

El FMI conforme, pero marcando los desafíos

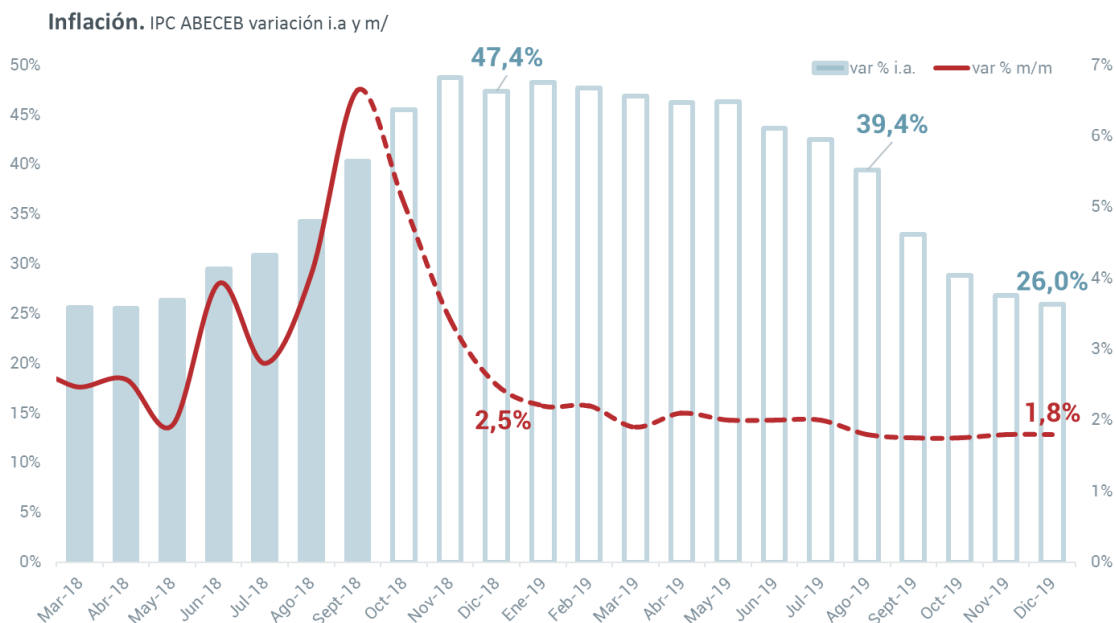
Al comparar la situación macroeconómica actual con la que se observaba a fines de setiembre y principios de octubre —cuando se implementó la versión II del *Stand By* con el FMI— se observan contrastes significativos. Esos contrastes sugieren que **las autoridades están logrando establecer un mayor control sobre variables que son clave para estabilizar los mercados financieros y para generar la expectativa de que habrá en el futuro una desinflación y una recomposición en el nivel de actividad**. Por supuesto, el hecho que sobresale es que el tipo de cambio nominal, lejos de ubicarse en el techo de la banda, perdió más de 10% respecto de la cotización máxima alcanzada y, en consecuencia, comenzó a moverse en el entorno del piso de la zona de libre flotación. Este hecho permitió que el Central pudiera inducir una reducción en las tasas de las Leliq en varios puntos. **Un factor que tiene que haber ayudado a la pax cambiaria es el ajuste que se está dando en el sector externo**. Según el último informe del MULC, **las operaciones registradas en la cuenta corriente del balance cambiario resultaron superavitarias en US\$ 106 millones, luego de 32 meses consecutivos de déficits**. Por otra parte, la tasa de inflación, si bien es aún muy alta, viene cayendo en relación con el pico de setiembre. En ese contexto y con la ayuda del bono de 5.000 pesos, fue posible desarticular por el momento el paro de la CGT. Por último, el Presupuesto se aprobó. Tanto la no realización del paro como la aprobación del Presupuesto juegan a favor de la gobernabilidad y fortalecen la capacidad de las autoridades para continuar con la implementación del plan de estabilización, lo que es un paliativo para la incertidumbre.

