

## DEUDA E INFLACIÓN: VOLVER AL FUTURO

Por el Dr. Martín Krause y el Lic. Aldo Abram, directores del Centro de Investigaciones de Instituciones y Mercados de Argentina (CIIMA-ESEADE)

Para la V Cumbre Financiera Argentina de Latinfinance, 18 y 19 de junio de 2008

### El gobierno está reviviendo viejos fantasmas...

Argentina se ha visto beneficiada en los últimos años por los elevados precios de los *commodities*, permitiendo que la economía se recuperara de la profunda crisis de 1999-2002 y avanzara más allá aún. La bonanza que nos llega de Asia pareciera no tener límite, teniendo en cuenta la enorme capacidad de crecimiento con que aún cuentan China e India, al incluir como consumidores a cientos de millones de habitantes ávidos de progreso y de las oportunidades que les ofrecen las lentas pero continuas reformas que van llevando a ambos países a reglas más acordes a una economía de mercado.

Dicha mejora en la situación económica ha llevado a muchos a pensar que los viejos fantasmas del pasado habían sido dejados atrás, que Argentina estaba inmune a una posible crisis internacional y, además, que lo estaba respecto a nuestra propia historia. Lo ocurrido a partir de mediados de marzo, no obstante, ha hecho evidente que esto no es así. Los espectros de la inflación y la deuda se ciernen sobre los argentinos y generan incertidumbre sobre el futuro.

El crecimiento de los precios comienza a acelerarse, el mercado de cambios genera nervios, el problema de la deuda reaparece en escena luego de tan sólo tres años en que supuestamente se obtuviera un alivio a la carga fiscal que impone. Estos son temas muy conocidos por los argentinos y no es de extrañar su reacción. Hemos aprendido a la fuerza cómo proteger nuestro poder adquisitivo y tenemos un sexto sentido para detectar la evolución de los precios más allá de las estadísticas oficiales.

Es cierto que algunas cosas son distintas ahora, respecto a experiencias inflacionarias pasadas: los precios de nuestras exportaciones alcanzan un récord tras otro, el gobierno obtiene un superávit fiscal operativo, el Banco Central cuenta con importantes reservas en divisas. Pero todo esto sigue siendo todavía precario en vistas de las políticas de aislamiento de los mercados financieros internacionales, de constante presión a la demanda y de pésimos incentivos y señales para la inversión, en particular la externa.

## 1. La inflación

### **...creyendo que los argentinos nos enamoramos del peso...**

Dada nuestra historia en la materia, éste es un tema que debe ser tratado con sumo cuidado. Resulta infantil pensar que los argentinos hemos recuperado la confianza en nuestra moneda de la noche a la mañana en virtud de las reformas implementadas a partir del 2002. El aumento de la demanda de dinero local a partir de ese momento estuvo dado por las restricciones a la liquidez luego de que la devaluación redujo en términos reales la cantidad de moneda en circulación que se necesitaba para las transacciones internas. Sin embargo, en ningún momento incrementaron su atesoramiento de pesos porque pensaron que fuera más fuerte que el dólar.

El Banco Central llevó adelante una política de expansión monetaria que no ejercía presión inflacionaria en tanto y en cuanto se incrementara en similar medida que la demanda de dinero. Ésta a su vez era creciente en virtud de la mayor actividad económica en base al aprovechamiento de la capacidad instalada ociosa, por lo que absorbía sin problemas esa emisión. Pero una vez que, a mediados de 2004, la gente empezó a sentirse conforme con el stock de pesos que tenía, el exceso de dinero comenzó a empujar el crecimiento de los precios.

Para entenderlo, preguntémosnos qué es inflación. La respuesta de la mayoría de los economistas es que es la suba generalizada de precios. Ahora, ¿no es raro que todos los mercados de bienes y servicios, de pronto y al mismo tiempo, se vuelvan locos? ¿No será que hay algo común a todos éstos mercados que está andando mal? ¿Y qué es lo que todos ellos comparten? La unidad de cuenta con la que se valoran todos los bienes y servicios de la economía, la moneda, en nuestro caso, el peso.

Es notable, pero cuando uno interroga a un economista sobre qué determina los precios de un bien, desempolva la "oferta y la demanda" y, en forma sencilla, explica como se fijan. Sin embargo, cuando se les pregunta por el valor del peso, u otra moneda, saca complicadísimas ecuaciones y rebuscadas elucubraciones que terminan confundiendo a la gente y a ellos mismos. ¿Por qué digo esto?

Porque, aunque queramos complicarla, el peso es un bien que es demandado por la gente en la medida que es útil como medio de pago, unidad de medida y reserva de valor. Además, en este caso, el productor es el Banco Central de la República Argentina. Si de cualquier bien alguien fabrica más de lo que los consumidores quieren, este baja de precio. Lo mismo ocurre si el Banco Central emite más pesos de los que la gente quiere atesorar. El problema es que la moneda es la unidad de medida con la cual se valúan todos los bienes y servicios de la economía. Por lo que al achicar el "metro", todo lo que midamos con él aumentará de tamaño. Es decir, habrá una suba generalizada de precios que, en realidad, es el reflejo de la baja del valor del peso.

¿Por qué el Banco Central produce más pesos de los que la gente demanda? En primer lugar, por la prioridad que le dan, en consonancia con la política gubernamental, a sostener un tipo de cambio nominal artificialmente alto y, también, a acumular reservas. Sin embargo, hubo momentos, en el último año electoral, que también buscó inyectar liquidez en la economía para incentivar artificialmente el crecimiento. Antes se hablaba de impuesto inflacionario para financiar déficits fiscales. Hoy, este gravamen se usa fundamentalmente para comprar divisas. Si a uno le cobran más impuestos, el poder adquisitivo de su ingreso baja; lo cual es otra forma de explicar la pérdida de capacidad de compra de nuestros pesos debida a la aceleración inflacionaria.

