

¿Podría el Gobierno bajar la tasa de Inflación al 1% mensual a partir de julio? ¿Cuál sería el escenario para las empresas exportadoras en ese caso?

DOMINGO CAVALLO*

16 DE ABRIL, 2016

Resumen

Mi respuesta al primer interrogante es afirmativa. Si el Gobierno prepara un buen plan de estabilización puede lograr que la tasa de inflación se ubique en 1% mensual y tienda a bajar hacia el 0.5% mensual un año más adelante.

Pero no es posible diseñar un buen plan de estabilización si la gente espera nuevos tarifazos y devaluación de la moneda. Por consiguiente, antes de comprometer firmemente la lucha anti-inflacionaria tendrá que diseñarse un plan de realineamiento definitivo de los precios relativos que permita eliminar el costo fiscal de los subsidios a los productores sin agregar puntos adicionales a la tasa de inflación

También deberá partirse de un nivel del tipo de cambio que no sea el resultado de tasas nominales de interés fuertemente positivas en términos de la inflación planeada. Lograr este nivel del tipo de cambio y a partir de allí, asegurar su estabilidad o mejor, su lenta apreciación nominal, requerirá que el 100% del déficit fiscal y de los vencimientos de capital de la deuda pública puedan financiarse con deuda interna o externa. Es importante que esta deuda pague tasas de interés no superiores al 6 % anual (para 10 años de plazo, es decir, no más de 400 puntos básicos sobre la tasa de los Estados Unidos), con tendencia a la baja.

A su vez el Banco Central tendrá que reemplazar totalmente las LEBACs por encajes adicionales y colocación de bonos del tesoro de su cartera, de tal forma de influir sobre toda la estructura de tasas de interés, en pesos y en dólares y de evitar que la tasa de interés en pesos de corto plazo se aleje demasiado de la tasa esperada de devaluación.

Mi contestación al segundo interrogante, es que las empresas exportadoras, de cuya performance depende grandemente la posibilidad de que se reactive rápido la economía, tendrán que extremar los esfuerzos para aumentar la competitividad sin esperar devaluación adicional de la moneda. Esto requerirá no sólo inversiones y administración eficiente por parte de sus directivos y ejecutivos, sino medidas del gobierno claramente enderezadas a aumentar la competitividad, tales como la eliminación: a) de impuestos que aumentan los costos de producción; b) de las regulaciones que restringen la productividad; y c) de las trabas a nuestras exportaciones que imponen los países con los que no hemos negociado aún tratados bilaterales de libre comercio.

Terminar de eliminar subsidios a prestadores sin agregar puntos a la tasa de inflación

Como precondition para implementar el plan de estabilización, las empresas productoras de petróleo y gas deberían recibir precios por sus bienes y servicios alineados con los precios internacionales (CIF en el caso del gas, por estar importándose en el margen y FOB en el caso del petróleo por estar exportándose). En el caso de las empresas de energía eléctrica, agua y transporte los precios percibidos por las prestadoras deberían permitir cubrir los costos variables y dar una rentabilidad del orden del 15% sobre el capital invertido.

Esta precondition es indispensable para que el sector privado comience a invertir en la ampliación de la capacidad instalada en estos sectores de manera de cerrar el

desajuste entre oferta y demanda y asegurar continuidad y calidad de los servicios. El fuerte desajuste fiscal, que tardará en eliminarse, no permite alentar la expectativa de que el sector público pueda reemplazar al sector privado en materia de inversiones en infraestructura y servicios.

A pesar de los fuertes ajustes de precios y tarifas de los cuatro primeros meses del año, las empresas de gas, energía eléctrica, agua y transporte aún no están recibiendo esos precios de los usuarios. Por lo tanto, será necesario mantener subsidios a cargo del Tesoro por aproximadamente 1,5% del PBI.

Terminar de eliminar este déficit significa nuevos tarifazos en el horizonte que obligarían a postergar el lanzamiento del plan de estabilidad, salvo que se encuentre la forma de financiar este déficit, cobrando impuestos a la producción cuyos precios se ubican por arriba de los internacionales, de tal forma que la eliminación gradual de los subsidios e impuestos a los productores signifique un rebalanceo no inflacionario de los precios relativos.

Afortunadamente, dado el bajo precio del petróleo en el mercado internacional, la aplicación de la misma regla de precios al petróleo crudo permitiría cobrar a los productores, que hoy lo venden a 70 dólares el barril, un impuesto de 35 dólares por barril. Argentina produce alrededor de 240 millones de barriles al año por lo que ese impuesto recaudaría más del 1.5% del PBI. Este ingreso permitiría financiar en un 100% de los subsidios a pagar a las empresas de gas, energía eléctrica, agua y transporte.

