

El desafío de surfear la recesión

Los datos que se conocen sobre la marcha de la economía son consistentes con lo que cabía esperar para los primeros meses de implementación de la dura fase II del Stand By con el FMI. Un aspecto que sobresale son los costos recesivos inducidos **por el carácter pro-cíclico tanto de la política fiscal como la monetaria**. Para citar sólo dos datos representativos: la última observación del indicador de actividad industrial arroja una caída del 11.5% interanual y el de la construcción una de 4.2%. **El costo recesivo, sin embargo, no se está pagando en vano**. El tipo de tipo de cambio nominal se ha estabilizado y se mueve más cerca del piso que del techo de la banda de flotación; el BCRA ha seguido reduciendo esta semana el stock de LEBACs –se espera liquidarlo en diciembre– y las tasas de interés muestran una tendencia descendente. **También hay datos alentadores en cuanto a los fundamentos**. El INDEC registró una disminución en el desbalance en turismo, la cuenta corriente del MULC viene mejorando y se espera que el comercio exterior muestre un superávit positivo sustancial en 2019. La aprobación del Presupuesto, a su vez, está jugando a favor de la credibilidad de la meta fiscal y la gobernabilidad.

Una nota discordante de peso, no obstante, es que el riesgo país sigue mostrando fuerte resistencia a caer, lo que sugiere que los resultados financieros positivos están siendo interpretados por el mercado sólo como incipientes. La credibilidad, un componente clave para el éxito de la política económica, tiene aún un camino por recorrer. Y en realidad no sorprende. Si bien las políticas monetarias y fiscales tienen mayor consistencia con el objetivo de estabilizar la macroeconomía, lo cierto es que esas políticas entrañan costos políticos también más altos debido a la recesión. Para confiar más, los mercados seguramente van a evaluar por un tiempo cómo evoluciona el contexto político de la estabilización, sobre todo teniendo en cuenta que se acerca un año electoral.

Cuando se observan los resultados que hemos descripto desde la perspectiva política, la situación es algo paradójica. Si es un macroeconomista el que evalúa la trayectoria de la economía, seguramente percibirá como algo positivo que algunos de los desbalances que pusieron a la economía en la antesala de una crisis –como la evolución del stock de LEBACs o la trayectoria del déficit de cuenta corriente y el fiscal– se estén moviendo incipientemente en sentido favorable a la estabilización. Pero si fuera una persona elegida aleatoriamente la que juzgara la trayectoria de la economía, con alta probabilidad esa persona afirmaría que la situación está empeorando porque la recesión se está profundizando y ello repercute negativamente en su ingreso. Este tipo de percepción por parte de la población plantea desafíos políticos complejos pues nos encontramos en un momento del año particularmente sensible. Un momento en el que la proximidad de las fiestas puede actuar como un catalizador del descontento social. No hace falta ser un analista político avezado para conjeturar que hoy una de las preocupaciones centrales del gobierno seguramente es qué hacer para pasar diciembre –y también los primeros meses de 2019 hasta que se sientan síntomas de reactivación– sin demasiados contratiempos.

