

El balance de Lacunza y los dilemas de Fernández

La falta de precisiones sobre lo que efectivamente hará la administración de Alberto Fernández en el plano de la economía está teniendo por estos días una consecuencia bastante evidente: los niveles de **exacerbada incertidumbre que la economía viene arrastrando desde las PASO no tienen visos de reducirse aun cuando ya se conoce con certeza no sólo quién será presidente sino, también, cómo estarán conformadas las dos cámaras**. Por supuesto, es posible imaginarse razones por las cuales el presidente electo viene siendo muy parco a la hora de hablar sobre los lineamientos económicos de su gobierno. Una importante es, seguramente, evitar un desgaste prematuro de los futuros funcionarios. El problema es, no obstante, que **al ser excesivamente amplio el espacio que se deja para la especulación hay un efecto colateral negativo: aparecen propuestas y conjeturas sobre posibles políticas económicas que van desde lo relativamente sensato a lo francamente insólito**. Esta semana, por ejemplo, **tuvieron mucho protagonismo las propuestas para "desdolarizar" como forma de reactivar rápidamente la economía**. Siendo ésta la situación quizás ayudaría a la próxima administración que los actores políticos que estarán de una u otra forma cerca de los lugares donde se tomarán las decisiones a partir del 10 de diciembre se abstengan de adelantar propuestas poco fundadas o técnicamente débiles.

El ministro Lacunza hizo esta semana un balance de la evolución de la economía durante el gobierno de Macri a la que le imprimió una bienvenida impronta de realismo y pragmatismo pero que no estuvo libre, sin embargo, de un cierto grado de optimismo cuando afirmó que hay **"cimientos para un crecimiento de largo plazo"**. **Fue particularmente optimista al incluir entre esos cimientos la reducción de los déficit gemelos –de cuenta corriente y fiscal–, ya que las bases sobre las cuales se asienta tal reducción son débiles y, por ende, insuficientes para sostener el crecimiento**. La disminución del déficit de cuenta corriente se logró en gran medida gracias a la fuerte recesión que está cursando la economía, de forma que si el crecimiento se reactiva es esperable que el incremento de importaciones de bienes intermedios y de capital vuelva a hacer crecer el déficit de cuenta corriente. El resultado fiscal primario, por su parte, no es suficiente para asegurar la sustentabilidad de la deuda pública ni, seguramente, para encarar la negociación con el FMI y los tenedores privados de deuda. Asimismo, la cuenta de intereses sobre la deuda se elevó marcadamente, absorbiendo las mejoras en el déficit primario. Esto fragiliza algunos de los avances objetivos en reducción de impuestos que cita Lacunza ya que es posible que el nuevo gobierno vuelva a aumentarlos buscando tener una posición fiscal más holgada, pero evitando reducir el gasto público.

Sin ánimo de desmerecer la importancia del balance de Lacunza, también hay que decir que **estando a escasas dos semanas de la asunción de Fernández, quienes toman decisiones en la economía están mucho más ansiosos por conocer las políticas futuras que las apreciaciones sobre el pasado**. Pero a pesar de ello, las autoridades que se harán cargo del gobierno siguen cultivando el misterio. Por supuesto, el presidente electo tiene todo el derecho de elegir la táctica que mejor le parece, pero **hay que tomar en cuenta que lo que va ocurriendo hoy forma ya parte de lo que se deberá gestionar en unos días**. Por ejemplo, que el real haya acumulado en algo menos de un mes un 6% de depreciación es algo que tendrá efectos en el comercio luego del 10 de diciembre, y lo mismo podría decirse de las decisiones que se tomen en la próxima cumbre del MERCOSUR o del resultado de la elección en Uruguay, que podría llevar a ese país a apoyar posiciones más afines a las de Bolsonaro en el plano del comercio.

Para matar la ansiedad de la espera, puede ser una buena idea aprovechar algunos de los hechos comentados por Lacunza en su balance como pretexto para reflexionar sobre los dilemas que necesariamente se presentarán en el proceso de toma de decisiones de política económica desde el comienzo mismo del período de Fernández. Hay una frase de Lacunza que es extremadamente útil para

