

La coyuntura: mejor, pero sin lugar para la autocomplacencia

El **Acuerdo entre el MERCOSUR y la UE volvió a rendirle dividendos políticos al gobierno** esta semana en el marco de la 54ª Cumbre de Jefes de Estado del MERCOSUR que se realizó en Santa Fe. Es un mérito de quienes lograron el Acuerdo que la reunión de Jefes de Estado de la región haya recobrado protagonismo, luego de un largo período prolongado de oscuridad. **Lo que expresó el Presidente en ese foro refleja, por otra parte, el renacido optimismo económico del gobierno.** Allí Macri dijo que el acuerdo con la Unión Europea “nos va a permitir potenciar el comercio y las inversiones” y que “va a impactar positivamente en la calidad de vida de la gente”. En el Grupo de Monitoreo Macroeconómico del MERCOSUR se discutieron iniciativas de cooperación para mejorar la infraestructura de la región, lo que es clave para el desarrollo. En particular, se planteó hacer un “ranking” de proyectos de infraestructura a nivel regional, para determinar cuáles de ellos se deberían llevar adelante de manera coordinada. La discusión de cuestiones de desarrollo de este tipo que habían salido del radar de la política en el marco del estancamiento que vienen sufriendo tanto Brasil como la Argentina y es muy bienvenido que el Acuerdo ayude a plantearlas nuevamente. **En realidad, actuar como eje ordenador del crecimiento es uno de los aportes fundamentales que el Acuerdo podría brindar además, obviamente, de la apertura comercial.**

Pero **la Cumbre del Mercosur no fue el único hecho económico positivo** de la semana para el oficialismo. Es posible identificar al menos otros tres.

El primer hecho de relevancia es que **el FMI liberó quinto desembolso por US\$ 5400 millones**, luego de la Cuarta Revisión. Al reforzar las reservas del Central esos recursos son funcionales para consolidar la tranquilidad presente del mercado cambiario, que podría ser testeada tanto antes como después de las PASO. Otro elemento que reforzó este aspecto es que **el FMI permitió aumentar el límite para intervenir en el mercado de futuros de US\$ 1000 millones a US\$ 3600 millones.** Pero reafirmó, no obstante, que si hubiera intervenciones debido a “un cambio de preferencias” de los inversores en el contexto de las elecciones, las mismas deberían ser no esterilizadas. Esto anticipa que, **si hubiese un aumento de incertidumbre, también habría una reducción en la cantidad real de dinero ya que la misma se achicaría si el Central vendiera dólares y no esterilizara.** Esto anticipa que el peso del ajuste ante la incertidumbre caería sobre las tasas de interés y, por ende, el crédito y el nivel de actividad. Por eso no sorprende que en la Revisión el Fondo haya revisado a la baja la tasa de crecimiento tanto para 2019 (-1.3%) como para 2020 (1.1%) y que haya marcado explícitamente que espera que las tasas de interés se tomen su tiempo antes de bajar. En una palabra: **el Fondo no siente excesiva incomodidad con el ajuste pro-cíclico que venimos experimentando desde marzo de 2018. La esperanza reactivadora en este contexto sería la de una fuerte caída de la incertidumbre que recomponga la demanda de dinero.** Aunque en ese caso reaparecería el problema del atraso cambiario en la medida que el Central tampoco interviniera comprando dólares y expandiendo la oferta de pesos. Ni el ajuste pro-cíclico ni el atraso cambiario anti-competitivo parecen buenas alternativas.

El segundo hecho positivo es que, según lo diera a conocer el Ministerio de Hacienda, **se cumplió con la meta fiscal para el primer semestre;** hecho éste que posibilitó el desembolso del Fondo. El resultado primario del sector público fue superavitario en 0,15% del PIB en el primer semestre, lo que contrasta con el resultado negativo de 0,7% en igual período de 2018. Dujovne subrayó una serie de hechos para realzar la significación de estas cifras. Remarcó que “fue el primer semestre con superávit desde 2011; que se había

ABECEB

hacemos más real la economía real

sobrecumplido la meta fiscal; que “llevamos veinticuatro meses con los recursos fiscales creciendo más que los gastos” y que la deuda flotante “es la más baja desde 2018”.