Entonces, si bien la principal función del Banco Central es defender el valor del peso, parece haberla cambiado por la de defender el valor del dólar. Mientras la moneda estadounidense se desplomaba en el mundo, lo que genera mayor inflación internacional, nuestra autoridad monetaria siguió esta depreciación la moneda local, aumentando su oferta para comprar divisas e incentivando la inflación.

En otros países, como Brasil, o en la Euro-zona, sus bancos centrales decidieron preservar el valor de sus divisas, es decir el poder adquisitivo de los sueldos y ahorros de sus ciudadanos. Por lo tanto, en la medida que el dólar caía a nivel internacional, dejaban que bajara el tipo de cambio local. Por supuesto que sus tasas de inflación son de tres o hasta cinco por ciento, y no de más de 20% interanual como en la Argentina.

Cabe aclarar que, aunque restringida por el resultado de su balance, la autoridad monetaria tiene la posibilidad de sostener el tipo de cambio moderando el impacto inflacionario. Esto lo puede hacer sacando, con deuda

remunerada propia (LEBACs, NOBACs y pases pasivos) del mercado parte de los pesos que emitió para comprar dólares.

Sin embargo, algunos argumentan que bajar la inflación enfriaría la economía, lo cual se puede demostrar que es un mito. En 2005, año electoral, la fuerte emisión monetaria generó una aceleración de los precios que casi duplicó la variación del año anterior. Consciente de esto, desde febrero de 2006, el Banco Central empezó a reducir el ritmo de crecimiento de la cantidad de moneda que colocaba en el mercado y la inflación pasó del anterior 12,3% a un 9,6%. Sin embargo, el ritmo de crecimiento de la economía no fue mucho mayor en 2005 que en 2004. Tampoco fue mucho mayor el incremento del nivel de actividad en 2007 (otro año electoral) respecto del de 2006, a pesar que la inflación casi se duplicó entre ambos períodos.

Ahora, supongamos que, en vez de intervenir el INDEC para “dibujar” una inflación de 8,5% en 2007, el Banco Central se hubiera comprometido a lograrla verdaderamente; pero manteniendo la política de sostén del tipo de cambio y aumentando las reservas a igual nivel que terminó el año pasado. Hubiera podido incrementar mucho menos la oferta de pesos, que incentivó algún aumento artificial de la demanda interna. Por lo tanto, hubiera tenido que colocar deuda remunerada propia retirando la moneda excedente que usó para adquirir divisas.

De esta forma, se hubiera moderado el aumento del gasto doméstico y, por ende, también lo que hubiera producido nuestro sector privado para proveerlo. Sin embargo, el impacto en el incremento del PBI hubiera sido de no más de medio punto porcentual. Es decir, en 2007, con más de 18% de suba de precios, la Argentina creció 8,7% y, con 8,5% de inflación, lo hubiera hecho en alrededor de 8,2%. ¿Valió la pena?

No; ya que, a más inflación, mayor incertidumbre y menor posibilidad de planificar y de invertir. Por lo tanto, hemos perdido muchísimo más crecimiento futuro. En términos electorales, fue un buen negocio; pero pésimo para el bienestar de todos los argentinos en el mediano plazo.

Conclusión, también se demuestra que es otro mito el pensar que para bajar la inflación hay que subir la tasa de interés y que eso no resulta en economías, como la Argentina, cuyo financiamiento bancario es reducido respecto a su demanda interna. No es que, para bajar la inflación, se sube la tasa para bajar el gasto doméstico restringiendo el crédito. En realidad, se emiten menos pesos

para comprar dólares; lo que hace necesario colocar más deuda del Banco Central y eso presiona al alza de la tasa.

Por otro lado, si bien la autoridad monetaria siempre tiene los instrumentos necesarios para contener la suba de precios, el gobierno puede ayudarla a sostener el tipo de cambio. Usualmente, este último aumenta fuertemente ante situaciones de crisis que motivan a los ciudadanos e inversores a buscar cobertura del riesgo argentino comprando divisas extranjeras. Por lo tanto, el poder adquisitivo de estas debe aumentar en términos de todos los bienes y servicios argentinos. A su vez, para “fugar capitales” (en el colchón, cajas de seguridad o en el exterior), se reduce la demanda interna incrementando las exportaciones y reduciendo las importaciones. Por lo tanto, se genera la oferta de moneda fuerte demandada.

Ahora, el objetivo de todo país es salir de las crisis en las que entra. Por ende, en la medida que se hacen las cosas que permiten reestablecer la confianza, la gente empieza a demandar menos dólares para “fugarlos” y disminuye su ahorro revirtiendo el proceso anterior. De esta forma, el poder adquisitivo de las divisas externas en el mercado interno debería empezar a caer (merma del tipo de cambio real) y la única forma de que no lo haga es que alguien compense la caída de la demanda de moneda extranjera del sector privado. En la Argentina, este rol lo tuvo el Banco Central, con la ayuda del gobierno, que desde 2004 viene mermando su colaboración. No por el aumento del gasto; ya que si se financia con recursos tributarios, pues al sacarle al ciudadano para que gaste el Estado, cambia la composición, pero no varía el total de la demanda. Es decir, en realidad solo afecta los valores relativos de los bienes y servicios. El gobierno sí puede ayudar incrementando su ahorro y comprando divisas para pagar vencimientos de deuda o ahorrarlas en el exterior o en el Central; ya que eso facilita la tarea de este último de sostener el tipo de cambio nominal. Sin embargo, desde un 4% del PBI de ahorro primario en 2004, el gobierno ha ido reduciendo su superávit para enfrentar vencimientos de deuda hasta cerca de un 2% del PBI en 2007. De esta forma, la mayor parte del esfuerzo para sostener el valor del dólar terminó quedando en manos del Banco Central.