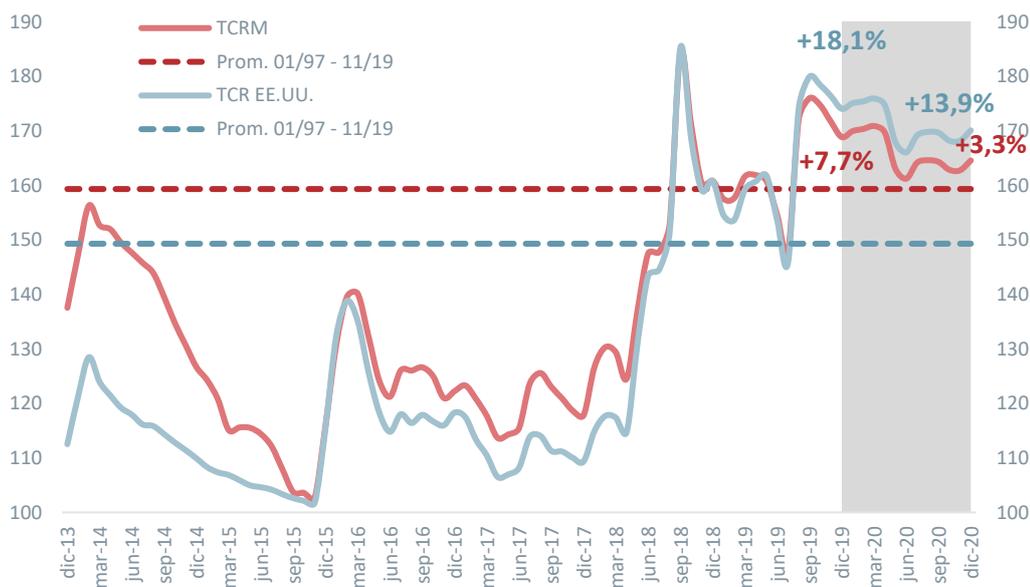
ABECEB

hacemos más real la economía real

motivar la discusión sobre los dilemas que hoy se plantean; dijo que era **"difícil hacer crecer la economía, corregir los precios relativos, corregir las tarifas y bajar la inflación, todo al mismo tiempo"**. Sería extraño que alguien estuviera en desacuerdo con esto. Sobre todo, considerando los fracasos de los ministros que precedieron a Lacunza. Y como la solución no llegó, más allá de que hubo cambios tanto positivos como negativos, en esencia la conjunción de problemas que marcó Lacunza sigue teniendo gran actualidad. **Específicamente, las nuevas autoridades deberían incorporar en su diagnóstico que al tiempo que hubo avances nada despreciables en la corrección de precios relativos, la situación en cuanto a inflación y actividad es incluso peor que la que Macri heredó.** Lacunza provee evidencia útil para ilustrar este punto. Según su balance "el 59% de la electricidad ya es pagada por los usuarios (en 2015 era el 9%); en el gas, ya hay una cobertura de 85% (era de 37%), y en el colectivo en AMBA, un 30% (era de 4%). Asimismo, "el tipo de cambio es 90% más competitivo que en 2015 y 60% más que en 2018". Pero en simultáneo con esto el "PBI está hoy en un nivel 3,4% inferior al que mostraba en 2015" y la inflación supera el 50%.

Tipo de cambio real multilateral y bilateral con EE. UU.

16/12/2015 = 100



Una cuestión central para considerar en relación con lo anterior y que no está en el balance es que, en gran medida, **los malos resultados en cuanto a inflación y nivel de actividad son la contracara de las mejoras en precios relativos. Por lo tanto, los "buenos" y "malos" resultados de Macri no se deberían pensar de forma separada.** Son interdependientes y es esa interdependencia, en realidad, la que dio lugar a los dilemas de política que, en el caso de Macri, llevaron a decisiones incorrectas desde el punto de vista de la estabilidad macroeconómica. **Los dilemas que enfrentará Fernández se diferencian muy poco de los de Macri porque las tensiones que los generan en esencia no han desaparecido y en ciertos casos empeoraron.** Veamos.

Se puede afirmar que un error sistemático en las políticas económicas de Macri fue haber ignorado los vínculos entre corrección de precios relativos y aceleración de la inflación, lo que lo llevó a implementar

políticas monetarias inconsistentes. Fueron inconsistentes las metas de inflación con los ajustes de tarifas y la depreciación post-cepo en 2016 y fue posteriormente inconsistente la meta de incremento de la base monetaria cero en el programa con el FMI, cuando la inflación apuntaba a superar el 50% empujada por la depreciación. **Hay, así, un dilema entre cuánta corrección de precios relativos y cuánta inflación aceptar** y la política monetaria no debería concebirse sin considerar este punto. Esto implica, seguramente, que **para no desarticular los precios relativos habrá que aceptar que reducir la inflación es un objetivo que sólo puede alcanzarse a largo plazo.**

Un efecto colateral no buscado, pero fiscalmente útil de un programa de reducción gradual –pero consistente y continua– de la inflación es que **el gobierno seguirá cobrando impuesto inflacionario. Para cumplir con la meta cero de base monetaria el BCRA colocó Leliqs a tasas exageradas, lo que lo llevó a dilapidar el impuesto inflacionario para cubrir su déficit cuasifiscal. Si el proceso ya comenzado de desarticulación de las Leliqs continúa, lo recaudado por impuesto inflacionario podría utilizarse para financiar directamente el déficit del Tesoro.** Incluso es probable que la Tesorería se vea tentada a apropiarse de parte del impuesto inflacionario que hoy cobran los bancos. Algo de esto se ha comenzado a hacer con la reducción del permiso de constituir encajes con Leliqs. **Aquí el dilema que aparece es entre apropiarse de más impuesto inflacionario de los bancos o inducir una caída más rápida de la tasa de interés.** Caída que, de cualquier forma, estará limitada por la necesidad de impedir que suba la brecha cambiaria asociada al cepo.