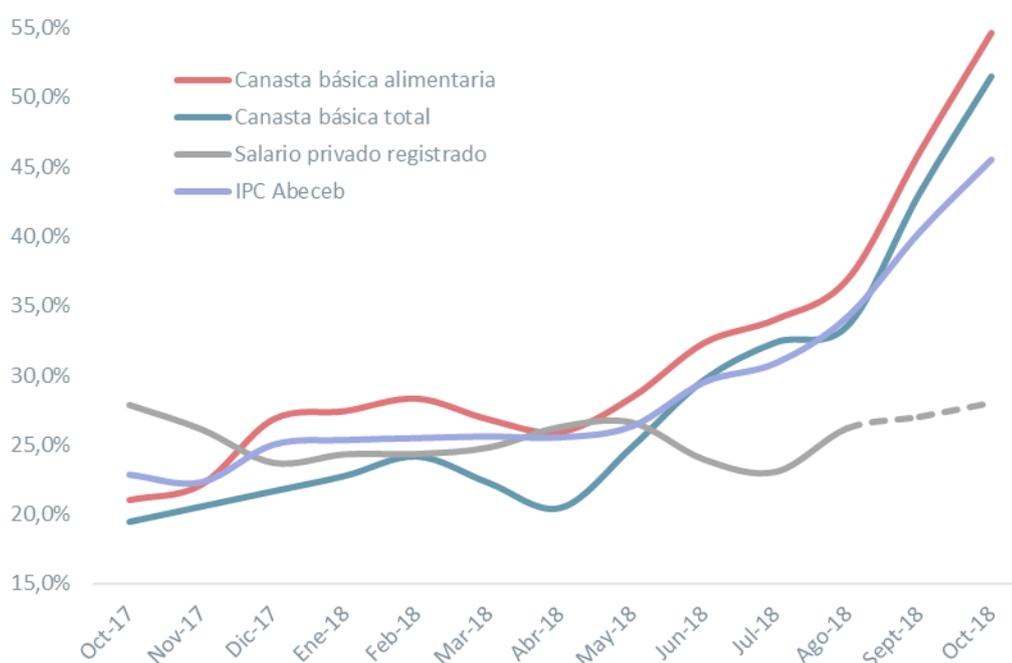
Las restricciones para implementar medidas que ayuden a surfear la recesión no son menores. Pero algo que puede jugar a favor es que parece haber menos fundamentalismo y más pragmatismo en la búsqueda de soluciones. Esto se nota, por ejemplo, en el creciente uso de políticas de ingreso para complementar las políticas de estabilización en curso. **Las políticas de ingreso son útiles porque la recesión tiende a exacerbar la puja distributiva en la medida que, al caer el nivel de actividad global, cae el ingreso promedio de la población. Además, la política de estabilización, al cambiar precios relativos y variar el**

ABECEB

hacemos más real la economía real

gasto público y los impuestos, induce redistribuciones de ingreso entre diferentes sectores. En la Argentina los segmentos involucrados son múltiples: los trabajadores formales con representación sindical; los segmentos de la población cuyos ingresos dependen de transferencias que realiza el Estado –Jubilados, AUH, etc–; sectores empresarios con intereses no necesariamente alineados porque es clave si producen bienes transables o no transables; las provincias y los municipios. Todos estos sectores cuentan con capacidad para la acción política. En algunos casos ese poder se expresa institucionalmente, como ocurre con las Provincias que, además, influyen en el Congreso. En otros casos, se expresa en la calle. En este último caso la influencia sobre las políticas toma más la forma de un cierto poder de veto.

Inflación, canastas básica y salario. Variación interanual en porcentaje.



En la actualidad, una iniciativa de relevancia en el campo de las políticas de ingreso es el bono de los 5.000 pesos impulsado por el Ministerio de Sica. Ha servido para evitar, al menos por ahora, la huelga general. En el mismo sentido puede interpretarse la decisión de satisfacer algunos de los reclamos de ingreso de las Provincias a los efectos de aprobar el Presupuesto. Esta negociación implicó redistribuciones de ingreso que operaron a través de aumentos de impuestos como es el caso de bienes personales o las retenciones. Los costos de estas políticas de ingreso son evidentes. Pero los beneficios tampoco son menores. La no aprobación del Presupuesto hubiese sido una pésima señal para la recuperación de la confianza y una huelga general que coincidiera, por ejemplo, con la reunión del G-20 sería muy negativa para la imagen del gobierno y para una reducción del riesgo país. **En este sentido, podría decirse que la política económica del gobierno está agregando instrumentos que resultan clave para intentar evitar que la puja distributiva se convierta en una fuente adicional de shocks y restricciones para el avance del programa de estabilización.**

Políticas de ingreso de este tipo pueden ser funcionales para dos objetivos. El primero es evitar que una puja distributiva exacerbada incremente la incertidumbre sobre la gobernabilidad en el corto plazo, lo que repercutiría en el precio de los bonos soberanos y de otros activos con riesgo argentino. **El segundo objetivo es ayudar a alinear las expectativas inflacionarias con la tasa de aumento de precios que es consistente con la política monetaria.** En el corto plazo, la política de ingresos puede incidir sobre la inercia inflacionaria por la vía de suavizar el traspaso de la inflación a los salarios y otros ingresos. Las autoridades monetarias anteriores asumieron que alcanzaba con anunciar un régimen de metas de inflación para alinear las expectativas y dieron poca importancia a la inercia inflacionaria y a la necesidad de un mayor ajuste fiscal.

