

Incertidumbre de raíz política: la más difícil de domar

La dinámica de la coyuntura continúa siendo vertiginosa. No hay resquicios para distraerse en un contexto volátil en el que las buenas noticias –locales o internacionales– no abundan. Un factor que le agrega complejidad al panorama es que, en buena medida, **lo que alimenta los desequilibrios y la volatilidad es la incertidumbre con raíz en la política**. Y no nos referimos sólo al año electoral. **La lógica de la política es también clave para entender la incertidumbre que generan en los mercados globales las negociaciones entre Estados Unidos y China**. Bajo estas circunstancias, **el gobierno está muy activo con iniciativas cuyo objetivo prioritario es el de garantizar un nivel mínimo de estabilidad** en un año signado por la estanflación y los desequilibrios financieros. Entre las iniciativas de los últimos días sobresalen tres: el incremento de la tasa de estadística a las importaciones, el acortamiento de los plazos en las colocaciones de deuda y las propuestas a la oposición de acuerdos mínimos.

Uno de los motivos por los que la última iniciativa de Trump asociada a las negociaciones con China alimentó la incertidumbre fue su carácter relativamente inesperado. El presidente norteamericano anunció que planea colocar aranceles sustancialmente superiores sobre importaciones chinas por valor de 200.000 millones de dólares justo en el momento en que se prepara una nueva ronda de negociaciones. Se podría interpretar que **Trump decidió jugar más severamente porque tiene el temor de que los chinos se pongan más duros en la negociación, motivados por los buenos resultados de la economía china en el primer trimestre**, que se conocieron recientemente. Pero tampoco podemos ignorar que **Trump necesita revalidar su reputación de hombre duro, cuando se prepara para su reelección**. No en vano habló de que los chinos se ilusionan con negociar con "los débiles demócratas". Quizás Trump no sólo quiere anticiparse para evitar que su posición negociadora se debilite, sino que también desea mostrar que puede endurecerse, gracias a que su manejo de la economía le permite tomar riesgos: la tasa de desempleo es hoy del 3.6%. Son niveles que no se veían desde 1969. Un dato adicional es **que a la economía china no le alcanza con un primer trimestre mejor de lo esperado. Las autoridades chinas están también embarcadas en un proceso de cambio estructural de largo aliento: el llamado *soft landing***. El desafío es lograr que la economía aterrice desde las alturas de tasas de crecimiento del orden del 9% a valores mucho más bajos y sostenibles a largo plazo. Hasta ahora, conseguir una velocidad crucero de alrededor del 6% no está siendo sencillo debido a las reformas que se deben implementar en las empresas estatales y en el campo financiero. Una guerra comercial en medio de ese proceso no es seguramente algo que las autoridades chinas desearían alentar.

La reacción de los mercados con caídas generalizadas en las bolsas norteamericanas, no obstante, sugiere que no se considera que la estrategia de Trump sea una apuesta segura. Por un lado, lo intempestivo de la iniciativa podría generar irritación en China, complicando y alargando las negociaciones, con el subsiguiente costo en términos de incertidumbre. Por otro, la expectativa es que el crecimiento que ha llevado el desempleo a sus mínimos históricos perderá impulso, como surge del informe de primavera del FMI y del hecho de que la FED decidiera dejar sin cambios las tasas de interés en 2019 a partir de una visión en la que prima la cautela. En esta misma línea, no hay que olvidar que **el FMI en su último informe sobre la situación de la economía mundial llamó la atención sobre la debilidad del crecimiento proyectado para la economía global y redujo sus proyecciones de crecimiento**. Dado este marco, **no sorprende que los mercados vengán repetidamente mostrando una clara aversión al riesgo que implica una guerra comercial** y tampoco sorprende que los mercados emergentes hayan sufrido las consecuencias, que se manifestaron en un debilitamiento de sus monedas.

