁾ El monto de reservas corresponde a las Reservas brutas. Si se consideran las Reservas “netas” (descontando el swap con China y el financiamiento del Banco de Francia) son US\$ 24.500 MM

⁽²⁾ Corresponde al salario registrado en US\$

⁽³⁾ Se descuentan las Letras Intrasfiables al BCRA y se considera el monto impago a los holdouts

La historia de nuestro país muestra que muy difícilmente los pronunciados desequilibrios en materia fiscal pudieron ser corregidos de forma gradual. En la situación actual, la inflación morigera los costos políticos del ajuste, ya que la corrección real se puede im-

Resultado Primario del Gobierno Nacional En % del PBI



Fuente: LCG en base a Sec. Hacienda

* Resultado Primario neto de ingresos extraordinarios

plementar aun con crecimiento nominal del gasto público. De hecho, esto fue lo que hizo Scioli con las cuentas fiscales de la provincia de Buenos Aires luego de que en julio de 2012 se vio obligado a postergar el pago de los aguinaldos públicos como consecuencia de la interrupción de la asistencia financiera por parte del Gobierno Nacional¹⁷.

En el mismo sentido, **la devaluación impacta positivamente sobre la posición fiscal**, dado que son mayores los ingresos asociados al comercio exterior (16% del total de la recaudación¹⁸) que los egresos en dólares. Y el efecto sobre los subsidios a la energía (por lejos el principal componente del gasto público atado al dólar) puede mitigarse con el incremento de las tarifas domésticas. **Por ejemplo, la combinación de una devaluación del 50% con un incremento promedio de las tarifas del 200%, tendría una mejora en términos fiscales de \$ 113.000 M (1/3 del déficit fiscal de 2015).**

Obviamente, **a corto plazo la devaluación impacta negativamente sobre la actividad económica y requerirá de una serie de medidas complementarias para ayudar a que la economía encuentre un nuevo equilibrio**: tasas de interés reales positivas para incentivar la demanda de pesos y funcionar como nueva ancla nominal, suba de encajes bancarios para disminuir el costo de la esterilización monetaria vía LEBAC o emisión de deuda en pesos, acuerdo social de precios y salarios, etc. La evidencia muestra que las correcciones cambiarias difícilmente se pueden hacer “en cuotas” (como intentó el kirchnerismo a fines de 2013), sino que en general tienen la forma de saltos discretos.

Está claro que se trata de una corrección dolorosa, pero que entendemos resulta necesaria para disminuir la brecha cam-

¹⁷ Un análisis detallado de la política fiscal de la gestión de Scioli en la provincia de Buenos Aires fue desarrollado en el Informe Mensual de julio de 2015 “Repensando las presidenciales”.

¹⁸ Proyección 2015

Impacto en los ingresos netos de una devaluación del tipo de cambio

En miles de millones de \$

		Devaluación		
		40%	50%	60%
Aumento tarifas	100%	44.477	36.344	28.211
	200%	121.486	113.353	105.220
	300%	198.495	190.362	182.229

Fuente: LCG en base a Mecon

biaria e incentivar el ingreso de divisas desde el exterior. Por otra parte, mantener el “*statu quo*” puede aliviar el costo político en el cortísimo plazo pero profundizando aún más las inconsistencias hacia adelante. Pese a la menor espalda política, **Macri ya hizo explícito que su intención es una liberalización inmediata del cepo cambiario que convalide un salto devaluatorio de magnitud. Más allá del enfoque gradualista de Scioli, entendemos que el margen de maniobra en términos cambiarios será acotado:** si se produce una ruptura política con el kirchnerismo que termina saldándose en las legislativas de medio término, **le resultará imprescindible hacer las correcciones de forma más o menos rápida para normalizar la economía en el primer año de mandato y llegar al 2017 con una actividad en crecimiento.**

Está prohibida su reproducción y circulación no autorizada expresamente.