El gradualismo fiscal con atraso cambiario de 2017 disminuyó la urgencia de mediar en la puja distributiva porque fue funcional para conservar el ingreso real de buena parte de los sectores. Pero ello se tradujo en déficit fiscal y endeudamiento excesivos, así como en pérdida de reservas. Luego de abril de 2018 los mercados dijeron basta y la economía sufrió un *sudden stop* que la obligó a acudir al FMI. **Hoy es imposible recurrir a políticas similares a las de 2017 por la sencilla razón de que el FMI ha colocado cerrojos por todas partes. El Fondo se aseguró de que no habrá endeudamiento para satisfacer un déficit fiscal excesivo y que no se van a perder las divisas que nos prestan con políticas monetarias laxas y atraso cambiario: hay metas a cumplir para el déficit primario, para la emisión monetaria y para las reservas internacionales netas. Y si no es posible satisfacer las demandas de los sectores, la consecuencia natural es que se necesitan políticas de ingreso para complementar el esfuerzo en lo fiscal y monetario.**

Es interesante subrayar que en el Memorándum de entendimiento y en las declaraciones que hizo Cardarrelli —el encargado de Argentina en el del FMI— no hubo ninguna referencia a la política de ingresos, a pesar de que ese componente está ganando espacio en las políticas del gobierno. **En principio podría interpretarse que si no hubo referencias al mayor activismo en cuanto a la política de ingresos es porque no hay una oposición del Fondo** al uso de ese tipo de instrumentos. Sin embargo, **habrá que ver pues algunas de las iniciativas tienen costo fiscal.** Pero más allá de esto, hay que considerar que, en un contexto en que hubo una caída sensible en los ingresos reales de la población por la aceleración de la inflación, el nivel de actividad se está debilitando y los precios relativos se están acomodando, **sería un milagro que la situación se pudiera manejar sólo con los limitados instrumentos de política monetaria con que hoy cuenta el Banco Central. No se puede estabilizar la economía sin enfrentar tensiones políticas y esas tensiones hay que disminuirlas con medidas para garantizar un mínimo de gobernabilidad.**

¿Va a resultar el intento en curso de implementar políticas fiscales y monetarias duras orientadas a cerrar los desbalances macroeconómicos y tratar de manejar los efectos en términos de puja distributiva con políticas de ingreso y negociación? Justamente, uno de los obstáculos más grandes que enfrenta la política económica actual es que la respuesta a esta pregunta está abierta. La evidencia más clara en relación con esto es que, como se dijo, a pesar de los avances en términos de estabilización del dólar y la expectativa de una desaceleración de la inflación en noviembre, el riesgo país no baja. Se mantiene sólo algo por debajo de los 700 puntos básicos y más elevado de lo que se justificaría por la calificación de nuestra deuda. **¿Qué debería pasar, entonces, para que el riesgo país baje y se ponga en línea con otros avances en el plano monetario? Hay tres condiciones básicas. La primera es que el gobierno pueda ir mostrando que es capaz de seguir implementando el programa de estabilización en un año electoral, sobre todo en el plano fiscal. La segunda es que, de la mano de una menor inflación, una cosecha importante y una mayor confianza, la economía comience a reactivarse.** La reactivación ayudaría significativamente en debilitar la puja distributiva y ello haría menos necesaria una política de ingresos activa. Menos puja implica menos incertidumbre. **La tercera es que no haya equivocaciones con la política**

ABECEB

hacemos **más real** la economía real

monetaria. En particular, si la demanda de dinero se recompone en un marco de mayor confianza y se exagera con la contracción de la oferta monetaria, las altas tasas van a ralentizar la reactivación y atrasar el tipo de cambio. El gobierno –y el FMI– debería tener muy claro cómo es que se va a actuar si el tipo de cambio toca el piso de la banda, haciendo posible la intervención con efectos monetarios expansivos. No es fácil. Pero tener este desafío sería de por sí un éxito. Es, sin dudas, mucho mejor enfrentar el problema de cómo satisfacer una demanda de dinero que se recompone que enfrentar el de cómo detener una corrida con un dólar cuyo precio se espiraliza.