



IEM

09/2019

Informe Económico Mensual

ABECEB



ASÍ LO PENSAMOS...



Septiembre 2019

Soledad Pérez Duhalde

Directora de Operaciones

Tras el tsunami ¿Dónde estamos?

Tras el fenomenal shock para las expectativas que representó la contundente derrota del oficialismo en las primarias del 11 de agosto, en las últimas cinco semanas “pasó de todo”. La dinámica de los acontecimientos se aceleró de tal forma que llegamos a mediados de septiembre con parte de la deuda pública reperfilada y controles cambiarios que el actual gobierno jamás hubiera deseado imponer por encontrarse estas decisiones en las antípodas de su visión.

A más de un mes de aquel “tsunami”, hoy la economía parecería navegar en aguas algo más calmas, gracias a que la imposición de las restricciones cambiarias ha reducido las chances de una transición mucho más crítica hasta el recambio presidencial. Pero se trata de un equilibrio “frágil” donde pequeños incidentes /malas noticias te pueden mover hacia la banquina, obligando a un monitoreo muy cercano de la coyuntura.

En ese contexto, **hacia adelante, el pulso de la coyuntura lo seguirán marcando, por un lado, la política y, por otro, el nivel y la evolución de las reservas del BCRA y la brecha cambiaria, factores estrechamente interrelacionados.**

En cuanto a la política, lo determinante pasará por la medida en que puedan seguir generándose “consensos” mínimos para mantener la estabilidad de aquí a diciembre, entre los 3 actores principales de la hora que son el gobierno, el candidato que sacó la mayor cantidad de votos en las PASO y el FMI. Todo en un contexto en que irá creciendo la avidez por conocer más detalles sobre la posición “concreta” que Alberto Fernández abordará en temas clave como la política fiscal y el manejo de la deuda, el régimen monetario y el eventual empalme del actual “cepito” con el esquema cambiario que lo suceda.

IEM

Informe Económico Mensual

SEPTIEMBRE 2019

En materia de reservas, será clave que el deterioro se detenga, caso contrario no quedará más remedio que endurecer el cepo con el consecuente impacto negativo sobre la **brecha cambiaria** y sobre la inflación si es que la brecha crece mucho y las expectativas inflacionarias empiezan a mirar alguna versión del dólar no oficial. En cuanto a la brecha cambiaria su dinámica dependerá sin dudas de si se termina o no endureciendo el cepo y, hacia fin de año, del monto que tenga que emitir el BCRA para girarle utilidades al Tesoro con el fin de fondear el déficit fiscal de diciembre (mínimamente \$150,000 M que representan nada menos que el 15% de toda la base monetaria). Una emisión de esta magnitud podría llevar a una reducción de la tasa de interés y a una amplificación la brecha entre el dólar oficial y las distintas versiones del dólar paralelo.

Y, por supuesto, seguirá volando sobre toda la coyuntura macro el irresuelto problema de la deuda pública a la espera de definiciones que, muy probablemente, se harán esperar todavía por un tiempito más.



Soledad Pérez Duhalde

Directora de Operaciones

ÍNDICE

01. La coyuntura post PASO

Tras cinco semanas en que “pasó de todo”, la imposición de las restricciones cambiarias parece haber llevado a la coyuntura a navegar en aguas más calmas, pero en un equilibrio frágil donde cualquier mala noticia o error, la puede mover de la tranquilidad. ¿Qué hay que monitorear de acá a fin de año? ¿Por qué la relación entre reservas y brecha es clave?

