

Ante una salida del segundo mejor

Implicancias de transitar a un tipo de cambio real más alto

Informe Mensual N° 118

3 de abril de 2019

En pocas palabras

- El tipo de cambio en el piso de la zona de no intervención o por debajo parecía mostrar que la economía funcionaba bien. En verdad era sólo apariencia. La proyección para el déficit de cuenta corriente de este año es de 3% del PBI.
- El problema que subyace a la economía argentina es el de la escasa productividad del país en términos relativos al resto del mundo. La economía requiere una reducción en la carga tributaria y con ello la necesidad de adecuar el gasto público. Algo fácil de diagnosticar pero que desde la clase política pareciera que resulta difícil de curar.
- La solución óptima pasaría por encarar las reformas estructurales de las que tanto se ha escrito pero que no encontraron su correlato en el plano fáctico. Reformas laboral, tributaria, previsional suenan como los principales ejes a atender.
- La solución del segundo mejor que siempre ha encontrado nuestra economía es la de compensar la falta de competitividad real vía competitividad precio, es decir, operar con un tipo de cambio más alto. La transición a un nivel más elevado de tipo de cambio supone consecuencias, algunas no deseables.
- Una de ellas es el pasaje a precios. El BCRA sólo con política monetaria difícilmente pueda evitar esto. Otras de ellas refieren a la cuestión fiscal y la trayectoria de la deuda. La primera de estas se asocia a que un nivel más alto implica mayor carga de intereses debido a la deuda en moneda extranjera. Veremos que un tipo de cambio sensiblemente más alto afecta negativamente el ratio deuda a producto en el corto plazo. Sin embargo, si un nivel de tipo de cambio más alto logra traducirse en una tasa de crecimiento positiva y persistente, entonces en el largo plazo se podría torcer la trayectoria de la deuda.
- La cuestión política no es menor, las demandas sociales de un tipo de cambio barato también ejercen presión para no realizar el ajuste requerido en el tipo de cambio real. Requerirá repartir pérdidas, lo cuál no es tarea sencilla.

Guido Lorenzo

Director Ejecutivo
g.lorenzo@lcgsa.com.ar

Melisa Sala

Economista principal
m.sala@lcgsa.com.ar

Julia Segoviano

Economista
j.segoviano@lcgsa.com.ar

Costa Rica 4165 - CABA
(+5411) 4862 8992
info@lcgsa.com.ar

www.lcgsa.com.ar
@lcgmedia

Las últimas semanas el dólar estuvo en el centro de la escena y seguramente lo estará durante lo que resta del año. El tipo de cambio en el piso de la zona de no intervención o por debajo parecía mostrar que la economía funcionaba bien. En verdad era sólo apariencia. El déficit de cuenta corriente del año anterior, aun cuando se realizó la corrección del tipo de cambio, alcanzó el 5,4% del PBI. La proyección para el déficit de cuenta corriente de este año es de 3% del PBI. La sensación de que el tipo de cambio no es un problema se deriva de la relativa estabilidad que parece orlar al resto de la macroeconomía, principalmente la nominalidad.

Cuando uno analiza los datos de cuenta corriente parece que el país necesita un tipo de cambio real más alto. Visto de otra manera, el reflejo de la cuenta corriente deficitaria es una economía que está consumiendo por encima de lo que produce. Este nivel del tipo de cambio real más alto resolvería el conflicto vía aumento de oferta de bienes y servicios transables y/o caída del consumo.

El problema que subyace a la economía argentina es el de la escasa productividad del país en términos relativos al resto del mundo, situación que se produce al tiempo que se registra un aumento del tamaño del sector público en la economía. Esto hace sospechar que el origen se encuentra en este cambio de asignación de recursos empleados por el sector público y privado. **La economía requiere una reducción en la carga tributaria y con ello la necesidad de adecuar el gasto público. Algo fácil de diagnosticar pero que desde la clase política pareciera que resulta difícil de curar.**

La solución óptima pasaría por encarar las reformas estructurales de las que tanto se ha escrito pero que no encontraron su correlato en el plano fáctico. Reformas laboral, tributaria, previsional lucen como los principales ejes a atender. Sin embargo, al no poder alcanzar consenso en sentido amplio sobre estos puntos, **la solución del segundo mejor que siempre ha encontrado nuestra economía es la de compensar la falta de competitividad real vía competitividad precio, es decir, operar con un tipo de cambio más alto.**

El tipo de cambio real es una variable que difícilmente, como cualquier precio, se pueda controlar durante un largo período de tiempo. El BCRA fijando tasas excesivamente altas intenta tener un dólar barato que la macro no soporta. **El empecinamiento de la autoridad monetaria para lograr el cometido radica en que la transición a un nivel más elevado de tipo de cambio supone consecuencias, algunas no deseables.**

Una de ellas es el pasaje a precios. El BCRA sólo con política monetaria difícilmente pueda evitar el elevado pasaje a precios que es consecuencia tanto de factores estructurales de nuestra economía como de escasa regulación. La estructura contractual y la falta de la aplicación de la ley de defensa de la competencia forman frentes a atender antes de intentar transitar a un esquema de un tipo de cambio real competitivo.

Otras de ellas refieren a la cuestión fiscal y la trayectoria de la deuda. La primera de estas se asocia a que un nivel más alto implica mayor carga de intereses debido a la deuda en moneda extranjera (debajo cuantificamos este efecto) y las posibles formas de atender esta dificultad.