ABECEB

hacemos más real la economía real

En el caso de nuestra economía, **el anuncio de Trump ya generó dos hechos negativos. La soja está cotizando en estos días en sus mínimos en varios meses** debido a que la guerra comercial afecta la demanda de China. Como ello ocurre en un momento en que ya estaba pesando sobre la demanda de soja la crisis de la peste porcina en China, el precio de la tonelada de soja pasó a moverse en el entorno de los U\$S 300. **La segunda consecuencia es que, en línea con los mercados emergentes, nuestro país está sufriendo presiones sobre el tipo de cambio** y los mercados de deuda. Quizás el aumento de tensión sea transitorio porque es razonable conjeturar que las negociaciones USA-China se terminarán encauzando debido a los enormes costos que tendría una guerra comercial para todos los involucrados. Pero **en este año de incertidumbre electoral, los vaivenes de corto plazo de la negociación importan sobremanera para la Argentina. Dada nuestra fragilidad financiera y monetaria, la estabilidad macroeconómica puede sufrir ante eventos negativos, aunque sean transitorios**. Por, ejemplo, fue muy desafortunado que la decisión de Trump se haya producido justo en la semana que el gobierno tiene que enfrentar el test que significa el vencimiento de capital e intereses del BONAR 2024 por algo más de 1600 millones de dólares, aunque en este contexto un dato positivo es que se colocaron las LETES que el gobierno ofreció incluso con una reducción en la tasa.

Claramente, **una de las consecuencias más negativas que está generando la incertidumbre, tanto local como importada, es que se retrasa la reactivación**. La Argentina necesita que la reactivación se consolide de una vez por todas. Lo necesita porque la recesión genera problemas fiscales y lo necesita porque la recesión erosiona los ingresos reales y el empleo y el malhumor que ello genera en la población no hace más que retroalimentar la incertidumbre política.

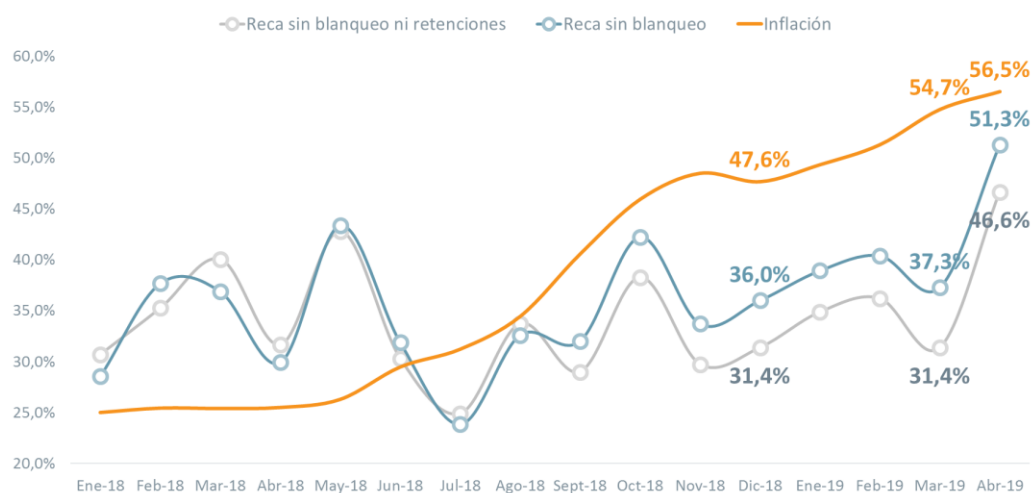
Observando desde este punto de vista, la evolución del nivel de actividad y de las expectativas de los analistas poco contribuyen a facilitar el manejo de la coyuntura. En particular, esta semana se conocieron cifras de actividad industrial y de la construcción que se ubican en un terreno muy negativo: se retrajeron interanualmente un 13,4% y un 12,3%, respectivamente. **En industria, un dato algo decepcionante es que, en marzo, el índice de la serie desestacionalizada muestra una variación negativa de 4,3% respecto al mes anterior, un hecho que desdibuja el cauto optimismo** que habían generado los indicadores positivos, del 4,5% en enero y 2,7% en febrero y que hacían pensar que después de encontrar un piso hacia fin de año, la economía había empezado a expandirse. Reflejando la contracción de ingresos reales y la escasez de crédito, los sectores de consumo durable están siendo especialmente castigados. Por ejemplo, equipos de transporte y fabricación de motos y motocicletas bajó un 53,6%; artículos de informática, electrodomésticos y electrónicos declinó un 31,6%, la fabricación de autos lo hizo un 30,2% y maquinarias y equipos 26,8%. **Un rasgo adicional es que la recesión es generalizada, los dieciséis sectores industriales que se relevan se contrajeron**. En cuanto a la construcción, también se retrajo un 3,5% en relación con el mes anterior después de un bimestre de variaciones positiva.