Tiempo de lectura: 4' 15''



PÁG. 05

02. La brecha cambiaria, los actores políticos y la plata en el bolsillo de la gente

Un elemento clave para ayudar a reducir la incertidumbre que impacta negativamente en la estabilidad del tipo de cambio y la brecha es conocer lo que se propondrán hacer los candidatos con posibilidades de ganar, sobre todo si las líneas de política que se anticiparan cumplieran dos condiciones sine-qua-non para una estabilización exitosa y políticamente digerible: anticipar un nivel de superávit fiscal primario que sea compatible con la sustentabilidad de la deuda y recuperar el crecimiento económico. La pregunta clave es ¿Cómo se logra ello? ¿Se puede hacer “poniendo plata en el bolsillo de la gente”? ¿Cómo se hace para “poner plata en el bolsillo de la gente” sin volver a generar un desequilibrio externo? ¿Cuál es la única estrategia de crecimiento viable para la Argentina a partir de 2020?

Tiempo de lectura: 5' 30''



PÁG. 10



01. La coyuntura post PASO

En nuestro informe del mes pasado comentábamos el **fenomenal shock para las expectativas** que representó la contundente derrota del oficialismo en las primarias del 11 de agosto, el aumento de la incertidumbre que dicho evento había gatillado y la recalibración acelerada de los escenarios a que condujo.

Trascurrido ya algo más de un mes y “habiendo corrido mucha agua bajo el puente” desde las PASO, **resulta oportuno efectuar un balance de lo sucedido hasta aquí** haciendo foco en las medidas que las autoridades se han visto forzadas a tomar al compás del agravamiento de la situación, su impacto y la evolución las variables clave que oportunamente sugerimos monitorear.

Y la realidad es que en las últimas cinco semanas “pasó de todo” con una dinámica de los acontecimientos que se aceleró de tal forma que llegamos a mediados de septiembre con deuda pública reperfilada y controles cambiarios que el gobierno jamás hubiera deseado imponer. Veamos qué pasó.

Inicialmente, y en respuesta al salto cambiario y el deterioro de las variables financieras que gatilló la salida de activos argentinos post PASO, **el gobierno actuó, por un lado, vendiendo dólares en el mercado de cambios para frenar la suba del tipo de cambio y subiendo fuertemente la tasa de interés. En paralelo, lanzó una batería de medidas tendientes a morigerar la pérdida del poder adquisitivo** (como el aumento del mínimo no imponible de ganancias y su devolución retroactiva, la condonación del componente impositivo del monotributo, reducción de aportes personales hasta un tope de \$2,000, bono extra para beneficiarios de AUH, etc) **y aliviar las cargas financieras que recaen sobre las PyMEs tras el endurecimiento de la política monetaria, con un impacto fiscal estimado de \$40.000 millones (0,2% del PBI).** Adicionalmente se anunció la eliminación total y temporal del Impuesto al Valor Agregado (IVA) a los productos de la canasta básica alimentaria y congelamiento transitorio de los precios de los combustibles.

También en la fase inicial de las dos primeras semanas post PASO y aún a pesar de estar en campaña electoral, comenzaron a surgir algunas **señales tibias** tanto desde el oficialismo como desde la oposición **de que podía haber en esta transición política algún espacio para la “cooperación”** (al menos en forma implícita) **de modo de evitar un mayor deterioro económico y financiero y un daño severo a la gobernabilidad. Apuntaban en este sentido los acercamientos y diálogos del oficialismo con la oposición y algunas de las declaraciones de Alberto Fernández y de los principales candidatos a integrar su equipo económicos sugiriendo un no retorno al populismo de la década anterior, al menos en su formato original.**

En este contexto y aún con una renuncia ministerial de por medio (Nicolás Dujovne fue reemplazado por Hernán Lacunza como Ministro de Hacienda), **se logró estabilizar las variables cambiarias y financieras.** Reflejo de ello es que

el tipo de cambio del 26 de agosto con un valor de \$57,2 a nivel minorista fue similar al registrado el lunes 12 de agosto, el primer día post PASO.