Un determinante clave del incremento de la pobreza fue la aceleración de la inflación –particularmente en alimentos–, que hizo que el valor de la canasta básica subiera más rápido que los ingresos de los deciles más bajos de la distribución. **Esto implica que no hay que concebir la política de competitividad y de precios relativos de forma independiente de la política de ingresos y de una evaluación política de la gobernabilidad. Esta tensión da lugar a un dilema entre ajuste de precios relativos y gobernabilidad.** Este dilema se suavizaría sustancialmente si la economía comenzara a crecer y generar empleo. Esto último es la única forma genuina de mejorar la gobernabilidad sin manipular espuriamente los precios relativos o las cuentas públicas, sea atrasando tarifas, sea incrementando los impuestos desmedidamente.

Generar crecimiento en un contexto de tipo de cambio real alto no es fácil. Como muestran los estudios sobre el tema, las depreciaciones de la moneda son recesivas en la Argentina. Así, a los efectos de la depreciación sobre los ingresos y la inflación hay que agregar los efectos depresivos de un dólar más caro, algo que ocurrió sobre todo desde el segundo trimestre de 2018. En particular, **hay que remarcar que el cambio de precios relativos en favor del dólar deprime al sector no transable que es el más extendido de la economía y el que genera más empleo –desde los servicios hasta la construcción– y expande al sector transable que genera dólares, pero no excesivo empleo. Aquí aparece un dilema entre ajuste externo y creación de empleo.**

Una pregunta central para el futuro es: **¿es posible mantener los avances en precios relativos y avanzar, simultáneamente, en reducir la inflación y reactivar el crecimiento?** No parece que vayamos a pecar de excesivo pesimismo si consideramos que la respuesta es que será muy difícil. **La inteligencia política estará en elegir cuánto sacrificar de cada objetivo.** Parece clave, en relación con esto, evaluar de forma realista el peso de cada restricción de forma de evitar inconsistencias de política motivadas por el voluntarismo.

Un conjunto de decisiones "duras" se asociará, seguramente, con los precios relativos. La fuente de tensiones se debe a que la menor distorsión en esos precios que hoy se observa se está dando en una situación en que la reducción de los déficit gemelos, como vimos, no está consolidada y, por ende, no hay margen para empeorar las distorsiones. Esto es así porque, por un lado, **el desequilibrio fiscal pone límites**

estrictos a la posibilidad de atrasar tarifas con el objetivo de reprimir la inflación y, por otro, la fragilidad en la reducción del déficit de cuenta corriente condiciona la posibilidad de atrasar el tipo de cambio real con igual propósito. Es cierto que el superávit comercial ya se prolonga por varios meses y que en setiembre se ubicó en 1700 millones de dólares. Sin embargo, ese superávit no es suficiente para satisfacer al mismo tiempo los servicios de la deuda y la demanda de atesoramiento y por ello hubo que imponer un cepo. Además, hay que considerar dos factores: **si la economía crece va a ser difícil mantener el superávit comercial por el aumento de importaciones y si se aumentan las retenciones para cerrar el déficit fiscal, ello equivale a una reducción del tipo de cambio real que desincentivará las exportaciones agrícolas.**

Una segunda fuente de tensiones y dilemas será la distributiva. La caída del bienestar de la población en el marco del ajuste de precios relativos fue fuerte. Según Lacunza, "la pobreza promedio asciende estructuralmente a un 36%" y "en el último año y medio hubo un deterioro del salario real de casi 10 puntos porcentuales, por lo que el mercado laboral ajustó por precio, no por cantidad". **Probablemente haya margen para una cierta recomposición de ingresos y salarios, pero, nuevamente, ese margen es pequeño.** El error de Macri como lo marca Lacunza fue que "en los dos primeros años de la gestión la política monetaria fue más exigente que la fiscal" y no se tomó suficientemente en cuenta que la "la tasa de interés no puede hacer todo el trabajo". En función de ciertas declaraciones de actores políticos que hoy están cerca de Fernández, el consejo de política monetaria para el nuevo gobierno sería el de tomar en cuenta que la política fiscal y la monetaria pueden ser inconsistentes de formas variadas. Si es completamente cierto que la tasa de interés no puede hacer todo el trabajo, también lo es que recurrir a la emisión monetaria tampoco puede hacerlo. Confiar en la tasa o en la emisión son dos formas alternativas de equivocarse si se ignora la dominancia fiscal. En el primer caso resultan tasas estratosféricas que generan recesión, en el segundo resultaría una brecha cambiaria estratosférica que aceleraría la inflación y terminaría también en recesión. **Parece que enfrentar este dilema obviando una cuota de ajuste fiscal legítimo es una receta para el fracaso. Pero por supuesto no hay que ignorar que contestar a la pregunta, ¿cuánto ajuste fiscal?, no es posible sin evaluar el grado de éxito en la negociación de la deuda en ciernes.**

En suma, el futuro ministro va a navegar aguas borrascosas y los dilemas que hemos comentado explican en buena parte el porqué. Esto, por supuesto, sin olvidarnos de que en gran medida **las llaves del reino – aun de un reino de aguas borrascosas– están hoy escondidas detrás del resultado de la negociación de los compromisos externos con los bonistas y con el FMI.** Pero eso sería tema para otra nota.