

## El plan de estabilización: ¿segunda fase?

El hecho de que el precio del dólar se haya estado moviendo más cerca del límite inferior que del superior de la banda de flotación representa un avance para el programa de estabilización que se encuentra en ejecución. **Se cumplió de esa manera con una primera fase necesaria para cualquier programa de estabilización: reducir la volatilidad del tipo de cambio nominal. Pero ese logro será sólo circunstancial si el programa en curso no evoluciona rápidamente hacia una segunda fase: consolidar los fundamentos macroeconómicos. Ninguno de los tres pilares que –definidos más abajo– que sostienen el equilibrio de corto plazo del tipo de cambio nominal tiene base en terreno firme.** En este sentido, podría decirse que **se trata de un "equilibrio artificial"**, si definimos equilibrio artificial como uno que no está basado en un equilibrio que pueda sostenerse a largo plazo. **Un equilibrio artificial puede ser altamente funcional –y quizás la única vía ante una amenaza de crisis– para empezar a estabilizar la economía.** Pero el equilibrio artificial debe ser transitorio. **Si el equilibrio artificial perdura sin avances en los fundamentos, se deterioran las expectativas de sostenibilidad del programa y ello es letal para cualquier intento estabilizador.**

Vale aclarar, no obstante, que **un error** –que se comete habitualmente en el análisis de la estabilización en nuestro país– **es pensar que "artificial" e "inútil" son sinónimos.** Este error lleva normalmente a recomendar salud, como si fuera posible pasar por alto el período de rehabilitación. **Como si fuera un problema de mera voluntad política establecer los fundamentos correctos "de una vez".** Este tipo de razonamiento tan popular pasa por alto dos cuestiones clave que hacen que las recomendaciones no sean operativas. La primera es que típicamente **la corrección de los fundamentos fiscales y de los precios relativos encuentra restricciones de economía política.** El gobierno actual, por su debilidad en el Congreso, no es la excepción. Basta con chequear las concesiones realizadas en la negociación de la Ley de Presupuesto o los problemas para corregir tarifas. La segunda, aún más determinante, es que **la reacción del sector transable a los incentivos de precios relativos o de medidas para mejorar su productividad necesita de tiempo.** Lo que implica que generar mayor oferta de dólares genuinos también lo necesita.

**Estas dos razones indican que en las siguientes fases de estabilización necesariamente aparecerán equilibrios artificiales.** Quizás, tomando esto en cuenta, el "arte" de la estabilización podría definirse como la habilidad para manejar los instrumentos de política económica –que son muy limitados– de forma de lograr una sucesión de equilibrios de corto plazo que van a combinar elementos artificiales y fundamentales, pero de forma que en esa sucesión los elementos fundamentales vayan ganando preeminencia sobre los artificiales. Vale acotar, llegados a este punto, que **un segundo tipo de error** –opuesto al anterior– en nuestra experiencia con programas de estabilización **es confundir un equilibrio "artificial" con uno fundamental,** de forma que la sucesión hacia equilibrios cada vez más basados en fundamentos se interrumpa. **Esto es lo que ocurrió, probablemente, en 2017.** Se confundió un equilibrio artificial del mercado de cambios –basado en el *carry-trade*– combinado con un gradualismo sin ajuste fiscal suficiente, con un equilibrio macroeconómico sostenible en el que los fundamentos se estaban consolidando.

Esta definición relativamente abstracta de la estabilización puede ser útil para evaluar qué ingredientes mínimos debería tener la segunda etapa de la estabilización en curso. Será útil realizar esta evaluación en base a los tres pilares de la primera etapa.

# ABECEB

hacemos más real la economía real

**El primer pilar fue, obviamente, la ampliación de la ayuda del FMI**, que fue instrumental para reponer en parte las reservas que se perdieron y para **apaciguar las dudas sobre el programa financiero**. Más allá del aporte crítico del apoyo del Fondo, hemos argumentado que **el terreno no es firme por dos razones. La primera es que la factibilidad del programa financiero todavía depende del rollover de las Letes y la segunda es que, para llenar las necesidades financieras más allá de 2020, será necesario acceder al crédito en los mercados externos.**

**El segundo pilar es una muy fuerte restricción de liquidez.** Esto fue muy efectivo, sobre todo, para deprimir la demanda de divisas. **Pero tampoco se opera sobre terreno firme porque un efecto colateral muy dañino ha sido un elevado nivel de tasas de interés.**