Sin embargo, la “paz” duró poco y la última semana hábil de agosto arrancó complicada, reflejando la dificultad de construir equilibrios “estables” en una transición política tan compleja. Así, el 27 de agosto resultó la peor jornada financiera local desde el lunes negro post PASO: el tipo de cambio anotó una suba de 2.5% -aun pese a que el BCRA vendió USD 302 millones para sostener el valor del peso y otros USD 60 millones a cuenta y orden de Hacienda-, el Merval retrocedió 4,9%, los ADRs sufrieron bajas de hasta 12% y el riesgo país avanzó 180 puntos básicos para perforar la barrera psicológica de los 2000 p.b. Esta dinámica, sin dudas, no era atribuible al nuevo capítulo de la guerra comercial entre Estados Unidos y China, que sumó algún ruido pero no fue determinante, sino más bien a factores endógenos como las declaraciones críticas de tono beligerante que emitió Alberto Fernández y parte de su equipo técnico tras la reunión con el FMI y que fueron interpretadas como una señal “anti-cooperación” cayendo muy mal en un mercado “sensible” a las señales políticas e “hipersensible” a las malas señales políticas. Los mercados empezaron a descontar una renegociación de los términos del acuerdo con el FMI más dura de lo esperado y aumentaron los temores por una traba política al próximo desembolso de USD 5.400 millones creando una situación de renovado escepticismo respecto a las chances de la economía argentina de recorrer la transición política honrando todos sus pasivos en tiempo y forma.

La crisis post PASO en números

Variables Cambiarias	Unidad	Pre Paso			Post - Paso			Variaciones		
		09-ago	30-ago	Ult. Dato	30-Ago / 9-Ago	Ult. Dato 30-Ago	/ Acum. Ult dato vs 09/08			
Tipo de Cambio Venta Minorista USD/ARS	ARS/USD	46,51	62,04	58,44	33,4%	-5,8%	25,7%			
Tipo de Cambio Contado con Liq. USD/ARS	ARS/USD	46,19	65,22	71,23	41,2%	9,2%	54,2%			
Variables Monetarias										
Tasa Leliq	TNA	63,71	83,26	84,15	19,6	0,9	20,4			
Riesgo País	Puntos Básicos	2060	2533	2169	473,0	-364,0	109,0			
Merval	Puntos Básicos	44.355	24.609	30.175	-44,5%	22,6%	-32,0%			
Variables Financieras										
Nivel de Reservas Brutas	USD M	66.309	54.100	50.085	-12.208	-4.015	-16.224			
Depósitos En Dólares del Sector Privado	USD M	32.499	26.609	22.683	-5.890	-3.926	-9.816			
Depósitos en Pesos Sector Privado	₱ M	2.424.728	2.408.892	2.389.046	-0,7%	-0,8%	-1,5%			

Frente a esta situación, y tras el fracaso de la licitación de Letras del Tesoro del 28/08 que debió declararse desierta reflejando la falta de voluntad del mercado de continuar financiando al fisco, **el gobierno se vio forzado a actuar y decidió hacerlo anunciando un reperfilamiento de la deuda pública** que se basó en tres ejes principales:

- i) **Un reperfilamiento compulsivo de las letras de corto plazo del Tesoro** (Letes en dólares, Lecaps, Lelinks, Lecers en pesos) para inversores institucionales que tendrían aproximadamente el 80% del stock; **con el objetivo de ahorrar recursos para fortalecer el poder de fuego del Central y garantizar la estabilidad cambiaria en el corto plazo.**
- ii) **Un reperfilamiento voluntario (sin quitas) de los bonos en moneda local y extranjera con el objetivo de aliviar la carga de servicios en 2020-2023**, implicando bonos de menos de 10 años de madurez (con algunas excepciones) y sobre la base de dos procedimientos distintos según la legislación de los bonos: para los bonos con legislación local se previó el envío de una ley al Congreso; para los bonos bajo legislación extranjera se invitaría a los bancos a que envíen propuestas de extensión de plazos suficientemente atractivas para alcanzar las mayorías necesarias según las cláusulas de acción colectiva
- iii) **El inicio de tratativas con el FMI para renegociar los plazos de pago del préstamo Stand-by** (recuerde que en 2022 y 2023 vencen pagos de capital con el FMI de USD20,000 M y USD23,000 M respectivamente).