Estos resultados, no obstante, se relativizan cuando se toman en consideración aspectos adicionales de la coyuntura que son problemáticos. Hay dos que nos gustaría subrayar. El primero son los costos de las políticas implementadas en términos del nivel de actividad. **La recesión se ha profundizado y, siendo la combinación de políticas fiscal y monetaria altamente pro-cíclicas, no está claro si los elementos que actuarán en sentido anti-cíclico serán suficientemente potentes**. Por ejemplo, ¿cuán fuerte será el efecto de la mayor cosecha en términos de amortiguar la recesión? Aunque la respuesta sea optimista, **para que la trayectoria de la recesión se parezca más a una V que a una U, se necesita que al aporte del campo se sumen otros que potencien la demanda agregada**. En particular, serán clave el nivel de recomposición del salario real por su incidencia en el consumo y del gasto en inversión de las firmas. **La inversión podría empezar con una recomposición de los stocks, muy golpeados por el costo del crédito. Para que esto ocurra es vital que la tasa de inflación caiga relativamente rápido y de forma consistente**. Ese hecho no sólo daría más protección a los ingresos reales; también le permitiría al Central operar en un contexto en el que se consolide la tendencia de disminución de las tasas de interés.

ABECEB

hacemos más real la economía real

Inflación. IPC ABECEB variación i.a. y m/



El segundo aspecto problemático es que, más allá de los costos, **el gobierno va a tener que enfrentar dilemas de política difíciles de manejar. Esto se debe a que los resultados obtenidos son todavía muy frágiles** –subsisten desequilibrios de relevancia y la incertidumbre es elevada– y, por ende, **a medida que se avanza en el camino aparecen nuevos desafíos sin que la autoridad cuente con instrumentos suficientes, lo que la obligará a elegir qué objetivo privilegiar.**

	Efectos del Nuevo Programa	¿Es sostenible?	Hacia dónde hay que ir
Balanza de Pagos Oferta	<ul style="list-style-type: none"> - Recuperación de exportaciones por suba TC - Sostenimiento del flujo financiero vía fondos del FMI 	No	- Aumento de oferta genuina : más exportaciones y flujo financiero "sano" y estable (IED)
Balanza de Pagos Demanda	<ul style="list-style-type: none"> - Represión de demanda especulativa vía tasas - Importaciones cayendo por recesión y mayor tipo de cambio 	No	<ul style="list-style-type: none"> - Menor atesoramiento inducida por mayor confianza en el peso - Importaciones volverán a crecer con la recuperación
Déficit Fiscal	<ul style="list-style-type: none"> - Fuerte reducción del gasto vía subsidios y obra pública - Aumento de ingresos con creación de derecho de expo 	Sí pero...	- Retenciones son temporales, la obra pública deberá aumentar a partir de 2020 y el déficit previsional irá in crescendo

A la hora de evaluar los dilemas y los instrumentos es esencial tomar en cuenta lo que piensa el FMI. Si bien es cierto que lo que el Fondo espera está especificado en el Memorándum de Entendimiento, lo cierto es que es imposible delinear exactamente la trayectoria de una economía bajo un Stand By. De ahí que se puede anticipar que el diálogo entre las autoridades y el Staff va a ser más o menos permanente. **Siendo**

esto así, para evaluar qué decisiones esperar cuando aparezcan los dilemas, es útil analizar lo que expresó la semana pasada Roberto Cardarelli, Jefe de la Misión Técnica del Staff del FMI.