En la dinámica de los últimos 10 años hemos visto como la apreciación real termina generando espejismos en términos de crecimiento; al final siempre regresamos al punto de partida. Veremos que un tipo de cambio sensiblemente más alto afecta negativamente el ratio deuda a producto en el corto plazo. Sin embargo, si un nivel de tipo de cambio más alto logra traducirse en una tasa de crecimiento positiva y persistente, entonces en el largo plazo se podría torcer la trayectoria de la deuda.

La cuestión política no es menor, las demandas sociales de un tipo de cambio barato también ejercen presión para no realizar el ajuste requerido en el tipo de cambio real. Lograr el consenso desde abajo hacia arriba luce difícil y la legitimidad para que se realice desde arriba hacia abajo puede ser muy frágil. **Repartir pérdidas es complicado, más aún cuando un tipo de cambio alto redistribuye ingresos de un sector a otro de la economía y la política de ingresos debe actuar para dar un sentido de equidad al esquema macro.**

Retomando lo visto en las últimas semanas, **la política monetaria actual volvió a caer en la trampa de querer controlar el tipo de cambio en un nivel apreciado.** Los éxitos relativos vistos hasta el momento no colaboran a la salud de las cuentas externas. En la política monetaria **se ha perdido el anclaje de expectativas de precios** y nuevamente estas son regidas únicamente por el valor del tipo de cambio. Esto ha llevado a un Banco Central a pasar de un esquema de agregados a fijar tasas de interés para controlar el tipo de cambio nominal y con ello lograr que no se acelere la inflación. Más allá de las dificultades políticas propias de un año de elecciones presidenciales, **habrá que atender el problema de alcanzar un nuevo nivel de tipo de cambio sin que sea traumática la transición.**

Diagnóstico y la macroeconomía que viene.

La macroeconomía de los próximos años seguramente deberá operar con un nivel de tipo de cambio sensiblemente más alto. El nivel actual luce mejor que el heredado por la gestión actual (al cierre de marzo se encuentra 67% más devaluado en términos reales), pero persisten signos de atraso en el desequilibrio externo.

La necesidad de alcanzar un nivel de tipo de cambio más alto se torna inevitable. En primer lugar, para compensar el crecimiento del gasto del Estado que se orienta a bienes y servicios no transables. En segundo lugar, o como la otra cara de la misma moneda, para compensar la carga tributaria acorde a ese gasto.

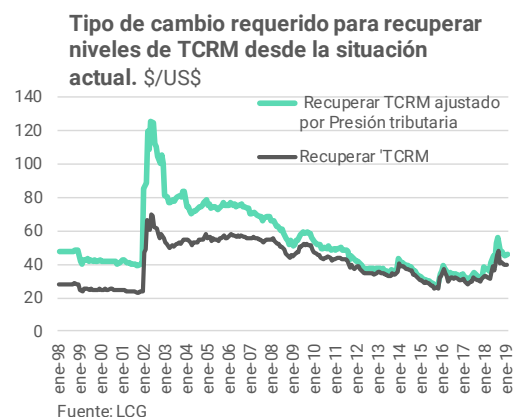
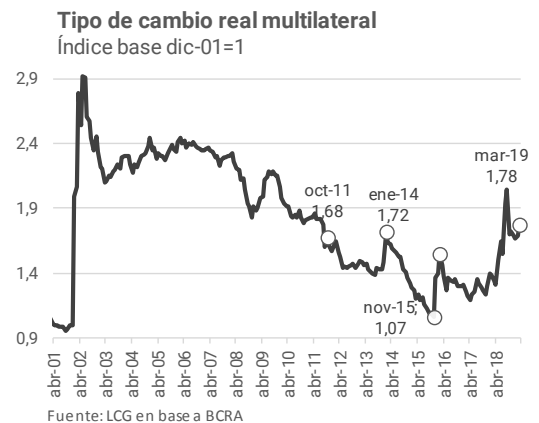
El nivel de equilibrio del tipo de cambio real es difícil de estimar, pero independientemente del nivel que el lector tenga en mente, vale el siguiente análisis:

- *Para recuperar los niveles de competitividad vigentes entre 2003-2005 hoy sería necesario contar con un tipo de cambio de \$/US\$ 54. Pero si incluimos el efecto de la mayor carga tributaria actual respecto a la de aquel entonces, el mismo debería trepar a \$ 76.*
- *Para volver a equipar los niveles de competitividad 2007-2011, sería necesario un dólar a casi \$ 57.*

Tipo de cambio necesario para retomar niveles de ...

	TCRM		TCRM ajustado por Presión Tributaria	
2003/2005	54,1	28%	76,4	80%
2007/11	48,1	14%	56,7	34%
3T-11 (previo al cepo)	41,2	-3%	46,6	10%
Nov-15 (Fin era K)	25,4	-40%	26,7	-37%

Fuente: LCG



- Hoy el nivel de tipo de cambio real (TCRM) es apenas superior a los vigentes en el 3T-11, antes de decidirse la implementación del cepo cambiario.