Sin embargo, **la medida fue mal recibida por los mercados** derivando en otro día negro para los mercados. Así el 30 de agosto, el tipo de cambio volvió a saltar, subiendo otro 2.5% (que se sumó la suba de 2.5% verificada el 28/08), el riesgo país subió 421 puntos superando los 2,500 puntos básicos y el stock de depósitos en dólares del sector privado registró un pico de caída diaria de nada menos que USD1,102 millones.

Ante esta situación el gobierno **se volvió a ver forzado a actuar, anunciando el domingo 1 de septiembre y por Decreto, el restablecimiento de controles cambiarios en la Argentina, con vigencia a partir del 02 de septiembre.** El gobierno terminó así optando por una medida que ya se veía como inexorable pero que quizá llegó algo tarde, ya que desde las Paso hasta el 30 de agosto se habían acumulado ventas del Central por un total de USD 2,038 M (sin contemplar las realizadas a cuenta y orden de Hacienda), las reservas brutas ya habían caído USD 12,208 millones y los depósitos en dólares, USD5,890 millones.

Lo concreto es que desde septiembre la economía argentina empezó a operar bajo un régimen de control de cambios que puede catalogarse por el momento como bastante “light” para los particulares, pero más “duro” para las empresas. En efecto, las personas humanas pueden comprar/transferir al exterior, hasta USD10,000 dólares mensuales, mientras que las empresas tienen prohibida la compra de dólares para atesoramiento y tampoco pueden girar al exterior ni dividendos ni utilidades sin autorización previa del BCRA. Si bien en términos generales no hay restricciones a las empresas para la compra de dólares para importación (excepto en el caso de empresas vinculadas) ni para el pago de deudas al exterior, puede haber “problemas operativos” producto de la falta de claridad o la insuficiencia de la reglamentación.

¿Y dónde estamos hoy? Claramente en aguas algo más calmas, y con más chances tras la imposición del cepo de evitar una transición crítica, pero sin poder garantizar completamente la estabilidad del nuevo equilibrio.

Por lo pronto, la estabilización del dólar oficial con esporádicas intervenciones del BCRA puede leerse como una nueva noticia. Y si bien la brecha cambiaria saltó a 20/30% al cierre de la semana pasada (producto de las restricciones impuestas a la operatoria del dólar “rulo”, más las dificultades que enfrentó una empresa para pagar sus ON en el exterior), lo cierto es que la misma se encuentra por el momento lejos del promedio de 40% que rigió entre 2011-2015 y de los picos de 80% de esa época K. Por su parte, depósitos en dólares del sector privado continuaron cayendo post 30 de agosto, pero a ritmo mucho más lento (el 10/09 y el 11/09 cayeron a razón de “sólo” USD168 millones promedio por día). En tanto que los depósitos en pesos se mantienen prácticamente estables en términos nominales, aunque se han licuado significativamente post devaluación.

Mientras tanto los números de la economía real empiezan a reflejar los impactos de lo sucedido. Así, el nivel de precios avanzó 4% en el octavo mes del año y ya revela una notoria aceleración respecto al 2,2% registrado en julio explicada por alimentos y bebidas (4,5% y 4,4%), gastos de salud (5,4%) y mantenimiento del hogar (6,3%), todos rubros con un elevado componente transable que reacciona inmediatamente a saltos bruscos en el tipo de cambio. Y todo indica que en septiembre la tasa de inflación podría superar el 6% mensual, considerando que será el primer mes completo de impacto de la devaluación. Y si bien aún no se dispone de indicadores de la economía real que post Paso, la información parcial disponible ha llevado a revisar a la baja las proyecciones de crecimiento del PBI para 2019 a 3.1% hoy desde el 2.5% previo.