La faceta positiva de la evolución de la coyuntura que marcamos más arriba se reflejó en las declaraciones de Cardarelli. Expresó que **la institución "se siente bastante cómoda con los últimos eventos en términos de estabilidad" debido a que "se han visto claramente buenos resultados del nuevo marco de política monetaria"**. El funcionario fue algo más allá y atribuyó los avances a lo apropiado de la actual combinación de políticas fiscal, monetaria y cambiaria. En efecto, en el plano monetario, argumentó que gracias a que hay **"una política monetaria más restrictiva que la que antes seguía el Banco Central ... vemos un inicio de declive de las expectativas inflacionarias en la última encuesta del Banco Central"**; en relación al tipo de cambio, **"hay una apreciación del peso que es más o menos lo que el nuevo programa tenía como objetivo" y, finalmente, en el orden fiscal, en línea con las metas del Stand By, el Presupuesto es clave.**

En lo que hace a los desafíos, explicitó que no se trata sólo de aprobar el Presupuesto sino que también hay **que "lograr las metas que el Presupuesto se fijó"**. Tampoco dio por descontada una convergencia en el plano monetario: "el nuevo marco de política monetaria está funcionando para estabilizar la valuación del peso. Ahora es solo una cuestión de seguir implementándolo y esperar una reducción de las expectativas de inflación más contundente en las próximas semanas y meses". Obviamente, no cabía esperar otra cosa del FMI que la insistencia en mantener la restricción tanto fiscal como monetaria. **Pero es interesante que Cardarelli señalara dos fuentes de dilemas para el futuro: por un lado, la evolución de la demanda de dinero de dinero y sus efectos sobre el tipo de cambio real y, por otro, la trayectoria del nivel de actividad.**

En cuanto a la demanda de dinero, destacó que **al momento de establecer un sendero de cero crecimiento para la base monetaria era muy difícil evaluar** cuán restrictiva sería la medida debido a que "era necesario tener una idea de la demanda de la moneda, que es muy difícil de estimar en todos los países en general, y en la Argentina quizás aún más". Así, **si hay una subestimación de la trayectoria de la demanda de dinero, "la política monetaria se vuelve demasiado restrictiva y se puede ver una apreciación muy fuerte del tipo de cambio"**. En cambio, "si el tipo de cambio se deprecia mucho es un indicador de que la política monetaria es demasiado laxa". En este marco, hoy parece que **el dilema que enfrentará el Central es qué hacer ante la apreciación. Si el dólar toca la banda inferior, ¿conviene intervenir o no?** Una pregunta difícil de responder si, como dice Cardarelli, es difícil saber dónde se ubica la demanda de dinero. **Si no se interviene y la demanda está subiendo se arriesga una apreciación exagerada** que atentaría contra la mejora de la cuenta corriente que se está logrando. **Pero si se interviene y la demanda de dinero es aún débil, ello podría revertir la incipiente reducción de las expectativas de inflación** reflejadas en el REM de octubre.

En lo referido al **nivel de actividad**, Cardarelli reconoció que el FMI está "preocupado", pero no sorprendido ya que, si bien es cierto que las políticas que se están implementando son muy procíclicas, también lo es que **"las políticas monetaria y fiscal actuales son una política de estabilización. Y esa estabilización tiene su costo"**. Esto es innegable. Pero la cuestión es de grado. No se deberían pagar más costos recesivos que los estrictamente necesarios y es justamente ahí donde se esconde el dilema. **Una posición contra-cíclica exagerada implicaría sobrematar el objetivo. Pero aflojar antes de tiempo podría poner en peligro el ajuste externo (aunque ayudaría a la meta fiscal si aumenta la recaudación).**

¿Qué espera el FMI para el futuro próximo, dadas estas complejidades? Según Cardarelli, "en el segundo trimestre del año próximo vamos a ver una recuperación de la actividad económica, con el campo avanzando y con una reducción de la tasa de interés, porque la inflación sigue bajando y va a haber un efecto de confianza del lado de la demanda doméstica". Esto implica que **"la recesión no va a durar mucho."**

ABECEB

hacemos más real la economía real

Serán dos o tres trimestres". No obstante, aun cuando "la recuperación va a empezar en el segundo trimestre. El crecimiento promedio anual va a ser negativo porque el final de este año va a ser negativo". **Esto sugiere que el FMI espera que la trayectoria del nivel de actividad se parezca más a una V que a una U.**

