

## ***El gobierno en su laberinto: si se prolonga la espera, habrá sobreajuste***

Desde la implementación del segundo programa con el FMI, en setiembre de 2018, el gobierno siempre argumentó que habría que esperar al segundo trimestre de este año para que la economía comenzara a mostrar signos claros de reactivación. **Ya entrado abril, no sólo los analistas sino también sectores de la alianza de gobierno y el propio FMI en el informe que acaba de hacer sobre la Argentina parecen no estar tan seguros de con qué intensidad se producirá la reactivación** en vista de la evolución de la economía. Un punto clave a considerar es que, en esta oportunidad, **no es que la reactivación se haga desear porque los eventos sobre los cuales el gobierno cifraba sus esperanzas no vayan a ocurrir**. La cosecha es buena y las negociaciones paritarias seguramente van a significar un marcado incremento en los salarios nominales. Asimismo, el tipo de cambio real reforzó la competitividad. Para dar un dato: la cantidad de turistas no residentes muestra un incremento interanual de 18.8% y de 22.8% sólo en el primer bimestre.

En el gobierno se argumenta que, probablemente, el piso ya se tocó porque los indicadores desestacionalizados de industria en febrero y de actividad en enero son positivos. Y es cierto. Pero la cuestión es que en términos interanuales esos indicadores registraron caídas del 8.5% y del 5.7% respectivamente. **Y son estos números los que repercuten en las ventas de las firmas, en el bolsillo de los trabajadores, en la recaudación tributaria y en el clima político y no los valores desestacionalizados**. Estos últimos a lo sumo pueden servir para identificar el punto de inflexión del ciclo. La magnitud de la caída importa per se. **Así, aun si estuviéramos dispuestos a aceptar que hemos tocado el piso y se está produciendo la inflexión del ciclo, no hay que perder de vista que tanto la profundidad de la caída como la velocidad de recuperación son de alta relevancia**. Es mucho más fácil esperar la reactivación cuando las ventas se cayeron 2% y se recuperan rápidamente que cuando lo hicieron 10% y luego suben a un ritmo lento.

**Los temores en cuanto a profundidad y ritmo de recuperación se originan**, seguramente, en el hecho de que durante el primer trimestre **hay variables financieras y macroeconómicas que inciden directamente en el nivel de actividad que se han comportado de forma muy diferente a lo que se esperaba en el gobierno**.

Huelga decir que una de las variables que mostró **el mayor desvío en relación a las expectativas fue, sin dudas, la inflación**. Como se espera una inflación de 3.5% e incluso más para marzo –y también abril–, sólo en el primer trimestre la inflación minorista acumulada llegará al 10%, lo que representa casi la mitad de la inflación que figuraba en el presupuesto (23%). **Otras dos variables que se alejaron mucho de las expectativas fueron el dólar y el riesgo país** (esta semana superó los 800 puntos), fruto de la incertidumbre generada por la interacción perversa entre la aceleración de la inflación, las vicisitudes pre-electorales y una economía internacional que plantea fuertes interrogantes en cuanto al vigor del crecimiento, como lo hizo notar el informe que preparó el FMI para su reunión de primavera y se acaba de conocer.

La aceleración de la inflación, obviamente, **le hizo un flaco favor a la credibilidad de la política del Central y una consecuencia clave fue que las expectativas de inflación se desanclaron de manera marcada**. La inflación, según los pronósticos que recoge el REM, saltaron de 29% en enero a 36% según la última medición, lo que implica un salto de 7% en 60 días. El problema de credibilidad de la política monetaria queda claramente de manifiesto si se considera que **las expectativas se desanclaron fuertemente a pesar del sobrecumplimiento de la meta** de aumento cero de la oferta de base monetaria, del sensible incremento de las tasas de interés –a las que incluso se les puso un piso mínimo para abril– y de la disminución en la

corrección de las bandas de flotación desde el 2% al 1.75% mensual. De manera consistente con esto, el REM de marzo también mostró un empeoramiento en las expectativas sobre otras variables macro como el déficit fiscal primario esperado y el tipo de cambio a fin de año (pasó de 48 a 50 pesos). Quedó sin cambios, sin embargo, el crecimiento esperado (-1.2%).

**La aceleración de la inflación contribuirá a retardar la reactivación al deprimir el gasto agregado del sector privado.** Esto es así, en primer lugar, porque precios más altos reducen los ingresos reales de la población. En particular agudiza el efecto de precios nuevos con salarios viejos que se suele dar en la época que precede a las paritarias. En segundo lugar, la mayor velocidad de aumento de los precios obligó a la autoridad monetaria a subir las tasas de interés y a restringir todavía más la oferta de crédito al sector privado, como surge del informe monetario del Central. En tercer lugar, el incremento del tipo de cambio incidió particularmente en el precio de los alimentos, que subieron el último año 7% más que la inflación promedio. Esto es letal para la pobreza y para los hogares que están cerca de la línea de pobreza, que son una buena proporción de la población. Estos sectores deben desviar ingresos para financiar la canasta de alimentos y dejan de consumir otras cosas. Desde el punto de vista político, por otra parte, esto es también muy negativo: un mes antes de la elección va a salir el dato del primer semestre de pobreza, que hoy está ya en 32%.