Y mirando hacia adelante queda claro que el pulso de la coyuntura lo seguirá marcando, por un lado, la política y, por otro, el nivel y la evolución de las reservas del BCRA y la brecha cambiaria, estrechamente interrelacionados.

En cuanto a la política, habrá que estar atentos a cómo se vaya posicionando quien hoy tiene las mayores chances de ganar la elección del 27 de octubre, frente a **temas clave como la política fiscal, el manejo de la deuda, el régimen monetario y el eventual esquema cambiario que adopte para empalmar con el actual cepo que heredará de la gestión actual.** Por lo pronto, probablemente de aquí a fin de octubre no haya definiciones en este sentido, pero algunos lineamientos más claros sobre la futura política económica pueden surgir si finalmente Alberto Fernández termina imponiéndose en la primera vuelta.

En materia de reservas, es clave que el deterioro se detenga. Caso contrario no quedará más remedio que endurecer el cepo con el consecuente impacto en la brecha cambiaria y sobre la inflación (si las expectativas inflacionarias empiezan a “relojear” alguna versión del dólar no oficial), **que deteriore aún más las expectativas y las condiciones económicas.** Por lo pronto, si bien la postergación para 2020 de parte de los vencimientos de las Letes del Tesoro ha quitado presión sobre las reservas, todavía hay que pagar de aquí a fin de año USD2,650 M por este concepto a lo que suma el resto de los servicios de

deuda en moneda extranjera que hay que atender (USD2,117 sin considerar los pagos a los organismos internacionales) con un Tesoro que se ha quedado sin dólares en sus cuentas. Además, el BCRA está intentando “calzar” la oferta de dólares en el mercado oficial con la demanda “sedada” pero ello puede no resultar tan sencillo (de ahí que no pueda descartarse un endurecimiento de las restricciones). **Y lo más importante, es que finalmente el retiro de depósitos en dólares del sistema bancario termine frenándose antes de que la liquidez de los bancos en dólares (hoy en USD8,800 M) se agote y se produzcan cuellos de botella en materia de préstamos en dólares a las empresas.**

En materia de brecha cambiaria dos cuestiones serán claves para su dinámica: i) si será necesario o no endurecer el cepo (lo cual dependerá de cómo sigan evolucionando los depósitos en dólares y las reservas) y ii) cuánto deba emitir el BCRA para girarle utilidades al Tesoro a fin de año para financiar déficit fiscal de fin de año (mínimamente \$150,000 M) que representa nada menos que el 15% de toda la base monetaria, lo cual probablemente lleve a una reducción de la tasa de interés y a una amplificación la brecha entre el dólar oficial y las distintas versiones del dólar paralelo.

Y, desde ya, sobrevolando el ambiente seguirá estando el irresuelto fantasma de la deuda pública a la espera de definiciones que, muy probablemente, se harán rogar por un cierto tiempo. Por lo pronto, lo que hoy está claro es que los mercados descuentan que habrá un ajuste en la estrategia de reperfilamiento anunciada, dado que con ella no parece alcanzar. De hecho, los precios de los bonos descuentan una reestructuración con quita de más de 40% considerando que, aún ahorrándose USD9,000 M por el reperfilamiento, las necesidades de financiamiento del año próximo podrían rondar los USD25,000/30.000 millones, lo cual es un “numerazo” sin acceso al mercado y sin asistencia adicional de última instancia.

Así quedarían las necesidades de financiamiento en 2020 tras la crisis Post Paso y asumiendo reperfilamiento

¿Qué cambió?