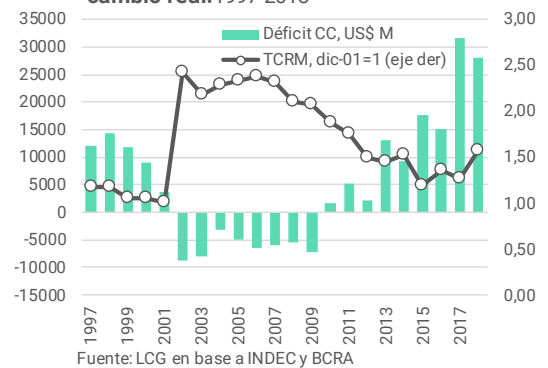
La opción de disminuir el peso del gasto público en la economía es muy difícil en un contexto de austeridad ya planeada ex ante por el sector privado. Por lo tanto, **lo más viable es que sea el tipo de cambio la válvula de escape para corregir y revertir el desahorro nacional (déficit de cuenta corriente)**. Seguramente esta alternativa no sea la más ordenada y no ataca al problema de fondo, pero esto último requiere un compromiso y un grado de madurez que todavía no parecen encontrarse en el conjunto de la sociedad. De todas formas, esto no implica que para lograr corregir los desequilibrios a través de un tipo de cambio más alto no se necesiten ciertos acuerdos básicos que describiremos debajo.

Claro que de fondo hay un problema de crecimiento en la Argentina, la escasa mejora de la productividad relativa a otros países. Podríamos pensar que las alternativas para mejorar este aspecto sean o bien transferirle actividades actualmente en manos del Estado al sector privado o bien mejorar la productividad del sector público. O posiblemente sea un *mix* de ambas. Como sea, cualquiera de estas vías llevará tiempo y el financiamiento externo se agotaría antes que se produzcan estas reformas.

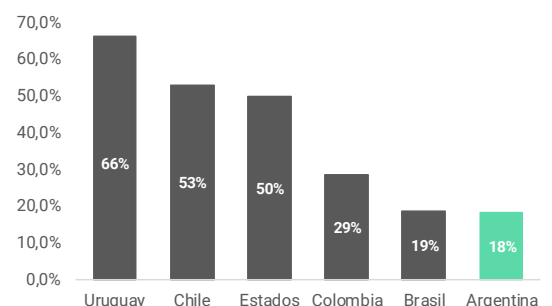
Quizás el problema que está atravesando la política económica se centra aquí, en lograr en forma ordenada la transición a ese tipo de cambio más elevado. Los mecanismos implícitos y explícitos de indexación tornan difícil hacer este ajuste de precios relativos. El riesgo latente de intentar llevar el tipo de cambio a un nivel más elevado en una economía donde todos los precios se mueven a la par del tipo de cambio podría derivar en una inflación alta, más que la actual.

Hoy la complicación es todavía más grave. Por un lado, la macroeconomía necesita ese tipo de cambio más alto, pero para mantener baja la inflación necesitamos que el dólar no se mueva mucho. Esta especie de contradicción lógica al estilo de un 'catch-22' (referencia circular) debe resolverse lo antes posible para no seguir escondiendo sobre la superficie los problemas estructurales.

Déficit de cuenta corriente vs Tipo de cambio real. 1997-2018



Productividad laboral por hora trabajada
Variación 2018 vs 1997



Fuente: LCG en base a Total Economy Database

Una alternativa era lograr un ancla nominal en algún otro lugar de la economía que no fuera el tipo de cambio nominal. Aquí se ha probado con el *inflation targeting* (IT) y con la actual regla de crecimiento de base monetaria cero. Hasta ahora, ambas sin resultados exitosos.

La primera fracasó debido a condiciones del entorno que no eran las adecuadas para emprender ese camino y a la agresividad de las metas de inflación que no sirvieron para alinear expectativas de precios. La regla se terminó convirtiendo en un *target* para controlar el tipo de cambio nominal y cuando no alcanzó la tasa se recurrió a la intervención directa haciendo que el BCRA pierda miles de millones de dólares (fallida intervención) para sostener una paridad con el dólar que no era adecuada dado el resto del vector de precios y cantidades de la economía.

La segunda está fracasando en nuestras caras. Nuevamente se ha transformado en un programa de control del tipo de cambio con un atraso mantenido con tasas de interés reales inviables para el resto de los mercados. Desde luego que cuando el dólar se calma, la percepción que el BCRA le ganó la pulseada al mercado se agranda. Pero es sólo eso, una percepción.

El régimen actual de crecimiento cero de la base monetaria debería haber sido lo suficientemente sencillo de comunicar para que sirva de guía para las expectativas de inflación. Todo lo contrario, tenemos ahora un programa donde se discute el grado de 'sobrecumplimiento' haciendo que las tasas de interés sean las necesarias para controlar el tipo de cambio. Nuevamente parece que hemos caído en la trampa: **el BCRA se preocupa por mantener el tipo de cambio en un nivel que luce atrasado con costos altos para la actividad al tiempo que la inflación se actualiza con la depreciación del peso del año pasado y las expectativas de mayores aumentos de precios respecto a los precios esperados.**

Una de las formas de salir de este embrollo es ir a un esquema completamente rígido, algo que ya hemos probado hace casi 30 años y terminó muy mal. Alguno podría querer volver a explorar este camino, en nuestra opinión no es el adecuado porque quita una herramienta de política

económica como lo es la política monetaria, clave a la hora de intentar absorber shocks exógenos-externos.