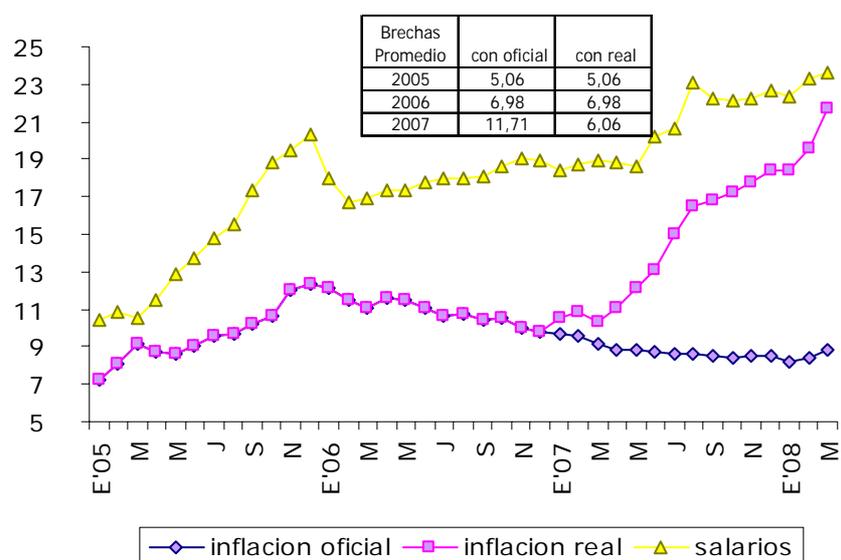
**...sin contemplar los problemas de cálculo empresarial que generan tanto a consumidores como productores...**

Por otro lado, niveles altos de inflación (como los verificados desde 2005 y que aceleraron a más de 22% en lo que va de 2008) dificultan las posibilidades de las empresas de planificar; por lo tanto, tienen un impacto muy negativo sobre la inversión. De esta forma, queda claro que la inflación puede resultar un buen negocio para el crecimiento de corto plazo; pero muy malo para la performance económica futura. Es así que se cae este mito y se puede concluir que la inflación alta, en realidad, es la que enfría la economía en el largo plazo

Otro problema relacionado al aumento de precios es el intentar controlarlo "rompiendo el termómetro". Es decir interviniendo el organismo que elabora los índices y publicando cifras que muestran una baja que no refleja la realidad. Por ello, no es raro que las negociaciones salariales en marcha parezcan tan conflictivas. Es posible que los empresarios y los gremios puedan ponerse de acuerdo sobre cual debería ser el aumento real del poder adquisitivo del salario. Es decir, cuánto debería subir sobre lo que varíe la inflación, pero ¿cuál inflación? La del gobierno fue 8,9% en 2007 o la que manejan los medios y la gente, por ende los sindicatos, que llega a 25%. ¿Cómo se concilia una diferencia de más de 16 puntos porcentuales? Imposible. Es más, siendo generosos, podríamos tomar algunas otras estimaciones privadas que ubican la suba de precios en algo más de 22% (CIIMA); pero, aún así, la diferencia sería de 13 puntos porcentuales.

Las estadísticas que publican agencias gubernamentales independientes del gobierno nacional, como las de los gobiernos de las provincias de San Luis y Santa Fe, muestran que los precios al consumidor aumentaron un 4% en el mes de marzo y alrededor del 25% en los 12 meses hasta entonces.

*Cuadro 1*  
**INFLACIÓN Y SALARIOS**  
 Variaciones porcentuales interanuales



*Fuente: CIIMA-ESEADE en base INDEC y estimaciones propias.*

Este problema no solamente lo tienen quienes deberán negociar salarios, sino también los que deben discutir pagos futuros, alquileres, tasas de interés, etc. Cuando la credibilidad del INDEC estaba intacta, todos nos remitíamos a sus cifras y la discusión se terminaba, ahora esta posibilidad no existe más. No sólo eso, se ha puesto en duda la confiabilidad de otros indicadores, incluso se ha perjudicado el funcionamiento de los relevamientos de algunos como el de empleo, que le era favorable al gobierno. Todo para que en el gobierno puedan irse a dormir tranquilos luego de haber leído esta nueva versión del diario de Irigoyen.

Un "beneficio" real para el gobierno es que al "dibujarse" a la baja el IPC, se disminuye artificialmente el índice CER que lo toma como base. Este último es el factor de actualización de 39% de la deuda pública nacional; por lo que, cuánto menor proporción de la suba de precio real representa el indicador oficial, mayor la quita que se le hace a los tenedores de esos papeles. Sin embargo, este supuesto ahorro ha llevado a que el gobierno pierda un instrumento de posible financiamiento, papeles en pesos actualizados por CER, y a perder credibilidad, es decir posibilidades de crédito. El costo de esta "avivada" se está haciendo notar en las dificultades para obtener

financiamiento para el sector público, lo que seguramente se agravará sustancialmente si se registran períodos de mayor escasez de financiamiento internacional.