- Se va hacia déficit primario (reversión de casi USD7,000 M vs escenario anterior con FMI)
- Aumentan vencimientos de Letes/Lecaps reperfiladas en 2019
- Menores pagos de capital por unos USD9,000 M de concretarse reperfilamiento voluntario
- Todavía hay que cubrir casi USD30,000 M (es un problema sino se vuelve al mercado, cosa que difícilmente suceda rápido)

En USD Millones	2020
1) Deficit primario nacional	4.215
2) Plan Gas	599
Servicios de Deuda (3+4+5)	15.748
3) Organismos Internacionales (Sin FMI)	2.002
i) Interés	930
ii) Amortizaciones netas de desembolsos	1.072
4) FMI	2.011
i) Interés	2.011
ii) Amortizaciones	
5) Sector privado	10.553
i) Interés	9.253
i) En moneda extranjera	5.936
ii) Moneda Local	3.317
ii) Amortizaciones	2.482
i) En moneda extranjera	0
ii) Moneda Local	1.300
Total necesidades sin Letes (1+2+3+4+5)	19.380
Necesidad con desembolsos FMI por USD 4.850 M	14,530
+ Letes/Lecaps post reperf S.Privado	14,900

02. La brecha cambiaria, los actores políticos y la plata en el bolsillo de la gente

Transcurridos algunos días desde la implementación del control de cambios, el mercado muestra un menor nivel de volatilidad. Dado lo que venía ocurriendo luego de las PASO, es una muy buena noticia. **Aunque la posibilidad de que se amplíe la brecha entre el dólar oficial y el que se puede adquirir por otras vías como el CCL es siempre una fuente potencial de incertidumbre**, como sucede en cualquier régimen de control de cambios. En realidad, el tamaño de esa brecha jugará, mientras esté vigente el control de cambios, una parte del papel que cumplía el tipo de cambio libre antes de que se implementaran los controles. Así, hoy por hoy, el gobierno no sólo tiene que preocuparse por el tipo de cambio sino, también por la brecha. Los instrumentos con que cuenta para la tarea son, como se sabe, limitados. Pero queremos referirnos a dos conjuntos de factores de orden político que, sin dudas, incidirán en la posibilidad de mantener a raya tanto el tipo de cambio del mercado controlado como la brecha.

El primer conjunto de factores se asocia con la pregunta: **¿en qué medida pueden generarse consensos mínimos para mantener la estabilidad de aquí a diciembre, entre los tres actores principales de la hora que son el gobierno, el candidato que sacó la mayor cantidad de votos en las PASO y el FMI?** Que aparezcan y se consoliden señales de consenso no es fácil porque los tres actores están en posiciones incómodas. El oficialismo no puede tomar iniciativas que puedan leerse en el sentido de que ya da por cerrada la contienda en pleno desarrollo de una campaña electoral en la que se eligen otros cargos además del de presidente. El candidato más votado, a su vez, tiene incentivos evidentes para no aparecer apoyando medidas que pueden tener costos políticos y, en consecuencia, podrían no sólo restarle votos sino también empezar a producirle el típico desgaste de ejercer el poder aun antes de ejercerlo efectivamente. Nadie regala algo tanpreciado como la luna de miel de los primeros meses de gobierno. La posición del FMI no es para nada mejor desde el punto de vista político: está en pleno proceso de elección de una nueva dirección ejecutiva y sería poco común que se avanzara mucho en relación con el caso más complejo que tendrá que enfrentar la nueva directora en el corto plazo, luego de asumir. En suma, hay sobrados incentivos para dejar al gobierno actual con la papa caliente en la mano, incluyendo el *delay* de los famosos 5.400 millones de dólares que corresponden a la última revisión del FMI, a pesar de la afirmación de Macri de que hicimos todo lo que había que hacer para recibirlo.