El tipo de cambio no puede tener dos roles al mismo tiempo, ser ancla para inflación y ser la herramienta con la que se ordenen las decisiones de consumo y ahorro del país. La primera debe ser sustituida por un buen uso del IT con metas realistas de inflación que contemplen los ajustes de precios relativos en esos targets (algo que no sucedió en el intento anterior), al menos durante la transición a un nivel de tipo de cambio más alto. A esto se lo debería complementar con una cuenta financiera con controles y marcos regulatorios adecuados. De esta manera se podría desanclar el tipo de cambio al resto de los precios de los bienes y servicios, permitir que el tipo de cambio sea la variable de ajuste como lo ha sido habitualmente en las transiciones de regímenes, pero al mismo tiempo evitar el riesgo de una espiralización inflacionaria.

Una de las dificultades para implementar un cambio de régimen monetario es justamente haber fracasado en los planes anteriores. En cada intento fallido el plan siguiente debe sobre-reaccionar para ser creíble y recuperar la minada reputación. La Ley de la Convertibilidad es un caso testigo de esto.

Dificultades que afrontar

El problema del pass through

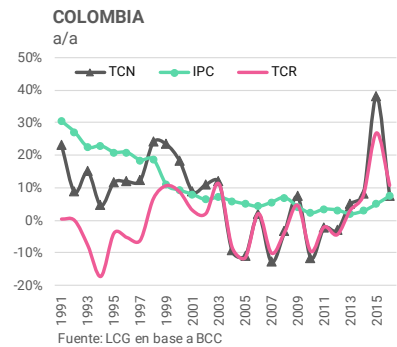
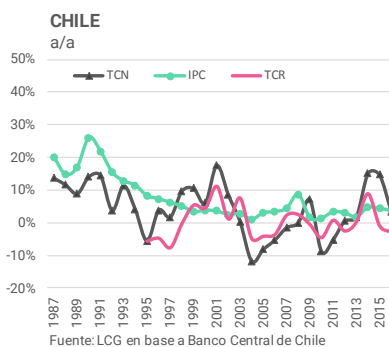
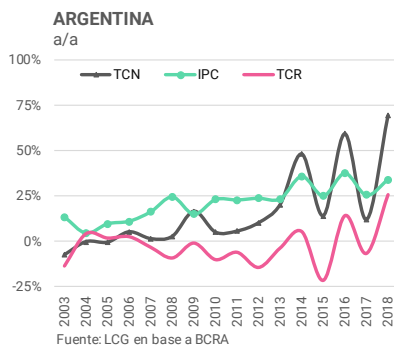
El desacople del tipo de cambio respecto de la inflación es un objetivo genuino y lícito, pero es muy difícil de lograr en Argentina. La política económica debería tener esto como problema central. **Incluso antes de pensar en un plan anti-inflacionario, hay que pensar en la forma de evitar que la devaluación se traslade a precios.**

Se ha logrado en Chile y en Colombia. Pero en ambos casos después de un tiempo de iniciada la desinflación y estabilizada la dinámica de los

labourcapitalgrowth

Costa Rica 4165 - CABA
(5411) 4862-8992
www.lcgsa.com.ar
contacto: info@lcgsa.com.ar

precios. Los precios relativos alcanzados durante el proceso mostraron implícitamente un acuerdo entre los distintos agentes (internos, externos, salario, capital) que evitó ser atacado y terminó siendo sostenible. De hecho, el salario real siguió creciendo sistemáticamente en los dos casos aun con los vaivenes del tipo de cambio real.



Nuestra economía tiene una estructura particular pero no creemos que se diferencie mucho de otras de la región. Cuando uno piensa en la estructura económica argentina pensará que tiene una frontera de posibilidades de producción sesgada hacia los sectores primarios producto de la abundancia de recursos naturales. Los datos muestran que incluso otros países de la región tienen ventajas comparativas en la producción de bienes del sector primario, con poca transformación y valor agregado. *Ver tabla anexa*

Chile tiene una mayor participación de bienes y servicios transables en la canasta de consumo y sin embargo las devaluaciones no alteran en mayor medida el nivel de precios y salarios. **Quizás la Argentina tiene la particularidad de que parte de los productos que exporta rivalizan con la canasta de consumo doméstica. No es lo mismo exportar productos primarios como cobre, que exportar alimentos.** El incremento del precio de la carne en casi 70% en los últimos dos meses (60% en el último año) al tiempo que crecen las exportaciones del sector es un ejemplo de ello. Este es un factor estructural que dificulta disociar variaciones del tipo de cambio de variaciones en el IPC. En este caso, medidas quizás más ‘heterodoxas’ respecto al comercio exterior como, por ejemplo, la utilización de derechos a la exportación o la obligación de liquidar en el país podrían atenuar el traslado de la devaluación a precios, **sólo hasta que el tipo de cambio alcance el nivel adecuado.**