Este esquema de precios y subsidios, se podría ir modificando gradualmente (bajando al mismo ritmo subsidios y el impuesto al petróleo crudo), con la ventaja de que a medida que aumenten los precios del gas, la electricidad, el agua y el transporte, bajarían los precios de los combustibles líquidos, algo valioso para el aumento de la competitividad de la economía.

El rebalanceo de impuestos y subsidios es una precondition porque permitirá a) reducir en 1.5% del PBI el déficit fiscal; b) remover del horizonte el fantasma de

nuevos tarifazos que agreguen puntos a la inflación; y c) lo más importante, generar un clima de inversión eficiente en los sectores con insuficiente capacidad instalada.

No es una solución políticamente sencilla, porque el lobby conjunto de empresas, provincias productoras y sindicatos del sector petrolero es muy fuerte. Pero el gobierno deberá medir estas dificultades con las mucho más gravosas que pueden llegar a significar la continuidad de las altas tasas de inflación con recesión de los últimos cuatro meses.

Independizar la estabilidad cambiaria de la tasa de interés de las LEBACs

Lograr la estabilización del tipo de cambio nominal de manera creíble y sostenible en el tiempo y que las tasas de interés pasivas se ubiquen levemente por arriba del 1% mensual es un requisito indispensable para que el plan de estabilización sea exitoso.

No existió en Argentina ningún plan de estabilización capaz de reducir la inflación que no haya incluido una primera etapa de estabilización o apreciación del tipo de cambio nominal. Si la gente espera devaluaciones futuras de la moneda, la inflación no logrará bajar. Tampoco lo hará si la estabilidad cambiaria es el resultado de tasas de interés en pesos exageradamente elevadas, porque la gente va a predecir que en algún momento el gobierno tendrá que dejar que bajen las tasas de interés para que no se siga profundizando la recesión y, en ese caso, el tipo de cambio nominal saltará como un resorte.

La política salarial no debería ser un problema. Las paritarias aún en negociación, seguramente lograran por seis meses ajustes que compensen el aumento de los precios de los últimos cuatro meses, pero es muy factible que los ajustes salariales para los seis meses siguientes resulten de una renegociación. En caso de que para entonces la tasa de inflación no supere el 1 % mensual, los aumentos salariales tendrán que adaptarse a la nueva perspectiva inflacionaria.

El financiamiento del déficit fiscal y la política monetaria

Ahora que se ha normalizado la relación financiera con el exterior y será posible colocar nueva deuda para pagar a los holdouts y para atender todos los servicios de la deuda en dólares de la Nación y las provincias, es urgente reactivar el mercado interno de deuda en pesos o en dólares bajo ley argentina, de tal manera de poder colocar letras y bonos del Tesoro (no del Banco Central), por el 100 % del déficit fiscal no financiado desde el exterior, así como por los vencimientos de deuda interna.

Es muy importante que el Banco Central pueda retirar el 100% de las LEBACS reemplazándolas por letras y bonos del Tesoro que tenga o consiga tener en su activo. Apenas el Banco Central logre cancelar los 5 mil millones de dólares que consiguió en Wall Street, pasará a disponer de los 10 mil millones de dólares en bonos cotizables en el mercado, con los que podrá hacer operaciones de mercado abierto. Será muy conveniente que el Tesoro esté dispuesto a ampliar en por lo menos 20 mil millones de dólares adicionales la transformación de la letra intransferible colocada en el pasado en el Banco Central en bonos semejantes a los que se cotizan en el mercado. De esta forma el Banco Central podrá pasar a tener una masa de maniobra adecuada para operaciones de mercado abierto. El stock de LEBACS podrá ser reemplazado por una mezcla de encajes adicionales y bonos del Tesoro.

Las operaciones de mercado abierto con bonos del Tesoro permitirán al Banco Central implementar una política de metas de inflación influyendo sobre toda la estructura de tasas de interés en pesos y en dólares. Esto será posible seleccionando adecuadamente los bonos y letras del Tesoro que comprará o venderá en el mercado secundario en cada momento del tiempo.

Perseguir metas de inflación con las LEBACs como instrumento para influir sobre las tasas de interés puede resultar un bumerang. El único efecto deflacionario

que logran las altas tasas de LEBACs se trasmite a través de la compresión del tipo de cambio nominal, compresión que no convencerá al mercado de que el tipo de cambio se ha estabilizado de manera sostenible en el tiempo. Además, el costo recesivo de la alta tasa de LEBAC se tornará insoportable en pocos meses.