**El tercer pilar fue un significativo ahorro de divisas gracias a la caída en el nivel de importaciones. Aquí el terreno no es firme porque** si bien esto es efectivo para reducir el exceso de demanda de dólares a corto plazo, genera problemas muy importantes. En particular, **la caída del nivel de actividad reduce también la recaudación y el empleo.**

Nótese el siguiente punto clave: **para desactivar la crisis cambiaria, la autoridad monetaria concentró su poder de fuego en lograr una reducción de la demanda de dólares** que neutralizara el incremento que se había producido por la mayor aversión al riesgo argentino en un contexto de alta incertidumbre macroeconómica. **El único componente de oferta de dólares nuevos fue la ayuda del FMI, que no es de mercado y tiene límite.** Este punto hace que el equilibrio logrado sea necesariamente de cortísimo plazo. **Si nada cambia, rápidamente se convertirá en inestable debido a que la compresión de la demanda de dólares es artificial.** Por un lado, **no se pueden mantener las tasas de interés reales a este nivel sin generar problemas sustanciales de liquidez.** Incluso, si hay un cierto éxito en comprimir la inflación con una tasa nominal que cae lentamente, aumentará el riesgo financiero no sólo del sector privado sino también del Banco Central –por el déficit cuasifiscal– y del Tesoro, porque obliga a generar un superávit primario cada vez más alto para mantener la deuda pública dentro de márgenes sostenibles. Por otro lado, **tampoco se puede mantener la negativa dinámica del nivel de actividad que estamos observando sin que la economía empiece a destruir empleo de forma significativa, lo que tendría efectos políticos deletéreos.** Además, tasas de interés reales altas e iliquidez interactúan y se potencian: **la iliquidez obliga liquidar stocks y a reducir gastos en personal llevando tanto los stocks como la dotación de personal a niveles inferiores a los que se desearían en una situación de equilibrio.** No se necesita mucho más que recordar cómo opera el multiplicador keynesiano para concluir que esto llevaría a más recesión y más destrucción de empleo. **En un contexto así, la única forma de mantener los ingresos tributarios sería a través de la creación de nuevos impuestos**, algo que de hecho ya está sucediendo con las retenciones y otras iniciativas, incluyendo las provinciales. Pero, obviamente, esto tiene limitaciones. **Crear nuevos impuestos o bien contribuye a deprimir la demanda agregada o bien desincentiva la oferta quitándole competitividad a la economía. Cualquiera de los efectos juega en contra de lo que el programa necesita.**

En suma, si ninguno de los tres pilares del equilibrio de corto plazo logrado en el mercado de cambios está asentado sobre terreno firme, **para consolidarse, el programa necesariamente tiene que evolucionar hacia una segunda fase** que, en función de lo dicho, seguramente combinará equilibrios sostenibles con otros artificiales, pero que deben darse en una sucesión que vaya mejorando los fundamentos. **Hay tres puntos necesarios.**

(a) **una reducción de la demanda de dólares inducida por fundamentos –esto es, por una caída de la incertidumbre– y no artificialmente –por un apretón artificial de liquidez.** Esto iría preparando el terreno