Pero justamente las posiciones son incómodas porque los incentivos no apuntan todos en igual dirección. También son sustanciales los incentivos en favor de ayudar a que la situación económica no se desmadre. En el caso del gobierno porque una brecha excesiva pondría en duda la efectividad de los controles y la consecuencia inmediata sería que las expectativas sobre la evolución de los

precios internos pasarían a formarse más en función del dólar CCL o del blue que en función del controlado por las autoridades. Esto sería letal para la trayectoria de la inflación y, por ende, para el tan mentado por estos días “bolsillo de los argentinos”. Los costos políticos de una aceleración inflacionaria los pagaría en su mayoría el gobierno. Por ello, por más que duela, el oficialismo tiene motivos para aceptar más o menos explícitamente que estamos ya viviendo un período de transición hacia un gobierno de otro color político. En una transición se espera que la oposición se muestre más colaborativa. Una situación de mayor inestabilidad, por otra parte, lejos estaría de ser completamente beneficiosa para Fernández. Si aumentaran la brecha y la inflación en un contexto en que los demás actores le dan la espalda, Macri podría sentirse justificado para defender el objetivo de terminar su mandato sin sobresaltos con “lo que tenga a mano”. Específicamente, podría usar más reservas y podría lanzar más medidas fiscales para mitigar los costos de la crisis. Esto suavizaría su camino en el corto plazo al costo de dejarle mayores restricciones de reservas y de déficit fiscal primario al próximo gobierno. Esas restricciones, al tornar más severo el ajuste que se necesitará el año que viene, podrían aumentar la posibilidad de que Fernández se viera tentado a seguir una línea de política económica con mayores componentes populistas. Pedir un sacrificio inicial duro podría no sólo arruinarle la luna de miel sino enemistarlo con parte de los grupos peronistas que lo ayudaron a llegar al poder. La teoría macroeconómica indica que una opción con mayor tinte populista sería de vuelo corto. Pero una cosa es la economía y otra la política. Y dentro del espacio de Fernández si hay algo que aparece difuso es, justamente, cuál será la línea de política económica que terminará dominando. ¿Y el FMI? Ante estos problemas el FMI podría seguir prescindente, pero cuanto más se salgan de línea las reservas y el déficit fiscal primario de Macri, mayor será el ajuste que el Fondo deberá pedirle al gobierno que venga y mayor la probabilidad de que no haya acuerdo, quedando así más expuesto el FMI a ser acusado de co-responsable del “derrape del plan de ajuste argentino”. Este es el único y muy tenue incentivo que queda para que decidan enviar el desembolso antes mencionado.

Vayamos al segundo conjunto de factores a que hacíamos referencia en relación con la estabilidad del tipo de cambio y la brecha. Más allá de la complejidad del momento actual de transición, está claro que **conocer con mayor detalle lo que se propondrían hacer los dos candidatos con posibilidades de ganar y, particularmente, el candidato que recibió la mayor cantidad de votos, ayudaría a reducir la incertidumbre; sobre todo si las líneas de política que se anticiparan cumplieran dos condiciones sine-qua-non para una estabilización exitosa y políticamente digerible: reducir la amenaza de dominancia fiscal – esto es, anticipar un nivel de superávit fiscal primario que sea compatible con la sustentabilidad de la deuda– y recuperar el crecimiento, de forma de volver a crear empleo. Esta última condición es básica para asegurar la gobernabilidad.** Alcanzar un superávit primario suficiente es tarea del gobierno argentino. Pero diagramar un programa capaz de recuperar el crecimiento no será posible sin la colaboración del FMI, que debe brindarnos la posibilidad no sólo de recibir lo que resta del *stand-by* sino, también, de reprogramar a un plazo mucho más extendido la amortización de los préstamos. Una condición adicional que tampoco depende enteramente del futuro gobierno es la de lograr un reperfilamiento que, al reducir

los problemas de liquidez que generan los pagos de deuda pública, deje espacio para retomar el crecimiento.