Efecto sobre la actividad exportadora

Paso ahora a contestar el segundo interrogante. Se trata de una pregunta muy relevante porque muchos economistas, incluidos algunos que están en el gobierno, siguen preocupados por la eventual apreciación excesiva del Peso que resultaría de una masiva entrada de dólares al país en la medida que se normalice la relación financiera con el exterior y comience a funcionar fluidamente el mercado de capitales interno.

Esta preocupación es un resabio de la teoría del Plan Fénix que sostiene que el crecimiento de la economía argentina requiere un "tipo de cambio real alto", léase moneda permanentemente subvaluada o salarios en dólares lo más bajo posibles. Si para aventar el posible riesgo de una apreciación exagerada del Peso, la gente sospecha que el gobierno puede apelar a la devaluación permanente de la moneda, procurando sostener un presunto "tipo de cambio real de equilibrio de largo plazo", entonces el gobierno no va a lograr mantener baja la tasa de inflación. Como el gobierno está comprometido a lograr una inflación baja y sostenerla, hay que descartar que pueda volver a revivir la teoría del Plan Fénix, no al menos en los próximos cuatro años.

Pero a su vez, el aumento de las exportaciones y la nueva inversión en los sectores que producen bienes de exportación es un requisito imprescindible para la recuperación del crecimiento sostenido de la economía. Será crucial encontrar formas de aumentar el estímulo a la producción exportable sin que se necesite provocar variaciones en el tipo de cambio, salvo la natural adaptación del tipo de

cambio nominal a las variaciones en los términos del intercambio externo, que pueden provocar tanto depreciación como apreciación.

El alineamiento de los precios de los combustibles a los precios internacionales (que se mencionó en el capítulo de realineamiento general de precios relativos aún desajustados) contribuirá significativamente al aumento de la competitividad por la incidencia del precio del gasoil y del fueloil sobre costos de producción y de transporte de carga. Pero no será suficiente.

A partir de 2002 en adelante, los gobiernos, tanto de la Nación como de las provincias, aprovecharon el fuerte aumento del tipo de cambio real para introducir impuestos indirectos que aumentan los costos de la producción comercializable internacionalmente o reducen sus ingresos. Todas estas decisiones introdujeron un fuerte sesgo anti-exportador en la economía, que se hizo hartamente evidente desde que el tipo de cambio real dejó de ser alto. Sobre todo desde que el cepo cambiario alejó el tipo de cambio oficial del paralelo.

El nuevo gobierno trató de reparar esta situación. Se eliminaron las retenciones a las exportaciones (salvo para la soja) y se reunificó el mercado cambiario pero no se han eliminado otros impuestos muy distorsivos, como los impuestos a los ingresos brutos sobre los insumos de la producción, el impuesto a las transacciones financieras no deducible del IVA, los aportes patronales jubilatorios tampoco deducibles del IVA. Tampoco se han aumentado los reintegros a la exportación que luego de la fuerte devaluación de 2002 fueron fuertemente reducidos.

La principal tarea de una política industrial que aliente las inversiones productivas y la producción exportable consistirá en reducir o, mejor, eliminar completamente, estos impuestos distorsivos. Esta será la contribución de la política pública a la recuperación de la competitividad sin que sea necesario volver a la política de devaluación permanente de la moneda como aliento a las exportaciones.

También ayudará a la competitividad la eliminación de regulaciones improductivas y restricciones a la importación de insumos y bienes de capital

indispensables para permitir la participación de los sectores productores argentinos en cadenas globales de valor.

Otra contribución imprescindible de la política pública es la negociación de tratados comerciales que permitan remover las trabas que hoy encuentran las exportaciones argentinas para acceder a mercados importantes del exterior, no sólo al de Brasil que por el momento no va a ser un gran demandante de exportaciones argentinas.

La reactivación de la demanda interna

La reactivación de la demanda interna sólo podrá lograrse cuando el plan de estabilización remueva las expectativas inflacionarias. Mientras ello no ocurra, la política monetaria basada en altas tasas de LEBACs y la contención del déficit fiscal con simples postergaciones de pagos como se ha venido haciendo desde diciembre, sumado al impacto de los inevitables aumentos de tarifas sobre el ingreso disponible de los sectores medios de la población sólo acentuarán el clima recesivo.

Tener éxito en reducir significativamente la tasa de inflación y conseguir que la gente vea esa estabilización como sostenible en el tiempo es indispensable para que pueda reactivarse la demanda interna. Estabilización y reactivación lejos de ser incompatibles pueden ser complementarias. Pero ello requiere que la estabilización provenga de un cambio de expectativas y no de fuertes restricciones fiscales y monetarias.