A esto debe sumársele que, cuando alguien quiere realizar una inversión importante en la Argentina, hace una evaluación de su posible evolución futura en base a los datos oficiales y estimaciones que surgen de estos. Por lo tanto, si los primeros no son confiables, el resultado de la evaluación tendrá un mayor grado de incertidumbre. Para cubrirse de este mayor riesgo, el empresario exigirá al proyecto una mayor tasa de ganancia. Esto genera dos perjuicios para el país. Uno, si el rendimiento del proyecto es más bajo que el riesgo que tiene que asumirse para obtenerlo, no lo hará y el país habrá perdido producción, puestos laborales y bienestar. Por otro lado, si logra igual ser conveniente y se realiza, la mayor ganancia que debe llevarse el emprendedor implicará una menor porción de "torta" para el resto de la sociedad.

**...mientras la confianza de los inversores es vapuleada con la manipulación de los índices, controles de precios y utilización de legislaciones de dudosa vigencia para presionar a los empresarios...**

Un claro ejemplo de esto es el uso que hace el gobierno de la ley de Abastecimiento (Nro. 20.680 de 1974). Si bien hoy se discute si esta norma está vigente o si ha quedado suspendida, en realidad fue severamente acotada por el Decreto 2284 de 1991. En 1993, este instrumento fue ratificado por el Congreso de la Nación mediante la ley 24.307 e implicó la liberalización de vastos sectores de la economía.

De hecho, en 2002, ante un decreto del entonces presidente Duhalde, la Procuración del Tesoro dictaminó que la norma no estaba vigente; ya que lo único que el decreto, y luego la ley que lo ratificó, habían dejado activo era el inciso C del artículo 2. Por lo tanto, el Poder Ejecutivo para disponer de las excesivas facultades que figuran en el resto de la ley de Abastecimiento debe contar con la previa declaración, por parte del Congreso Nacional, del "estado de emergencia de abastecimiento". De otro modo, no puede usarlas.

Algunos funcionarios pretenden justificar su utilización en la ley de Emergencia Económica sancionada a principios de 2002. Sin embargo, en ningún lugar del texto de esta normativa se hace mención a una emergencia de

abastecimiento ni a la restitución de las facultades suspendidas de la Ley de Abastecimiento.

A pesar de esto y basada en esta última Ley, se emitieron resoluciones del Ministerio de Economía que: i) prohibieron retroactivamente la venta de un nuevo tipo de gasoil cuya comercialización estaba avalada en la normativa hasta entonces vigente; ii) se pusieron precios máximos a la venta de carnes y hacienda en pie (art. 2 inc. a, Ley de Abastecimiento); iii) se obligó a las empresas petroleras a vender combustibles a pérdida (art.2 inc. d, Idem); y iv) se les impusieron multas por el incumplimiento de la resolución antes comentada (art. 4, 5 y 6). Por último, ahora amenazan con prisión (que puede ser de 90 días, art. 5 inc. b, a 4 años, art. 5 inc. j de la Ley de Abastecimiento) a directivos de una petrolera por no proveer suficiente combustible a sus estaciones de servicio al precio que digita el gobierno (art. 4, Idem).

## 2. La deuda

**...y a solo tres años de la restructuración la Argentina aparece con una deuda similar al momento del default...**

Los argentinos no hemos prestado mucha atención al tema de la deuda. No nos preocupó mucho del default y menos aún la restructuración que redujo en tres cuartas partes los activos de nuestros acreedores (entre los cuales los mismos argentinos se encontraban en primer lugar).

Ahora sucede que tan sólo tres años después de ese recorte, que convirtiera a la Argentina en un paria de la comunidad financiera internacional, la deuda pública supera el nivel que alcanzara en la crisis de 2001. La deuda externa durante el último año del gobierno de Fernando de la Rúa era equivalente al 54% de PBI (144.222 millones de dólares), hoy ha superado esa cifra (144.728 millones de dólares) y supera a la anterior en términos de PBI, 56%. ¿Por qué la deuda actual, siendo un monto similar, es un porcentaje mayor del PBI que en 2001, siendo que la economía ha crecido a altas tasas durante los últimos años? Esto se explica por la devaluación profunda de nuestra moneda que redujo el PBI en dólares en un monto que recién ahora estamos alcanzando a recuperar.

**Pero por otro lado, si incluyéramos el monto de deuda que Argentina aún debe a los llamados *holdouts*, la deuda crece a unos 170.000 millones de dólares, un 67% del PBI.**

**...con necesidades de financiamiento y problemas de acceso a mercados que generan nuevas dudas...**

Además, vemos que las necesidades de financiamiento del gobierno en los próximos años llevaron a la gestión anterior a considerar la posibilidad de un canje voluntario pero nuestras características de "defaulteador" crónico afecta las posibilidades de obtener dicho financiamiento. Entre otros bonos, el gobierno hubiera intentando reprogramar el vencimiento de los así llamados "Préstamos Garantizados", pero resulta ahora que el juez Griesa, en Nueva York, ha embargado una cuenta que tendría un monto aún indeterminado pero importante, de Bonos Globales, los que actúan como garantía de los Préstamos Garantizados, generando un escollo tal vez insalvable para dicho canje.

Como muestra el Cuadro 2, el gobierno tiene que cancelar o renovar este año 8.500 millones de dólares de deuda, a los que se le suman 6.100 millones de dólares de intereses, o sea un total de 14.600 millones. Casualmente, también son 6.100 millones de dólares los que necesitará financiar el Tesoro luego de cubrir el resto con el superávit primario (7.300 millones), adelantos del Banco Central (1.500 millones), desembolsos de organismos internacionales (600 millones) y recuperos netos de provincias (600 millones).