Stock de Capital Natural

US\$ per cápita. Año 2014

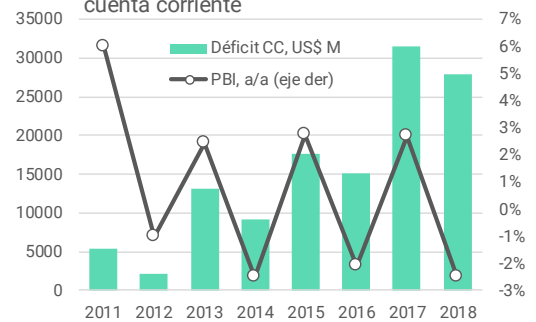
Colombia	15.932
Argentina	16.185
Bolivia	17.527
Paraguay	21.358
Uruguay	22.001
Costa Rica	24.160
Peru	24.914
Ecuador	30.007
Brasil	36.978
Venezuela	38.151
Chile	55.113

Fuente: LCG en base a "The Changing Wealth of Nations 2018", World Bank

No obstante, el hecho de que actualmente los DE se utilicen para complementar ingresos fiscales, veda la posibilidad de emplear esta herramienta para contener el traslado de la devaluación a precios. Nuevas subas por sobre los niveles actuales podrían terminar afectando severamente la rentabilidad del sector con costos asociados en términos de actividad.

Pero, además, creemos que hay una característica adicional en la economía argentina y es que **el coeficiente de importaciones no ha parado de subir desde los últimos 25 años**: prácticamente se duplicó, pasando de 15% del PBI en 1993 a 29% en 2018. La contracara de esto se vio reflejada en las necesidades crecientes de la cuenta corriente para mantener un mismo nivel de producto en la última década. Así, al crecer, la economía choca más rápido con la necesidad de conseguir divisas.

Reestrictión externa
Crecimiento económico vs. Déficit cuenta corriente



Fuente: LCG en base a INDEC



Coefficiente de importación

Importaciones/ PBI, precios contantes

País	1998	2003	2005	2010	2015	2017	Variación coeficiente 1998-2017
Argentina	22%	13%	18%	23%	24%	30%	8 pp
Brasil	9%	7%	7%	12%	11%	11%	2 pp
Chile	21%	20%	25%	31%	30%	30%	9 pp
Colombia	15%	13%	15%	18%	22%	20%	5 pp
Uruguay	21%	17%	21%	25%	26%	24%	3 pp

Fuente: LCG en base a INDEC y Banco Mundial

A su vez, otro de los problemas para realizar el desacople mencionado es que **existen contratos que contemplan mecanismos explícitos de ajustes en los precios a partir de corrimientos en el tipo de cambio. Los más evidentes son los que refieren a las tarifas de los servicios públicos.** Por lo pronto, el precio del gas está denominado en dólares. El gas representa casi el 90% de la matriz energética de nuestro país. Más allá del porcentaje subsidiado (muy poco en gas y todavía mucho en electricidad), subas en el tipo de cambio impactan directamente sobre el componente de generación de las tarifas de gas y electricidad que pagan los usuarios/ industrias; o sobre el gasto público, en el caso de

que el Estado decida absorber las diferencias engrosando la cuenta de subsidios.

Pero también la rentabilidad de las Transportistas y Distribuidoras se garantiza con un ajuste semestral (abril y octubre) a partir de la evolución del IPIM (Índice de Precios Mayoristas), que presenta una alta sensibilidad al tipo de cambio. Así, devaluaciones del Peso inciden sobre las tarifas de una manera indirecta también por esta vía.

El manejo de la rentabilidad de empresas relacionadas con los servicios públicos no debería ser mal visto si se hace de manera criteriosa procurando dejarle un margen para invertir y si son bien controladas por los organismos competentes. Específicamente para el caso de la energía uno podría pensar en la necesidad de una nueva y acabada Revisión Tarifaria Integral dada la estructura oligopólica del mercado. Una revisión acerca de cómo actualizar el costo de transporte y distribución de la energía podrían ayudar a frenar la indexación automática del tipo de cambio a precios claves como tarifas, salarios y bienes no transables.

Por último, **largos períodos de atraso cambiario fueron derivando en la creación de mecanismos implícitos de ajuste de precios post devaluación.** El stress sobre los márgenes de rentabilidad del sector transable en períodos de tipo de cambio real apreciado, provocan que, una vez que la devaluación se desata, se aproveche la situación para recomponer márgenes con aumentos de precios (dado que la nueva paridad cambiaria ahora lo permite en el contexto de competencia internacional). Esta situación podría no ocurrir en economías con desequilibrios menores. Quizá en adelante esto será una cuestión con menor peso relativo.

Como vimos, hay países en dónde esta relación inversa entre el abaratamiento de su moneda y el encarecimiento de los bienes transables de la canasta de consumo no aparece tan clara. Se dice que eso ocurre porque hay un régimen de expectativas inflacionarias que no se altera con las devaluaciones; ese sería el objetivo en Argentina para el mediano plazo. **La imposibilidad de encontrar anclas que funcionen efectivamente como tal sin que sean testeadas constantemente ha impedido estabilizar las expectativas.** Una política monetaria dirigida

a orientarlas, con metas realistas que contemplen ajustes de precios relativos pendientes y con el buen uso de herramientas de control (como el correcto funcionamiento de organismos relacionados a la defensa de la competencia) servirán para tal propósito.

Los efectos sobre las cuentas fiscales

A priori parece que al menos en el frente fiscal un nivel más alto de tipo de cambio es menos conflictivo dado que la incidencia sobre el resultado primario resulta positiva. Es decir, el efecto de la devaluación sobre los ingresos tributarios supera la mayor demanda de gasto, fundamentalmente ligada a los subsidios energéticos.