En este marco, **las expectativas de crecimiento de las analistas reflejadas en el REM se corrigieron a la baja**. Según la medición de expectativas de abril, el PIB decrecerá un 1,3% en 2019. En consonancia con esto también hubo correcciones a la baja para el PBI trimestral desestacionalizado tanto en el primer como el segundo trimestre, reafirmando el poder que la volatilidad de marzo y abril tuvo en términos de retrasar la tan esperada expansión.

Como no podía ser de otra manera, **la recaudación fiscal está reflejando lo que ocurre con el nivel de actividad** y, también, con variables como el tipo de cambio real más elevado y los nuevos impuestos. La recesión reduce la recaudación en términos reales, que sigue evolucionando por debajo de la inflación. Este efecto había sido muy fuerte en marzo cuando los ingresos tributarios sólo habían crecido un 37,3%. Por

ello, las expectativas para abril distaban de ser optimistas. **Afortunadamente, si bien es cierto que la recaudación creció por debajo de la inflación interanual que se ubica en un 56%, la misma mostró un crecimiento del 51,3% nominal con respecto a igual mes del año pasado.** Aquí jugó un rol el tipo de cambio real vía recaudación aduanera. En el comercio exterior hubo una suba de recaudación del 95,7%. En particular, los derechos de exportación subieron el 171,3%. Los derechos de importación, en cambio, sólo aumentaron el 10,7% por la caída de importaciones inducida por la recesión y el tipo de cambio más alto. El IVA impositivo también tuvo un buen desempeño en abril –se elevó un 55%, – junto con el impuesto a las ganancias. **No ocurrió lo mismo con la recaudación asociada al empleo, que evolucionó muy por debajo de la inflación.** De aquí en más, quizás **la evolución en porcentaje mejore porque la base de comparación interanual reflejará el efecto de la recesión que se fue profundizando desde abril de 2018.** Más allá de esto, **en función de llegar a la meta del FMI, se implementó por decreto un aumento en la tasa de estadística del 0,5% al 2,5%,** que afecta a las importaciones. Rige hasta fin de año.

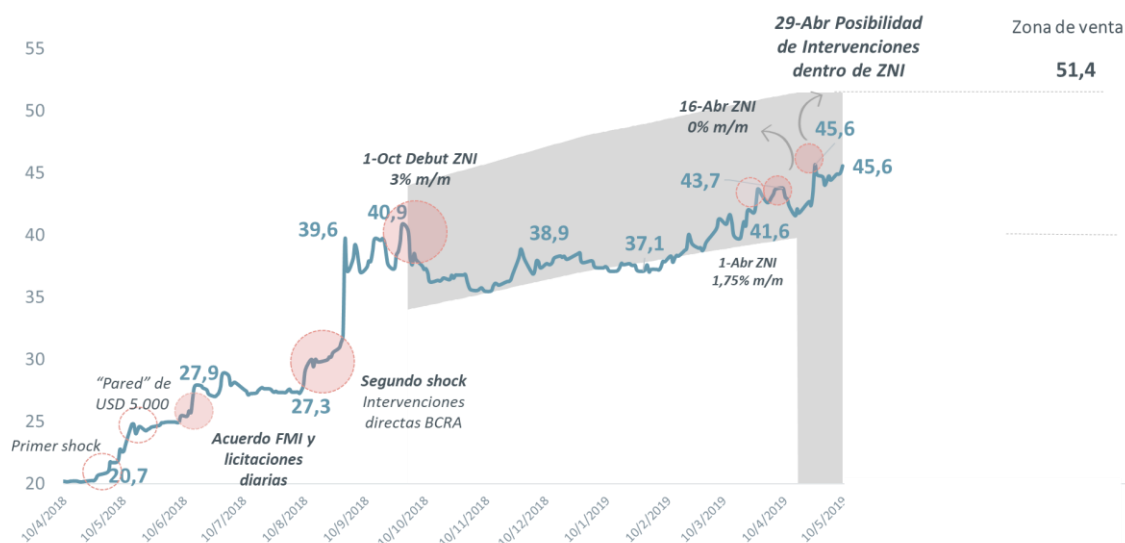
Inflación nacional y recaudación. Var i.a en porcentaje