La aceleración de la inflación no afecta sólo al gasto privado. **Por los efectos sobre el nivel de actividad, la recaudación se resintió.** En marzo, por ejemplo, la recaudación fue muy negativa en términos reales. Si el FMI exige que se cumpla con la meta de déficit primario cero, **será necesario ajustar también el gasto público, probablemente vía el componente de inversión pública. Esto, por supuesto, haría que una política fiscal que ya es procíclica lo sea aún más.** En notas anteriores hemos llamado la atención sobre el riesgo que entrañan **las políticas exageradamente procíclicas, típicas del Fondo: generan un overkill de ajuste. Es decir, generan síntomas de sobreajuste con características de círculo vicioso.** Esto ocurre cuando la reducción del gasto público y del privado profundiza la recesión, ésta hace caer el producto y la recaudación con lo que se requiere más ajuste fiscal y así sucesivamente.

### Evolución real principales tributos. Var i.a real en porcentaje

	Ene-19	Feb-19	Mar-19	Acumulado primer trimestre
<b>Vinculados al nivel de actividad e inflación</b>	-1,7%	-6,5%	-9,4%	-5,7%
IVA DGI	0,0%	-5,3%	-7,4%	-4,1%
Impuesto al Cheque	0,9%	-2,6%	-12,1%	-4,5%
Impuestos Internos	-23,9%	-27,5%	-22,0%	-24,5%
<b>Vinculados a los ingresos</b>	-3,1%	1,3%	-21,1%	-7,8%
Ganancias	-2,4%	1,1%	-18,6%	-6,7%
Bienes Personales	-56,1%	18,1%	-87,7%	-58,4%
<b>Vinculados al Trabajo (Seg. Social)</b>	-13,9%	-13,8%	-17,0%	-14,8%
<b>Vinculados al Comercio Exterior</b>	-8,3%	-4,2%	2,4%	-3,6%
Derechos de Exportación	186,2%	106,8%	286,4%	174,3%
Derechos de Importación	-21,3%	-19,3%	-13,7%	-18,3%
IVA DGA	-31,4%	-28,0%	-28,4%	-29,4%
<b>Resto</b>	-5,0%	-19,2%	53,5%	5,7%
<b>Total</b>	-7,0%	-7,2%	-10,6%	-8,2%

# ABECEB

hacemos más real la economía real

**Un punto adicional negativo es que, cuanto menor la actividad, mayor el coeficiente deuda pública/PBI. El aumento de ese coeficiente hace menos sustentable la deuda pública,** los mercados son más renuentes a tomar riesgo argentino y **ello aumenta el riesgo país.** Ciertos síntomas de este tipo de dinámica parecen hoy estar presentes. En el momento en que las reservas del Central están siendo reforzadas con el dinero del FMI el riesgo país se mueve cómodo por encima de los 800 puntos. **Podría decirse que ello se debe a la incertidumbre política. Y es cierto. Pero es la dificultad del momento recesivo la que, justamente, alimenta los interrogantes sobre el resultado de la elección.**

Las encuestas de opinión sugieren que **la popularidad del gobierno se está resintiendo, antes que nada, porque al sector privado parece estar agotándosele la paciencia.** ¿Tiene este agotamiento un lado económico? Por supuesto que sí. Más allá de las simpatías políticas, **esperar que lleguen los buenos resultados que el gobierno promete no es gratis** y puede ser muy costoso para ciertos sectores. Esperar la reactivación es hoy más **costoso para la firmas con caída de ventas y aumento de stocks** por la creciente falta de crédito y el incremento de las tasas de interés. Esperar es más **costoso para las familias que no cuentan con liquidez por la caída de sus ingresos reales,** sea por la inflación o porque algún miembro está ahora desocupado. **Esperar es ahora más difícil para el sector público porque le cae la recaudación** y no tiene acceso al crédito.

**Para que los síntomas no se profundicen y los particulares puedan "bancar" la espera es necesario que aparezcan factores que aumenten la demanda agregada y el empleo.** Por presión de la política en el gobierno se baraja la posibilidad de empujar el consumo con acuerdos de precios o créditos tipo Ahora 12 a sectores de bajos ingresos para incentivar el consumo de bienes durables. Puede ayudar para amortiguar el *overkill*, pero hay que tomar en cuenta que **la economía tiene una restricción crediticia que le deja poco margen para incentivar el consumo. La llave de la salida la tienen las exportaciones y la inversión extranjera directa.** La primera porque es el único componente de la demanda agregada que además de demanda agrega dólares. La inversión extranjera directa porque nos trae financiamiento sin aumentar la deuda. El tipo de cambio real y las políticas de promoción del gobierno nos ayudarán con las exportaciones. **Para que se mueva la inversión directa, se necesita la ayuda de la política. La inversión va a venir cuando independientemente del partido que gane, las reglas de juego permanezcan incólumes.**