Del lado de los ingresos, los recursos asociados al tipo de cambio son los derechos de exportación (DE), los de importación (DI), IVA DGA y Ganancias DGA. Los tres últimos están atados a las importaciones, y representan el 70% del total de la recaudación en dólares. Pero sólo los DE y DI van directamente a las arcas del Tesoro; los últimos dos se coparticipan con las provincias.

Para 2019 proyectamos que los DE sumarán casi US\$ 8.200 M. Pero vale recalcar que con el esquema de retenciones establecido el año pasado, las variaciones del tipo de cambio tienen efectos contrapuestos sobre la recaudación de DE. Por un lado, la alícuota de \$ 4 por dólar¹ se licúa con la suba del tipo de cambio; por otro, sube el monto pesificado. Este cálculo incluye el supuesto de un tipo de cambio promedio de \$ 47². Un tipo de cambio 28% superior (\$/US\$ 60) implicará ceder US\$ 1.140 M, pero ganar en total \$ 39.000 M adicionales.

Del lado de las importaciones también es difícil estimar el efecto del tipo de cambio. Con las devaluaciones, las cantidades importadas se ven afectadas tanto por efecto precio (a partir de un tipo de cambio más alto) como por efecto cantidad a raíz de la menor actividad económica que inicialmente sucede a las correcciones cambiarias. Como porcentaje del PBI, entonces, el resultado es ambiguo. Para 2019 proyectamos

¹ \$ 4 por dólar para las exportaciones de productos primarios y \$ 3 por dólar para el resto.

² El dato es consistente con un dólar a \$ 54 a fin de año.

Efecto contrapuesto de la devaluación del tipo de cambio sobre la recaudación de DE

TC \$/US\$ promedio	47.0	60.0
Exportaciones, US\$ M		
Proyección 2019	71,349	
Alícuota de DE, %		
Complejo Sojero (18% + \$ 4/TC)	26.5%	24.7%
Resto Productos primarios (\$4/ TC)	8.5%	6.7%
Demás Exportaciones (\$3/ TC)	6.4%	5.0%
Recaudación (US\$ M)	8,234	7,095
Recaudación (\$ M)	386,728	425,678

Fuente: LCG

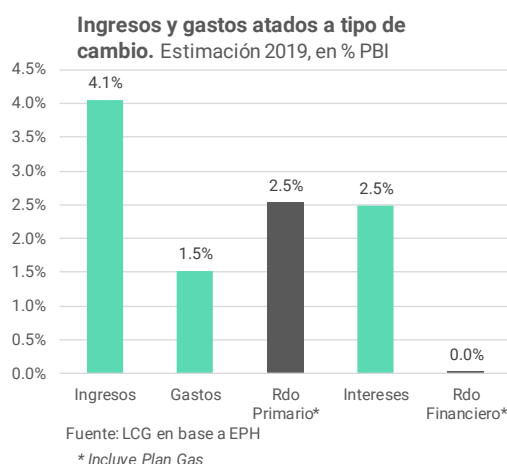
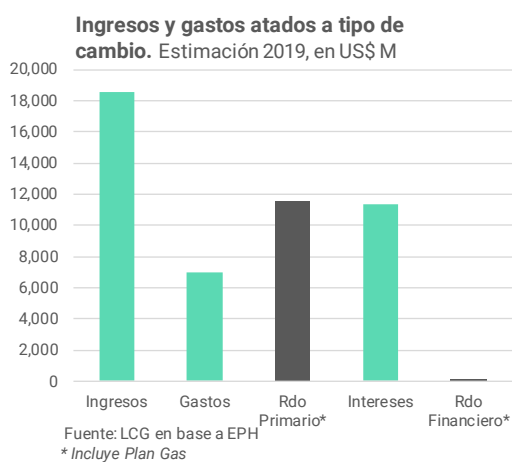
-US\$ 1.285 M
+ \$ 42.756 M

importaciones en torno a US\$ 60.600 M (7% menos que en 2018) y una recaudación agregada de US\$ 19.000 M. De este total, al Tesoro le corresponderá US\$ 10.200 M. Así, **en total este año los ingresos del Gobierno atados al tipo de cambio sumarían US\$ 18.400 M (DE+DI).**

El gasto primario `dolarizado´ estimamos que sumará US\$ 7.000 M este año. De este total, los subsidios corrientes a la energía (ENARSA y CAMMESA), aun considerando el sendero de reducción planteado por el Gobierno, absorben el 80% del total. Los gastos de representación en el exterior suman US\$ 900 M y agregamos a la cuenta los US\$ 600 M destinados al Plan Gas que el Gobierno suele computar `debajo de la línea´, pero que, en última instancia se trata de más gasto. Vale decir, que en el caso de los subsidios el incremento que generaría un tipo de cambio más alto podría evitarse en términos fiscales trasladando el costo en forma parcial y gradual a los consumidores. En este ejercicio asumimos que, en un año electoral como el actual, el Gobierno absorberá este mayor costo.

En total, el resultado primario de ingresos y gastos vinculados directamente a la dinámica cambiaria (incluyendo el Plan Gas) sería positivo en US\$ 11.560 M en 2019, 2,5% del PBI. Es decir, el resultado primario está `largo en tipo de cambio´, y el efecto fiscal neto de una devaluación sería positivo.