Estos fondos se espera que puedan obtenerse por medio de colocaciones en el mercado con una mayor participación de inversores domésticos (3.600 millones) pero habrá también colocaciones directas en otras agencias del sector público y los bonos que compra Venezuela (lo previsto son alrededor de US\$ 2.000 millones).

**...deteriorando notoriamente la calidad de los activos del sistema jubilatorio o consolidando la relación con Chávez, a quien no podemos criticarle que expropie empresas argentinas, no sea cosa que no nos compre bonos...**

Dentro de un escenario sin una crisis internacional de magnitud, es probable que el gobierno pueda conseguir esos fondos (la Estrategia y Programa Financiero 2008 estima que el mercado tendría unos 20.400 millones disponibles para invertir, lo cual, por supuesto, no quiere decir que esté dispuesto a invertirlos en bonos públicos). Esto genera las tensiones ya mencionadas, pues el superávit fiscal se obtiene con una exacción fiscal al agro y se pone en riesgo el ahorro de los ciudadanos con las colocaciones directas en otras agencias del sector público. Según la Secretaría de Finanzas, se colocaron bonos por 1.700 millones de dólares en agencias como ANSES, Banco Central o AFIP durante 2007.

También mencionamos los problemas que trae la continua asociación con Chávez, en una deuda que resulta más cara que la de los repudiados organismos internacionales de crédito. En los últimos tres años el líder del socialismo del siglo XXI nos ha comprado 6.416 millones de dólares entre Boden 2012 y Boden 2015.

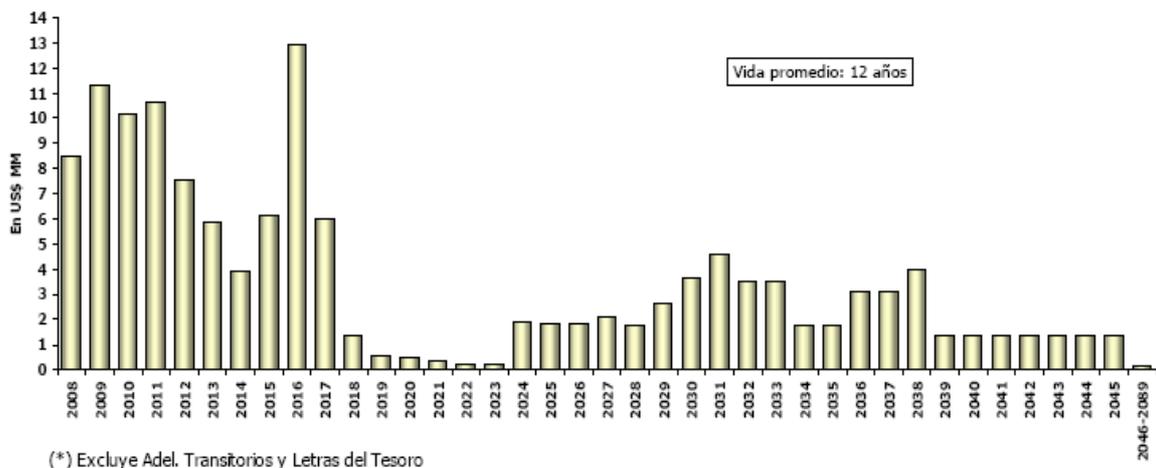
Pero la situación es estrecha hacia el futuro, ya que las necesidades de financiación son estimadas en 11.800 millones en 2009 y 10.500 millones de dólares en 2010. De allí el intento de realizar un canje voluntario para extender

el perfil de vencimiento o de vaciar las cajas de cuanto organismo público que tenga fondos ociosos.

Teniendo en cuenta una potencial crisis internacional la intención no es errónea. Incluso si pensáramos que resulta justo extender los pagos para que los costos de la crisis no los pague siempre la misma generación. Sin embargo, la Argentina iría a un canje tres años después de haber reestructurado toda su deuda del cual todavía tiene pendiente de resolución a un gran número de bonistas que reclaman más de 28.000 millones de dólares. De hecho, no solucionar este problema ya le ha ocasionado dificultades que podrían poner en problemas un canje de tal naturaleza

*Cuadro 2*

**PERFIL DE VENCIMIENTOS DE CAPITAL DE LA DEUDA PÚBLICA**



*Fuente: Ministerio de Economía, Estrategia y Programa Financiero 2008*

Suele decirse que la situación argentina es mejor debido a que la relación de la deuda con las exportaciones o con las reservas del Banco Central es ahora mucho mejor que en 2001, pero es necesario comprender que los vencimientos de la deuda no se pagan con los ingresos por exportaciones (estos pertenecen a los exportadores y la deuda al gobierno), ni tampoco con

las reservas del Banco Central, que ya están ocupadas en dar respaldo a la moneda local (así y todo con los problemas antes vistos).

Parece que esos datos no convencen mucho a los mercados. La desconfianza castiga a los bonos argentinos, en particular a los emitidos en pesos con capital ajustable por el índice de inflación, y esto ha llevado incluso a que el Banco Central a comprarlos para sostener su precio. La manipulación de los precios y la desconfianza sobre la situación financiera futura incluso hacen caer al cupón atado al PBI pese a que se descuenta que la economía seguirá creciendo en los próximos meses. Los *Debt Default Swaps* a dos y cinco años incrementan sus primas reflejando las preocupaciones sobre un nuevo default en el mediano plazo.