# ABECEB

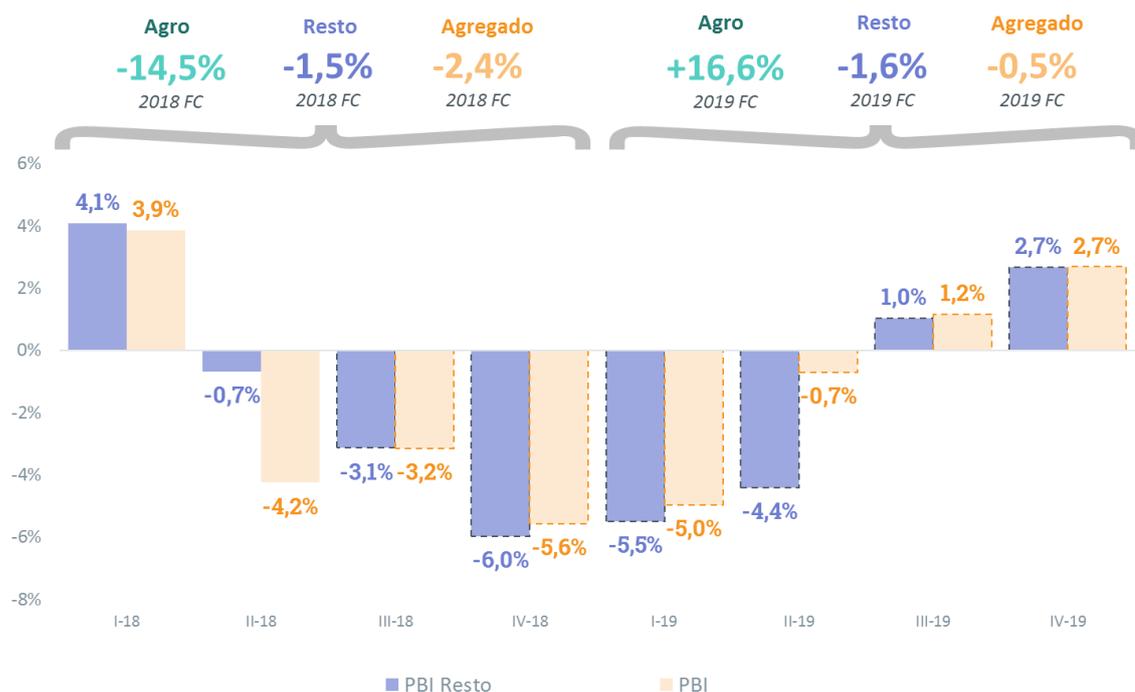
hacemos más real la economía real

para acceder a los mercados internacionales de deuda en un plazo más largo. Ha habido cierto avance si observamos que hubo una caída en los niveles de riesgo país y las tasas nominales de la Leliq están bajando. Pero los pasos son aún pequeños. En este sentido hay que considerar que Fitch puso en perspectiva negativa la calificación de deuda argentina. Incluso, los analistas han hecho notar que la Argentina está pagando tasas de interés que son mayores a las que corresponderían a la categoría de riesgo en que está clasificada. **Para lograr caídas más importantes en el riesgo en el futuro será central lo que termine pasando con el Presupuesto y su implementación efectiva, así como con los conflictos distributivos.**

(b) **un incremento de la oferta "genuina" de dólares. Esto es, un incremento que sea el fruto de un sector transable más competitivo** que se exprese en el aumento de la oferta de exportaciones y/o mayor sustitución de importaciones. En relación con este punto podría haber avances concretos. Básicamente, porque el sector primario aportaría una oferta de dólares muy superior al no estar presente la sequía y por los avances en el sector energético en un contexto de importaciones mucho menores. Pero, para consolidar este aspecto, es central lo que ocurra con el tipo de cambio real.

(c) **recuperación del nivel de actividad, requerida para sostener la recaudación y, como mínimo, evitar la destrucción de empleo.** El nivel de actividad es difícil que aporte buenas noticias. En los próximos meses se van a sentir los efectos de la recesión con toda intensidad. Las cifras sobre industria y construcción que acaba de difundir el INDEC así lo indican. Sin embargo, el mayor nivel de ingresos de los exportadores primarios va a jugar en forma creciente como un amortiguador. En particular, se trata de un aumento autónomo del gasto en relación con el cual también va a trabajar el multiplicador keynesiano. Por otro lado, si el nivel del tipo de cambio real se mantiene elevado, podrían aparecer nuevas fuentes tanto de demanda agregada como de expansión empleo originadas en el sector transable, como el turismo. También podría ayudar un mayor nivel de actividad en Brasil si hubiese un efecto luna de miel con Bolsonaro.

PBI Agregado y Neto de Agro. Variación interanual (%)



# ABECEB

hacemos **más real** la economía real

La debilidad del nivel de actividad en los próximos meses sugiere que, para avanzar en la segunda etapa, se van a reforzar ciertos equilibrios artificiales. Uno de esos equilibrios tiene que ver con el plano fiscal. Algunos analistas están llamando la atención sobre los niveles de endeudamiento y la sostenibilidad. Pero **lograr que la deuda sea sostenible es el segundo paso. El primer equilibrio "artificial" a lograr es mostrar que aun con recesión es posible lograr la meta de 2019. La presión tributaria no va a bajar si se cumple con esto y, como la alta presión tributaria juega en contra de la competitividad de la economía, como contrapartida será necesario mantener un tipo de cambio real elevado.** Es una deducción basada en el pragmatismo más elemental: el gobierno debe cumplir la meta fiscal y debe conseguir dólares genuinos. A no ser que hubiese una mejora en los términos del intercambio, la única forma de cuadrar este círculo es mediante un tipo de cambio real elevado. **Lograr una competitividad que se refuerza en base a la competitividad "genuina" y no en base al tipo de cambio real es la meta. Pero lleva tiempo; no hay atajos.**