Sin embargo, el otro gran rubro del gasto permeable a las variaciones del tipo de cambio es el de los intereses en moneda extranjera. Estimamos que este año deberá afrontar US\$ 11.400 M por este concepto. **Así, cualquiera fuera el escenario de tipo de cambio para lo que resta del año, esta carga de intereses compensa la mejora del resultado primario y opaca los esfuerzos del achicamiento del gasto.**

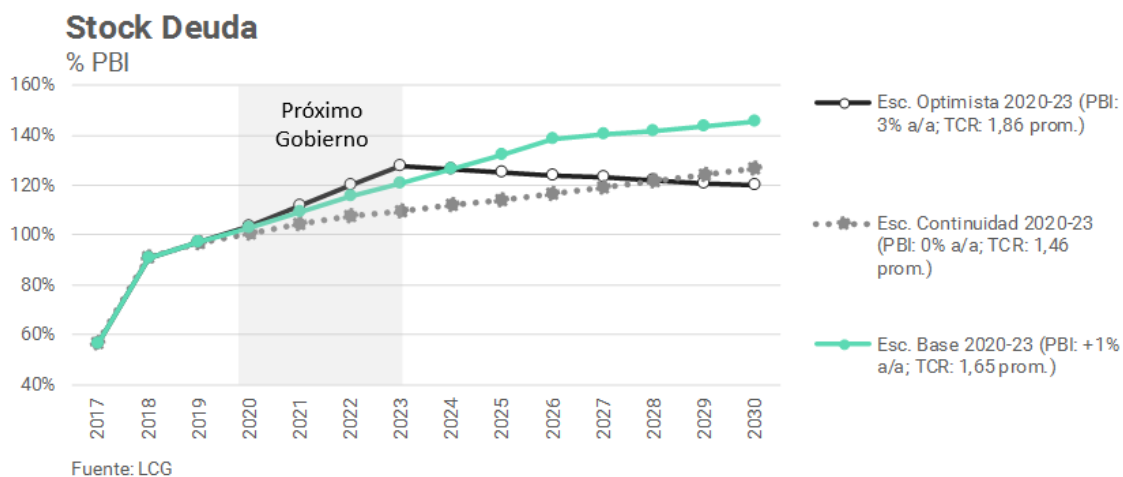


Reescribimos un párrafo de nuestro Informe Mensual N° 110 ("Los efectos de la devaluación sobre la posición externa y fiscal" de junio 2018). *Es interesante resaltar cómo cambio el contexto fiscal frente a la paridad cambiaria en los últimos años. A comienzos de siglo, cuando la imposición de elevados derechos de exportación dominaba en un contexto de superávit comercial, las depreciaciones actuaban como aliciente fiscal, superando el efecto de los subsidios a combustibles e incluso de los intereses dolarizados por deuda. Actualmente, dominan los ingresos dolarizados atados a importaciones, (...) que se caracterizaban, a raíz de esto, por un fuerte miedo a flotar. Con una pesada carga de intereses en moneda extranjera, hoy un dólar más alto significa que el gobierno deberá hacer un mayor esfuerzo para equilibrar su posición fiscal y para estabilizar los niveles de deuda.*

El inconveniente de la trayectoria de la deuda

Aun considerando que la economía pueda recuperar el acceso a los mercados, **un escenario macro que incluya un tipo de cambio real en niveles actuales y bajo crecimiento económico (que, en adelante, llamaremos `de continuidad´) no será suficiente para torcer la trayectoria de la deuda en el largo plazo**, incluso si el riesgo país se ubicara cerca de los 400 bps en promedio en un futuro no tan lejano. **De todas formas, en una visión cortoplacista la opción de atrasar luce tentadora ya que garantiza menores niveles de deuda que escenarios con mayor tipo de cambio.**

Así, es lógico que el próximo gobierno no quiera ir a un esquema de tipo de cambio más alto. Los riesgos son elevados y las ganancias en términos de sostenibilidad de la deuda no se ven en los próximos 4 años. De hecho, al reducirse el denominador por la caída del PBI en dólares, la deuda en relación con el producto sube en forma inmediata. En buena parte eso es lo que ocurrió en 2018. **No obstante, un tipo de cambio más alto que habilite la posibilidad de crecer a un ritmo mayor es la única forma de torcer la trayectoria de la deuda en el mediano plazo.**



Partiendo del nivel de deuda a fines del 2018 del 86%, en caso de continuar con el tipo de cambio real actual y teniendo en cuenta que el crecimiento máximo asociado a ese tipo de cambio es nulo, en promedio la próxima gestión contaría con deuda promedio (creciente) de 105% del PBI. Por el contrario, creciendo un 3% anual con ajuste del tipo de cambio real bilateral a 1,86³ (dic. 2001 = 1, actualmente en 1,46) ese número llegaría a 116%.

La diferencia entre ambos escenarios radica en que, en la foto a largo plazo, 10 años, la relación se invierte. **En el escenario con crecimiento la deuda con relación al producto cae a partir del 2024 mientras**

³ Implica un sendero de recomposición gradual del TCRM hasta recuperar niveles semejantes a los del período 2008-2010 (TCRM= 2, índice base dic-01=1).

que en el escenario `de continuidad´, la deuda crece indefinidamente. Ver gráfico.