### **...mientras Brasil alcanza el grado de inversión...**

Mientras el gobierno argentino demuestra su cercanía al Presidente Chavez, mantiene silencio ante la expropiación de Sidor, quizás con el objetivo de conseguir que nos siga comprando bonos a una tasa del 13% anual. En tanto, nuestro vecino Brasil, gobernado por otro socialista que parece ser más del "siglo XXI", ha alcanzado el grado de inversión, recibe más de 30 mil millones de dólares de inversión extranjera al año y acaba de colocar un bono por 500 millones de dólares a 10 años a una tasa del 5,3%. El costo de no poder acceder a los mercados internacionales de capitales, en particular por tener pendiente todavía la solución del problema de los *holdouts*, no es menor.

### 3. El boom de los *commodities* y una potencial crisis internacional

**...en momentos en que el país recibe los mejores precios de sus exportaciones de su historia...**

Sin embargo, es necesario destacar que el auge de los precios de los *commodities* tiene dos causas: una saludable y otra peligrosa, o una "real" y la otra "monetaria". La primera es la ya mencionada antes y que tendrá un, mayor o menor, impacto duradero en el largo plazo, un aumento de la demanda real por un mayor consumo en el Este de Asia. A la segunda, no obstante, no se le presta tanta atención y, sin embargo, está en la raíz de los problemas que presenta la economía mundial actualmente, en particular los Estados Unidos y su moneda que actúa como medio de intercambio y unidad de cuenta global.

La política monetaria implementada desde hace años por la Reserva Federal genera un ciclo económico expandiendo la economía norteamericana al tiempo que infla burbujas que cada tanto explotan. Estas burbujas pueden presentarse en los mercados bursátiles inflando los índices de acciones como fuera con la crisis de las "punto com" a finales de los '90, o puede ser en los mercados inmobiliarios como sucede actualmente en Estados Unidos. Esto, como veremos, es sólo la punta de un iceberg de un problema mucho mayor.

La respuesta de la Reserva Federal a estas caídas de los activos financieros y ante un posible impacto negativo en el nivel de actividad fue redoblar la apuesta en términos de aumentar la liquidez. Ante el estancamiento económico de 2000 y la amenaza de una recesión, la Fed llevó la tasa de interés a niveles de 1%, con el objetivo de fomentar la demanda interna. Al mismo tiempo, el gobierno de EE.UU. revertía el superávit fiscal y entraba en una etapa de creciente déficits presionando con su demanda en el mercado de crédito. Pronto el gasto doméstico reaccionó positivamente e impulsó al alza del nivel de actividad; lo que reactivó la demanda de financiamiento del sector privado. Todo esto presionó al alza de las tasas de interés del mercado; pero, en su compromiso de mantener baja la tasa de interés, la Fed realizó una activa política de mercado abierto inundando de dólares el mundo.

Lamentablemente, el exceso de oferta de moneda estadounidense se empezó a notar en los mercados que, saturados, empezaron a depreciar su cotización. En principio, el impacto se notó en el valor de los activos financieros y de los bienes comercializables, particularmente el oro como bien especulativo. Poco a poco, empezó también a impactar en los precios domésticos. Si bien a partir de 2004 la Fed implementó una gradual política contractiva, las preguntas a resolver son: ¿En qué medida no fue demasiado lenta y exigua la suba de la *Federal Funds Rate*? ¿No se habrá detenido y revertido antes de tiempo?

Hoy crece el temor por la explosión de la burbuja inmobiliaria en Estados Unidos y al ajuste crediticio que produce, pudiendo derrumbar esa economía. Será muy difícil que el resto del mundo pueda evitar sus consecuencias, más teniendo en cuenta que también vivió los efectos de los excedentes de liquidez generados.

Para muchos, la burbuja inmobiliaria es el resultado de la expansión crediticia generada por la Reserva Federal y de la falta de regulaciones adecuadas. Esto lanzó miles de millones de dólares hacia la compra de viviendas por parte de acreedores ahora llamados "*subprime*", en otras palabras, con escasas posibilidades de repago en cuanto las condiciones cambiaran un poco. Cuando estos comienzan a no pagar el castillo de naipes se desmorona, la desconfianza se generaliza, ahora con la nueva incertidumbre que genera la poca experiencia con el uso de derivados de hipotecas, con lo que nadie sabe a ciencia cierta cuánto riesgo "*subprime*" realmente posee cada banco. Esa desconfianza genera una corrida contra algunos bancos; Bear Stearns, el quinto banco de inversión en Estados Unidos tuvo que ser rescatado de su seguro colapso. La caída del valor de los activos y del capital de los bancos, incluso pese a la infusión proveniente de los "fondos soberanos", podría llevar a la contracción crediticia, y ésta a la recesión, un escenario ya anunciado por muchos analistas.

Comenta The Economist: "Ahora que la crisis crediticia ha golpeado al corazón de Wall Street, los funcionarios políticos enfrentan la amenaza de catástrofe con algunas maniobras extraordinarias. El 18 de marzo, la Fed rebajó drásticamente las tasas de interés por 75 puntos básicos, encima de recortes importantes en los últimos meses. Está también destruyendo su libro de normas sobre instituciones financieras en problemas. A medida que se completaba el *take over* de Bear, extendió sus préstamos a través de la

ventanilla de descuentos, usualmente reservada a bancos comerciales, a todos los operadores de bonos; por primera vez los bancos de inversión tienen un prestamista de última instancia (aunque fuera demasiado tarde para Bear).