Pero la cuestión es, **¿cuáles son los instrumentos de política disponibles para manejar posibles desvíos asociados con shocks o inconsistencias de política? En el plano fiscal ya vimos que no hay flexibilidad. Hay que cumplir el presupuesto.** Esto implica que **el peso del manejo de corto plazo debería recaer, según la visión del FMI, en la política monetaria.**

Pero Cardarelli no fue excesivamente claro al referirse a cómo usar los instrumentos de política monetaria en el futuro próximo. Al ser preguntado sobre la posibilidad de intervenir en el mercado comprando dólares y emitiendo pesos si se toca la banda inferior, dijo que "ahí las autoridades tienen la opción de comprar e inyectar pesos en la economía para relajar la política monetaria". También, "las autoridades pueden hacerla más restrictiva vendiendo dólares y reduciendo la cantidad de pesos en la economía". Esto es así porque "hay cláusulas de salvaguardia en ambas direcciones. Esta es una decisión que el Banco Central tiene que tomar, sobre la base de si la política monetaria es la más apropiada para lograr los objetivos que tiene el Central, que es fundamentalmente lo que dijo su presidente ayer: reducir la inflación". Pero esto no aclara mucho pues justamente **el dilema que se va a plantear en el futuro –si el programa sigue progresando– es qué ponderación darle a una reducción rápida de la inflación frente a la alternativa de privilegiar el tipo de cambio real y/o el nivel de actividad.**

En el pasado reciente el gobierno cometió el error de querer avanzar excesivamente rápido con la inflación en un contexto de gradualismo fiscal suave, lo que se tradujo en exceso de endeudamiento tanto de la Tesorería como del Banco Central. **Hoy el gobierno está siendo mucho más pragmático, como lo muestra el hecho de que haya recurrido a tres nuevos instrumentos. El primero es el aumento de encajes bancarios,** como ayuda para manejar el desarme de las LEBACs y para generar demanda para las Leliqs. El crecimiento de los depósitos a plazo fijo favorece esta estrategia al inducir un aumento en la demanda de Leliqs, lo cual obviamente es presiona las tasas de interés hacia abajo. **El segundo son los encajes a las entradas de capital –implementadas la semana anterior– para evitar un carry-trade excesivo.** Una medida que, además de esto último, también elimina una distorsión microeconómica que favorece la toma de crédito en el exterior y desincentiva el deseo de los bancos de tomar plazos fijos, algo negativo para lograr una mayor profundización financiera. **El tercer instrumento son las políticas de ingreso para ayudar a la desinflación y a la viabilidad política.** En este aspecto sobresale el bono de 5.000 pesos que fue funcional para desactivar la huelga de la CGT.

Una interpretación razonable de estas iniciativas es que, **como el programa del FMI sólo le dejó a las autoridades como "política monetaria" la intervención en el mercado de cambios y siempre que se toque la banda inferior, lo que está haciendo con buen criterio el gobierno es tratar de "inventarse" instrumentos complementarios,** en línea con un principio fundamental de la política económica: para cada objetivo se necesita un instrumento. **Así, si se quiere evitar una apreciación excesiva del peso como en 2017 y la política monetaria está ya asignada al objetivo de inflación –lo que pone límites al ritmo de caída de las tasas de interés–, es lógico recurrir a los encajes a los flujos de capital para proteger el tipo de cambio y la cuenta corriente.** Asimismo, **si se desea al mismo tiempo inducir un cambio en los precios relativos en favor de los transables y una caída en la inflación, la política de ingresos puede ayudar con el acomodamiento de precios relativos evitando que el gobierno tenga que elegir entre distorsionar los precios relativos o acelerar la inflación, un dilema que no pudo resolver desde que comenzara con la liberalización del tipo de cambio a fines de 2015.**