Al primer escenario lo llamamos `de continuidad´ y describe a una economía que convivió con atraso y no genera crecimiento en el largo plazo, es decir, lo que ocurrió en los últimos 10 años. Al segundo descripto podemos denominarlo un escenario `optimista´ en el sentido que la readecuación del tipo de cambio permite tener una tasa de crecimiento del 3% promedio. Se podría pensar en un escenario base que sea intermedio con un crecimiento del producto similar al de la población y asociado a un tipo de cambio real que corrige poco más de un 20% del valor actual entre 2020-23 (a razón de 5% por año). Ese escenario que quizás es el base o intermedio que hoy domina el consenso también haría explosiva la dinámica de la deuda.

Respecto a la capacidad de repago, estos ejercicios se basan en el supuesto que existe superávit fiscal primario del 1% a partir del año 2020. Cada punto de superávit sin embargo se traduce en un punto menos de endeudamiento. Lo que es relevante para torcer la dinámica de la deuda es la tasa de crecimiento que creemos que debe lograrse con un tipo de cambio real más alto y por supuesto la tasa de interés, pero esto es exógeno y no parece que vaya a caer por debajo del 4% en dólares que está implícito en el ejercicio.

No hay que perder de vista que los niveles actuales de la deuda son muy elevados. Difícilmente bajo cualquier escenario la economía pueda recuperar acceso a los mercados, **por lo que naturalmente el equilibrio al que tendería la economía es el de un tipo de cambio más elevado.**

En conclusión, no existirán incentivos a transitar a un tipo de cambio más alto para el próximo mandato, pero de todas formas el mercado se encargará de hacer este ajuste. El desafío será transitar este proceso en una forma más ordenada que en las últimas oportunidades. Sería conveniente planearlo para evitar los daños colaterales de las correcciones pronunciadas del tipo de cambio.

**Stock de deuda promedio para los próximos 4 años (2020-23)
según distintas combinaciones de crecimiento económico y ajuste de
TCR bilateral. En % del PBI**

		TCR promedio 2020-23 (índice base dic-01=1)				
		1,46	1,55	1,65	1,75	1,86
PBI real, a/a promedio desde 2020	-3%	114%	119%	125%	130%	136%
	-2%	111%	116%	121%	127%	132%
	-1%	108%	113%	118%	123%	129%
	0%	105%	110%	115%	120%	125%
	1%	103% <i>Esc. 'de continuidad'</i>	107%	112% <i>Escenario 'Base'</i>	117%	122%
	2%	100%	105%	109%	114%	119%
	3%	98%	102%	106%	111%	116% <i>Escenario 'Optimista'</i>

Para concluir

El problema político

Cuando una economía crece hacer política es más sencillo que cuando se achica, simplemente porque repartir ganancias es más simple que repartir pérdidas. A la hora de repartir pérdidas la discusión acerca de si deben ser equitativas o no, por ejemplo, genera tensiones.

Las reformas estructurales pendientes (tributaria, laboral, previsional) requieren un amplio consenso social y madurez política tanto del oficialismo como de la oposición. El costo asociado a estas reformas es evitado sistemáticamente. La alternativa tradicional en nuestro país es corregir los desequilibrios vía devaluación y consecuente recesión. Una salida desordenada tiene la ventaja de empeorar tanto las cosas que las pérdidas se aceptan debido al fuerte debilitamiento que sufre el tejido social. Lo malo es que deja secuelas para la sociedad.

En cambio, hacer equilibrio para lograr ir del actual tipo de cambio a uno más elevado es opción preferible. Generará tensiones, debido a que se está cambiando un precio relativo clave de la economía. Segu-

ramente los salarios en dólares serán más bajos, la rentabilidad en dólares de algunos sectores exportadores aumentará y otros pedirán protección. **Atender a esas necesidades requerirá de un gran consenso**, no sólo de los actores tradicionales, sino de toda la sociedad. Lamentablemente en la actualidad creemos que no existe el espacio para ese compromiso.

Desde abajo hacia arriba es difícil de lograr. Los sectores más amplios necesitan una solidaridad del Estado que este les niega con la política actual. Sin embargo, esto no quiere decir que tengan que tener una actitud completamente pasiva, sino que tendrán responsabilidad para que la transición sea ordenada.

Desde arriba hacia abajo es difícil mientras el diagnóstico no sea el correcto. Actualmente la visión acerca de la economía es demasiado fiscalista y de la inflación únicamente monetarista. El ajuste del gasto lleva al equilibrio público y el sector privado se arreglará con el resto del mundo. En esta segunda premisa es donde se generan problemas, porque en ese 'se arreglará' es donde el tipo de cambio busca nuevo nivel y el sector público tiene la tarea de propiciar este cambio de precios. **El empecinamiento del BCRA en mantener el tipo de cambio bajo para controlar los precios terminará haciendo que este ajuste sea desprolijo.**

Si el país no está preparado para un cambio de precios relativos, difícilmente pueda llevar la solución al problema que realmente está debajo de la superficie. El atraso en términos de productividad será difícil de superar con un catch up vía elección de sectores ganadores (*picking the winners*) porque a fin de cuentas el ganador debería ser el Estado en su conjunto dada su participación en la economía.

Está prohibida su reproducción y la circulación no autorizada expresamente