

## Las enseñanzas de la crisis

Por Daniel Artana\*

El gobierno acaba de anunciar un programa para acelerar la consolidación fiscal apuntando a balancear el resultado fiscal primario en 2019, un año antes de lo acordado con el FMI en junio. Esto supone un esfuerzo adicional de 1.3% del PIB, a lo que debe agregarse alrededor de 0.5% adicional que se perdería de ingresos como consecuencia de una recesión mayor a la proyectada hasta el momento. El día posterior a los anuncios las turbulencias cambiarias continuaron, probablemente explicadas por dudas acerca de si: a) será posible modificar el acuerdo con el FMI, de modo de adelantar los desembolsos previstos para los años 2020 y 2021 al próximo año y, a la vez, si el BCRA podrá tener una mayor capacidad de fuego para utilizar sus reservas internacionales netas para moderar la fluctuación en el tipo de cambio, b) evitar un nuevo default en la deuda pública, c) lograr apoyo político para aprobar el presupuesto 2019 en un contexto en el cual la economía agravará la recesión y la inflación.

Despejar esta incertidumbre llevará algún tiempo pero lo más probable es que se avance en el primer y tercer punto, lo cual debería despejar las dudas acerca del segundo. Si se cumple la nueva meta fiscal en 2019, el gobierno nacional, aún bajo el programa actualmente vigente con el FMI, requiere renovar alrededor del 75% de los vencimientos de capital del año próximo (en pesos, porque los de moneda extranjera se pueden pagar con los aportes del FMI y otros organismos internacionales) y a ello hay que sumar la renovación de las Letes, en su mayoría en poder de inversores locales. Si el FMI accede a adelantar los fondos, habría sobrante de dólares y una necesidad de renovar sólo el 30% de las Letes.

En general, el FMI ha sido renuente a utilizar reservas para estabilizar la cotización de la moneda. Sin embargo, debe notarse que el programa de junio preveía una depreciación del peso de 22% real respecto del cierre de diciembre; hasta ahora se ha depreciado más del 50%, lo cual daría algún espacio para utilizar las reservas netas en un momento del año en el cual hay un faltante estacional de divisas que podrían ser recuperadas en el primer semestre del año próximo. Además, la mezcla de una mayor depreciación y recesión a las proyectadas debería ayudar a cerrar más rápido las cuentas externas. Si finalmente se va por ese camino, habría que evaluar la posibilidad de introducir una banda de flotación móvil que se deprecie a un ritmo mensual decreciente, al menos por unos meses, hasta que se pueda hacer un programa monetario creíble, lo cual requiere terminar de desarmar las Lebacs que tienen inversores no bancarios.

### *Las enseñanzas de la crisis*

Las crisis pueden convertirse en oportunidades de consolidar reformas o de, al menos, aprender de nuestros errores. El gobierno heredó una grave situación macroeconómica con desbalances importantes en el frente fiscal y externo. La decisión de postergar el ajuste y financiar los desequilibrios con un importante aumento en la deuda pública no pudo sostenerse más allá de los dos primeros años. Esto sugiere algunas enseñanzas:

1. La inacción fiscal de los dos primeros años fue un error importante. La defensa del *statu quo* basado en las dificultades políticas de avanzar pierden sustento cuando se repara en el hecho de que la reducción de subsidios a la energía permitió ahorros fiscales que se “gastaron” en otras cosas: aumentos de gasto (partidas sociales y reparación histórica a

los jubilados) o reducciones de ingresos de la Nación (aumento en el mínimo no imponible y estiramiento de escalas en ganancias, reducción inicial de retenciones y devolución a las 24 provincias del 15% del IVA que se destinaba al sistema previsional). Los fondos estaban para reducir el déficit fiscal primario pero se utilizaron para otra cosa.

2. Discutir en base a *cliches* no probados fue otro error. Por ejemplo, varios analistas dentro y fuera del gobierno popularizaron en 2015/2016 la idea de que el ajuste planteado en marzo de 2001 era de una magnitud tal que lo volvía políticamente imposible de ejecutar. Repetir un shock como ese expondría al nuevo Presidente a perder gobernabilidad. Curioso diagnóstico cuando se repara que en un contexto mucho más complicado que el actual, la propuesta rechazada por el gobierno y por la oposición de entonces era de sólo 0.7% del PIB, aproximadamente un cuarto del esfuerzo que acaba de plantear el gobierno actual para un año con elecciones presidenciales.
3. La apuesta a que los problemas se resolverían solos fue otro error. La decisión de apostar a que el crecimiento económico resolvería los problemas fiscales evitando los conflictos políticos tenía varios inconvenientes, entre otros suponer que la economía crecería sin pausa durante años a una tasa no probada superior al 3% anual.
4. La emisión de deuda de corto plazo, tanto desde el BCRA como desde el Tesoro, aumentó la exposición del país a un “*sudden stop*”.
5. Los análisis de deuda pública basados solamente en mirar el cociente con el PIB son al menos insuficientes. Se debe prestar atención al costo de esa deuda y al tamaño del mercado local de capitales. Ambos indicadores sugerían que era imperioso reducir el tamaño del déficit fiscal porque había “demasiada” deuda.
6. Liberar la cuenta capital en una economía muy cerrada al comercio internacional ayuda a generar atraso cambiario. Si, además, se avanza lento (o no se avanza) en lo fiscal, se es muy ambicioso en los objetivos inflacionarios y se emite deuda externa para financiar al fisco, el atraso en el tipo de cambio es inevitable.
7. En países con “temor a flotar”, hay que evitar el atraso cambiario porque su corrección posiblemente sea traumática. Además, el problema termina siendo peor por la tentación de rifar reservas para contener la normalización del mismo.

\*Economista de FIEL