El entusiasmo de Dujovne, no obstante, no debería hacernos olvidar algunos puntos. Uno muy importante es que buena parte del esfuerzo que se realizó en impuestos y gasto primario, se compensó con el incremento de los intereses, que crecieron un 0,5% del PIB y pasaron de 1% a 1,5%, con lo que el balance global fue deficitario en 1,3% del PIB en el semestre 2019, lo que no obstante mejora el 1,7% de igual período de 2018. **También vale señalar que hubo aportes no repetibles de recursos de capital por venta de centrales térmicas y aporte del FGS.**

Recursos de Capital ingresados en junio-2019.	
En millones de pesos	jun-19
Venta Central Términca Ensenada-Barragán	26.321
Venta Central Términca Brigadier López	14.095
Concesión Aguada del Chañar	4180
Transferencia del FGS para financiar Reparación Histórica(*)	19.647
Resto	329
Total Ingresos de capital	64.572
Resultado primario acumulado 6 meses	30.221
Meta ajustada del programa a 6 meses	-17.277

(*) Se estiman transferencias adicionales del FGS a la ANSES de julio hasta diciembre de 2019 del orden de los \$ 10.000 M mensuales.

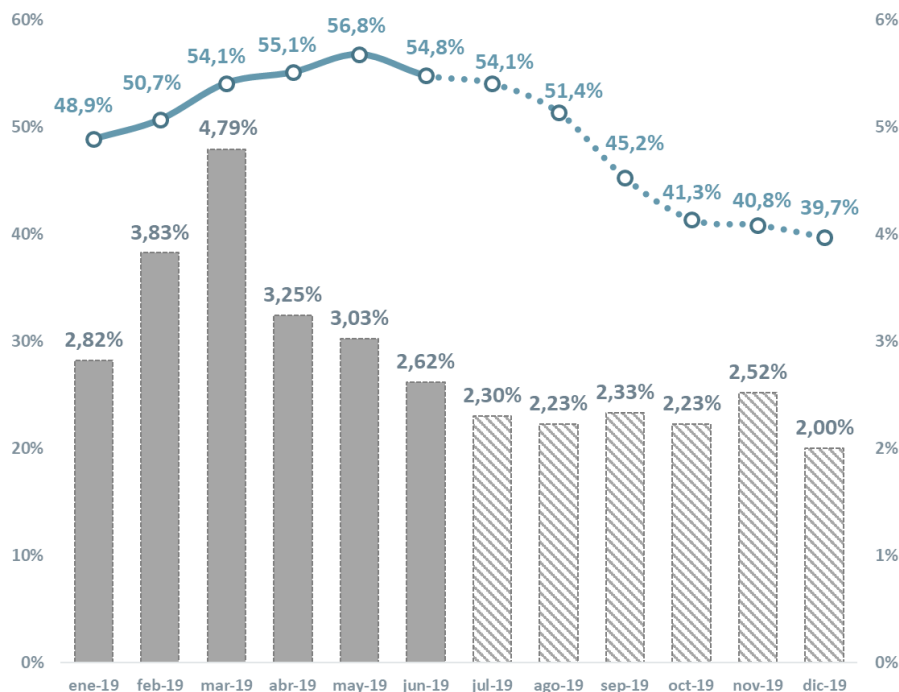
Por último, también pesarán en el futuro los mecanismos de indexación del gasto, por lo que cerrar el año con el déficit primario comprometido aparece como difícil. Así, si bien en la Revisión se acordó subir la meta para el tercer trimestre, se estipuló también que habrá en el año un déficit de 0,3% del PBI. **Cuando se mira desde esta perspectiva queda clara la importancia de que la economía se reactive por el impulso que podría darle a la recaudación. Si esto no se logra, será muy difícil avanzar en la reforma fiscal que la Revisión recomienda.** En este marco, es natural que el Fondo haya vuelto a repetir que la deuda argentina es "sostenible pero no con alta probabilidad" y que anticipe que en 2024 estará todavía en 60% del PBI.

El tercer hecho positivo es que la tasa de inflación de junio, que se ubicó en 2.7%, al constituir la tercera reducción mensual consecutiva en el ritmo de aumento de los precios, aporta credibilidad a la estrategia de desinflación que lleva adelante el Banco Central. También fue muy positiva la desaceleración de la inflación mayorista: registró un 1.7% y le quitó presión a la evolución futura de los precios minoristas. Sin embargo, **la cifra de inflación minorista no dejó de tener un cierto sabor agri dulce porque se esperaba que el índice fuera algo menor**, en torno del 2.5%. Además, esa tasa representa una inflación anualizada del 38%.

ABECEB

hacemos más real la economía real

Inflación ABECEB. Var. % m/m y Var. % i.a.