En una economía menos dolarizada y que se moviera con inflaciones del orden de un dígito una recesión tan significativa hubiera inducido una baja en la inflación, como fue sin ir más lejos el caso de Brasil en su última y fuerte recesión, que fue funcional para colocar la inflación cómodamente dentro de la banda establecida por el Central. Pero no es el caso de nuestro país donde la recesión termina más bien acelerando la inflación por medio de mecanismos bastante idiosincrásicos y que sólo cabe observar en economías de alta inflación y con los desequilibrios estructurales particulares que se observan en la nuestra. Para muestra bastan dos botones. Primero, como la recesión debilita la recaudación y hay que cumplir con el Fondo, el gobierno se ve obligado a tomar medidas que alimentan la inflación de costos. El ejemplo de la semana: el incremento de la tasa de estadística sobre las importaciones. **Segundo, la recesión erosiona la popularidad del gobierno, aumenta la probabilidad de un volantazo en la política económica el año entrante, aumenta la incertidumbre política y, con ello, la demanda de dólares.** El incremento del tipo de cambio presiona sobre los costos y alimenta la inflación.

En una economía tan idiosincrásica, **no es para nada asombroso que el gobierno venga tomando medidas que en economías de baja inflación y con otros desequilibrios estructurales estarían fuera de lugar**, para decir lo menos. Quizás lo que mejor representa este punto es el régimen monetario y cambiario que hoy tenemos y el manejo de la deuda pública. **En cuanto al régimen cambiario, se abandonó el régimen de metas de inflación para probar con diferentes alternativas hasta terminar en el actual esquema de banda superior fija, pero con intervención intra-banda que es un punto intermedio entre un tipo de cambio fijo y la flotación sucia, pero sin abandonar un régimen de metas de moneda.** Difícil de clasificar con el libro de texto de teoría macroeconómica. Pero, ciertamente, el régimen no es el resultado de aplicar teoría pura sino de las necesidades prácticas de una economía que soporta una alta incertidumbre y no cuenta con instrumentos de política suficientes. **En lo referido a la deuda pública, lo que estamos observando es que para lograr renovaciones se está achicando el período de maduración**, de forma de minimizar los vencimientos post-elección. El achicamiento de plazos es un resultado conocido de la volatilidad: los inversores prefieren no comprometerse por plazos largos.

TC y Bandas cambiarias. Pesos por dólar



¿Cómo salir del laberinto que genera la incertidumbre? La incertidumbre importada por la guerra comercial China-EEUU es un dato, pero la interna no lo es. La incertidumbre interna es, antes que nada, **función de la pobreza de nuestra política**, que es la que puede introducir las reformas necesarias para crear nuevos instrumentos que permitan atacar las deficiencias estructurales. **Una deficiencia estructural que hoy pesa y mucho es la falta de credibilidad sobre nuestra voluntad futura de pago.** Esto sólo se arregla **reforzando las instituciones y las instituciones las arregla la política.** Una segunda deficiencia obvia es nuestro excesivo gasto público que se traduce en alta tributación y nuevos impuestos disfrazados como la

ABECEB

hacemos **más real** la economía real

tasa de estadística. Pero reformas para bajar el gasto y la tributación también necesitan de la política. **Si los miramos desde esta perspectiva, se entiende la propuesta del gobierno de avanzar con acuerdos sobre cuestiones estructurales.** Probablemente la iniciativa surge de constatar en carne propia que la causa del problema está en la incertidumbre política que deja a los gobiernos sin instrumentos para manejar la economía. **La oposición tiene la opción de avanzar por el camino de los acuerdos aportando para mejorar las propuestas oficiales. O esperar hasta que le toque gobernar una Argentina que por sufrir de iguales desequilibrios estructurales los dejará sin instrumentos de política por las mismas causas.**