**Todo esto subraya cómo, lo que pareció comenzar como un problema controlable en una parte del mercado de hipotecas amenaza ahora la integridad del sistema financiero de Estados Unidos".** (negrita nuestra).<sup>1</sup>

De acuerdo con esta visión, la Reserva Federal sale a apagar el incendio bajando la tasa de interés nuevamente de 5,25 en Septiembre de 2007 a 2,00%, un relajamiento monetario nunca visto en tan poco tiempo.

Sin embargo, las cosas se ponen peor para el marco internacional en el que se mueve la Argentina cuando uno se pregunta si esta tendencia de los inversores a asumir un riesgo excesivo estuvo restringida al mercado hipotecario e inmobiliario de los EE.UU. La respuesta surge con claridad cuando uno analiza la caída a niveles récord de los riesgos país de las economías emergentes, incluso de las que recientemente enfrentaron un default o amenazaban con caer en uno. También, la observamos en los niveles históricos, medidos en dólares, que alcanzaron los precios de los activos bursátiles en casi todo el mundo. El exceso de liquidez alcanzó a todos los mercados, lo cual no es raro; ya que la flexibilidad monetaria de la Fed, en mayor o menor medida, fue seguida por la mayoría de los bancos centrales. Por ello, tampoco extraña que sean pocos los países que hayan logrado salvarse del incremento de las presiones inflacionarias que actualmente se observan alrededor del planeta.

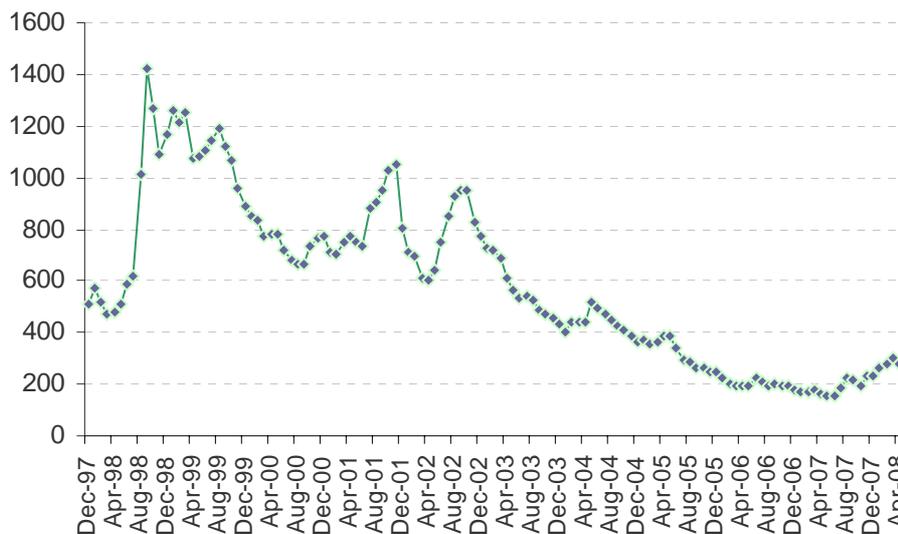
---

<sup>1</sup> The Economist, March 22nd, 2008, p. 81.

*Cuadro 3*

**MERCADOS EMERGENTES: EMBI+**

*En puntos básicos*



*Fuente: CIIMA-ESEADE en base a CBONDS*

Por ende, se podría llegar a la conclusión de que el estallido de la “burbuja” empezó por el sector hipotecario de EE.UU.; pero simplemente porque fue el que más se había “inflado”. Si esto es así, la caída deberá ser acompañada por todos los demás mercados que se vieron artificialmente impulsados por los excesos de liquidez.

En tanta abundancia de financiamiento de la demanda internacional, no es raro que las economías del mundo hayan presentado tasas de crecimiento relativamente altas comparadas con décadas pasadas. Aún en regiones otrora postergadas como África o América Latina. Por lo tanto, cabe una nueva pregunta, ¿cuánto de este crecimiento fue artificialmente generado por la “exuberancia” de liquidez? Pues, lamentablemente, todo lo que haya crecido por este impulso artificial deberá ajustar en el futuro.

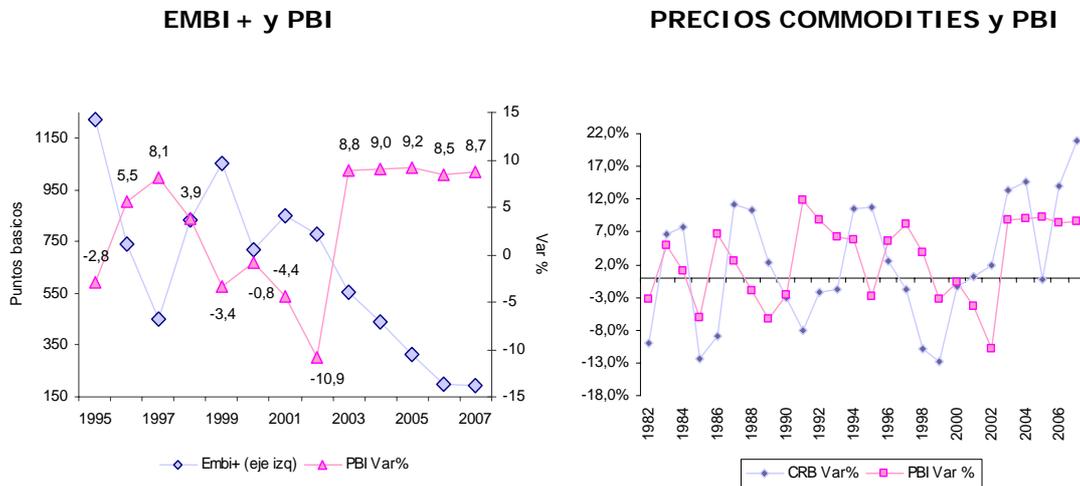
Si el diagnóstico es este, la fuerte baja actual de la *Federal Funds Rate* podría no ser agua precisamente para combatir el incendio, sino combustible. Se correría el riesgo de, por tratar de evitar lo inevitable, terminar postergando el ajuste económico y de los mercados a costa de profundizarlos. O aún peor, meter a los EE.UU. en un escenario de "estanflación", del cual será sumamente costoso salir, generando una crisis internacional de niveles imprevisibles.