La inflación sigue siendo alta y no está claro que el FMI tenga un enfoque del todo consistente en relación con esto. En la Revisión se hace referencia a la "inercia inflacionaria", a las correcciones de salarios y a las expectativas cambiarias como factores que sostienen alta la inflación y, en consonancia con ello, la inflación esperada para este año se ubica en 40% y para el año entrante en 32.1%. Pero si esto es así, **no está para nada claro que alcance sólo con restricción monetaria. Y menos aun si no se sabe cuál será el régimen monetario en el futuro. Para ponerlo blanco sobre negro: la experiencia de inflación de 40% con aumento cero de la base monetaria es una que difícilmente podrá repetirse.**

De cualquier forma, Sandleris se mostró optimista a partir del resultado de junio. Dijo que espera que el índice de julio sea menor. Según su visión, dos fuerzas principales ayudaron a la baja de la inflación: "No hubo aumento de tarifas y hubo cierta apreciación del peso". Estas declaraciones muestran una ambigüedad similar a la de la Revisión del FMI. Si la política anti-inflacionaria se basa en un régimen de metas de dinero con cero incremento de la base monetaria, resulta no del todo consistente atribuir la baja de la inflación a factores que pueden influir en los precios por el lado de los costos o las expectativas, como el tipo de cambio o las tarifas.

El argumento anterior no tiene por objetivo desacreditar como inconsistente la estrategia del Central. Las ambigüedades desaparecen si se considera que **el objetivo prioritario es la estabilidad cambiaria y no la inflación**. Como hemos subrayado en otras notas, **el Central está siendo muy pragmático. Su propósito es, antes que nada, evitar una corrida contra el peso** y ello está justificado en un contexto de alta incertidumbre. Esto tiene prioridad y se está aplicando aunque resulte pro-cíclico. Por otra parte, **si la estrategia tiene éxito, hay un efecto colateral positivo: como no se emite, cuando la especulación contra el peso se calma, el tipo de cambio tiende a apreciarse y ello es un bálsamo para la inflación. Pero si no**

hay éxito, los efectos son muy fuertes: se acentúa tanto la inflación –por la depreciación–, como la pro-ciclicidad del ajuste, por la caída de la oferta real de dinero que inducen precios más altos.

Una conclusión de todo esto es que, si se utiliza el instrumento monetario para minimizar la volatilidad del tipo de cambio, es lógico que se necesiten otros instrumentos para apaciguar la inflación. De aquí que el –bienvenido– pragmatismo del gobierno lo llevó a "patear hacia adelante" los ajustes de tarifas. Esto se entiende como estrategia de muy corto plazo en un período electoral. Pero cimentar credibilidad a más largo plazo demandará mayor consistencia en la elección del régimen monetario y cambiario a utilizar, así como instrumentos para lidiar con la inflación inercial que ahora el Fondo reconoce.

En síntesis, **si se comparan los tiempos que corren con el no muy lejano mes de abril, se entiende que el oficialismo muestra un mayor nivel de satisfacción. El control sobre las variables monetarias y cambiarias es hoy superior**. Por un lado, las tasas de interés que paga el Central sobre sus papeles viene cayendo sistemáticamente aun cuando el tipo de cambio se ha estabilizado y, por otro, el riesgo país ha caído –aunque sigue muy alto– en un contexto en que la incertidumbre sobre el resultado electoral está lejos de haberse disipado.

Pero a las autoridades no les convendría para nada exagerar con el optimismo y, menos aún, con la autocomplacencia. ¿Por qué no hay margen para esto? Porque del análisis anterior surge que **cada uno de los resultados positivos que hemos mencionado ha venido acompañado de señales que indican que no están plenamente consolidados**. Estabilizar mínimamente las variables cambiarias y monetarias como se hizo es sólo un primer paso necesario para salir de la zona de amenaza de crisis. **Para que la situación se vaya consolidando, el próximo paso obligado es la reactivación de la economía. El ajuste necesita tener un sesgo menos pro-cíclico**. Esto es fundamental para dos cuestiones. La primera es que el apoyo político al programa necesita de una mínima reanimación del consumo y el empleo y la segunda es que el cumplimiento de las metas fiscales requiere de un mayor nivel de actividad porque ello traería consigo una mayor recaudación tributaria.

Es justamente en relación con el problema de cómo recuperar el crecimiento donde la Revisión del Fondo aparece más débil. En el *outlook* sobre crecimiento se hace referencia a factores más estructurales y de largo plazo que son muy importantes pero no resuelven **la cuestión de cómo salir de un ajuste que podría estar navegando entre dos amenazas contrapuestas: la de tornarse excesivamente pro-cíclico si la confianza se resiente y la de inducir una caída en el tipo de cambio real excesiva si ocurre lo contrario**. Una tarea prioritaria es **cómo poner a la economía a crecer por encima del débil 1.1% esperado para 2020 y, para ello, es clave recomponer el crédito al sector privado**, que es hoy un cepo para la reactivación. Es cierto que el "riesgo del programa es alto" como afirma la Revisión, pero es también importante evaluar cuáles son los riesgos que vale la pena tomar.