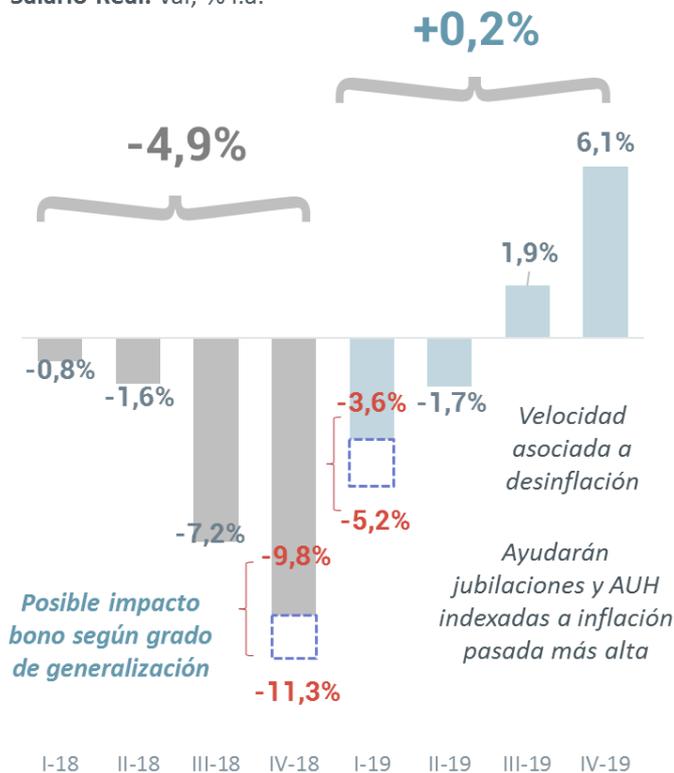
Hemos hablado de fases del programa de estabilización porque, obviamente, **estos tres puntos no se pueden lograr de manera simultánea y, por lo tanto, a corto plazo seguirán teniendo importancia los elementos artificiales** junto con los fundamentales. **¿Hay una tercera etapa** para tener más fundamentos y menos elementos artificiales? Por supuesto, **consiste en operar sobre los fundamentos por la vía de canales que no son de corto plazo: cambios estructurales y consensos políticos** para afirmar la credibilidad de esos cambios. Pero antes hay que pasar los cruciales **próximos cuatro meses, en los que van a aparecer dilemas de política muy difíciles.** Los dos dilemas que aparecen como más significativos son los siguientes.

**El primer dilema es tipo de cambio real elevado vs. salarios reales más altos.** Para enfrentar este dilema el gobierno ha comenzado a plantearse que necesita una política de ingresos, como lo demuestran las negociaciones en curso con la CGT y los empresarios por el bono. **Si las negociaciones paritarias que se vienen terminan en una recuperación fuerte del salario en dólares, se afecta la posibilidad de cerrar la brecha externa. Otra forma de plantear este dilema es: competitividad vs. empleo.** En este aspecto, los términos de la negociación son claros: más salario, menos empleo y mayor probabilidad de reversión a una nueva crisis o, por el contrario, salarios menos dinámicos a cambio de mayor dinamismo en el empleo, con perspectiva de que el salario real pueda ir mejorando en base a las ganancias de productividad del sector transable y la recuperación del nivel de actividad.

# ABECEB

hacemos más real la economía real

Salario Real. Var, % i.a.



El segundo dilema es menor incertidumbre vs. mayor iliquidez. Para que la reducción del riesgo país se consolide de la mano de un aumento en el apetito por riesgo argentino y reapertura de los mercados de deuda externa es vital que en la oposición pierda fuerza la estrategia de "cuando peor, mejor" y lo gane la estrategia de "los costos del ajuste los paga cambiemos, la elección presidencial la ganamos nosotros". Claro que el juego no es tan simple porque hablar de "la" oposición en singular es probablemente muy poco correcto. La forma en que se consoliden los diversos segmentos dentro del peronismo será un determinante crucial del apetito por riesgo argentino. Y, además, el gobierno también juega y seguramente reaccionará a los escenarios que se vayan perfilando. Pero dejamos aquí, que es donde se acaba el análisis económico y empieza el político.