Podría decirse –y con razón–, que **el candidato más votado** –y otros de la oposición– sí dejaron en claro que **el objetivo de crecer será un componente de sus estrategias**. Se ha puesto mucho énfasis en que una tarea urgente que tendrá el próximo gobierno será la de poner “poner plata en el bolsillo de la gente”. Se entiende que el propósito es que el consumo sea el que lidere la reactivación de la economía. **Sin embargo, este objetivo por sí solo, sin expresar con el mismo énfasis la preocupación por generar un superávit primario suficiente es posible que ayude poco en la tarea de estabilizar la economía y, en particular, la brecha cambiaría que es un indicador central de la marcha de la estabilización.**

Para aclarar este punto es muy oportuno que el INDEC haya publicado recientemente cifras sobre el ingreso nacional, el ahorro y la inversión hasta 2018. Según esas cifras, el ahorro nacional se encuentra más o menos estancado en el entorno del 15% del PBI. Pero al mismo tiempo, la inversión se ubicó el año pasado en el 21% del PBI. En buena medida este valor relativamente alto tiene que ver con la depreciación que aumenta el valor de los bienes de capital importados. Pero el punto central es que, la única forma de sostener ese nivel de inversión con tan poco ahorro nacional, es que aumente el déficit de cuenta corriente. No sorprende, por ende, que el déficit de cuenta corriente haya llegado en 2018 al 5.5% del PBI. Pero, desafortunadamente, ese déficit es irreplicable en la medida que los mercados de crédito externo se mantengan cerrados como ahora y que la inversión directa no los reemplace, algo que no está ocurriendo. Justamente llamamos al Fondo porque no podíamos financiar un déficit de cuenta corriente tan elevado. Y estamos ajustando las importaciones para bajar el déficit. **Pregunta: si sube el consumo porque la gente tiene plata en el bolsillo y baja el ahorro, ¿cómo hacemos? ¿Bajamos más la inversión para que no suba el déficit de cuenta corriente? Pero si aumenta el consumo y la inversión no lo hace, ¿cómo vamos a sostener el consumo? Una estrategia de reactivación basada en el consumo tendría patas cortas, por no decir cortísimas.**

Dado este contexto, **¿existe una estrategia de crecimiento viable? Se sigue de lo anterior que tiene que ser una estrategia que incremente la demanda agregada pero no aumente, al mismo tiempo, el déficit de cuenta corriente porque no lo podríamos financiar. Y hay una sola trayectoria que cumple con este requisito: el crecimiento liderado por las exportaciones. Las exportaciones suben la demanda agregada y, al mismo tiempo, reducen el déficit de cuenta corriente.** Para que esto sea posible, además de tener algo de fortuna con la economía internacional, es central no atrasar el tipo de cambio. Si esto último sucediera, por otro lado, vendría con un bonus: no sólo ayudaría a las exportaciones, también favorecería la sustitución de importaciones, lo que haría aumentar el PBI sin presionar simultáneamente sobre la cuenta corriente.

Entonces, ¿hay que ponerle o no plata en el bolsillo a la gente? Sí, pero plata que venga de la generación de empleo en base a las exportaciones y la sustitución de importaciones, de forma que al gastarse la plata no se genere un desbalance no

financiable de la cuenta corriente. E incluso podríamos ir por el premio mayor: que la plata del bolsillo vaya al ahorro que financie inversión productiva. ¿Por qué no dejar que la gente participe también de los negocios? Obviamente, para ir por este premio mayor el ahorro de la gente debería ser canalizado hacia el crédito privado, lo que requeriría cambiar el esquema monetario actual que hace que gran parte de la capacidad prestable sea absorbida por el Banco Central.

Ah! para terminar. También va a estar la tentación de utilizar el control de cambios para impedir importaciones racionando los dólares para ese uso, como se hizo otras veces. Ello generaría sustitución de importaciones. Pero sería una sustitución que generaría plata para la gente sólo de manera aparente. Le pondríamos plata a la gente en el bolsillo, solo para que compren todo más caro. **La sustitución de importaciones verdadera es la que se hace con un tipo de cambio no atrasado y sin cepos. El control de cambio es para evitar la especulación desorientada y el pánico de una transición política difícil. No para distorsionar los precios de exportaciones e importaciones.**

[Volver al índice](#)

www.abeceb.com