En el marco descripto: ¿Podrán las restantes economías del mundo esquivar o morigerar los ajustes económicos, financieros y de mercados que se vienen? Sean estos frutos de una crisis leve o de una de proporciones.

**...y se insiste en pensar en la teoría del desacople de la situación internacional...**

Muchos analistas, mirando el lado "real" o "positivo" del ciclo alcista de los precios de los *commodities*, piensan que incluso si Estados Unidos cae en una recesión los precios se sostendrían igual y la Argentina podría eludir la tormenta. Pero eso significa mirar la situación exclusivamente desde la óptica del balance comercial, desde el impacto que pueda recibir el país en sus ingresos por exportaciones. Sin embargo, las crisis argentinas que llegaron desde el exterior, no tuvieron que ver tanto con los flujos de comercio como con los flujos de capital. Se demuestra que las situaciones de incertidumbre internacional incrementan el riesgo de las carteras de inversores llevándolos a buscar posiciones más líquidas y a abandonar las inversiones más "pesadas". De esta forma, se genera un desfinanciamiento de la demanda mundial que, en definitiva, merma y provoca, meses después, la caída del comercio y de los precios internacionales.

Cuadro 4



Fuente: CIIMA-ESEADE en base a CBONDS, INDEC y Commodity Research Bureau.

Hay algunos datos que es necesario tomar en cuenta: en el segundo semestre de 2007, donde coincidieron las elecciones presidenciales y el comienzo de la crisis internacional se produjo una salida de capitales de 3.960 millones de dólares revirtiendo una tendencia muy positiva de la primera mitad. La remisión de utilidades de las empresas extranjeras (6.112 millones de dólares) superó holgadamente su reinversión de utilidades (1.556 millones), e incluso superaron el monto total de inversión extranjera directa en el país (5.720 millones).

Otro dato. Hoy el riesgo país de Argentina duplica al de Brasil, cuando a principios de 2007 eran similares. Es lógico, el aumento del riesgo internacional potencia el local y la Argentina nunca dejó de ser un país que genera altísima incertidumbre; aunque antes se disimulaba con la abundancia de liquidez internacional.

Uno de los motivos es que el gobierno actúa como si la bonanza internacional pudiera durar por siempre. Las políticas económicas implementadas no han servido para aprovechar la oportunidad de estos años de prosperidad para consolidar la economía y minimizar las consecuencias de una futura crisis internacional.

Es cierto que, por primera vez en mucho tiempo, se priorizó mantener altos niveles de solvencia fiscal. Sin embargo, el problema es cómo. El fuerte aumento del gasto público fue financiado con niveles de presión tributaria récord histórico y, en particular durante el electoral 2007, se ha consumido buena parte del superávit fiscal que hubiera permitido generar un fondo de reserva que proteja de la crisis. Sin este colchón, el país va a necesitar financiamiento para cumplir con los vencimientos de los próximos años. Las alternativas con las que cuenta son las siguientes:

- a. La primera es la que ya ha aplicado el nuevo gobierno: aumentar más aún la presión fiscal a los productores agrícolas locales, quienes padecen el castigo de ser eficientes. Está claro que esta alternativa tiene riesgos y un alto costo que el gobierno ya ha sufrido a partir de la protesta agrícola del mes de marzo y que aún continúa. El criterio de "desendeudamiento", es decir, cancelar más deuda de la que se renueva para reducir el volumen total, es correcto, pero este es un esfuerzo que deben pagar sucesivas generaciones, no concentrado ahora y en algunos pocos. Además, tampoco es lógico que todo el esfuerzo se cargue sobre el contribuyente y el Estado siga aumentando fuertemente su gasto.
- b. La segunda es apoyarse más en un socio inestable como es Chávez. Si bien éste no impone formalmente condicionamientos para la política económica, sí lo hace de facto en cuanto a las relaciones internacionales. Esto condiciona la percepción que la comunidad internacional tiene de Argentina y conlleva una pérdida de inversiones extranjeras directas.
- c. La tercera es recuperar el acceso a los mercados internacionales, para lo cual es necesario ser un país creíble. Esto no se obtiene de la noche a la mañana y los incumplimientos argentinos ya son historia repetida. De hecho, la última fue en 2007, con la quita implícita en "dibujar" una inflación más baja que se usa para calcular el CER, lo cual es una quita a los bonos que actualizan por este índice. Nunca se va a lograr recuperar la credibilidad, es decir el crédito, si no se comienza por resolver los temas pendientes que ya señalamos en el trabajo anterior: Club de París, *holdouts*, CIADI.

En síntesis, si la crisis internacional llegara a desencadenarse el impacto sobre la Argentina llegaría por el lado de la pérdida de confianza (que en forma incipiente ya muestra) y su reflejo en la salida de capitales. Se generarían dudas respecto a la capacidad de pago de Argentina, las cuales no se

calmarían con mayores bonos venezolanos o más altas retenciones. Por el contrario, cualquiera de estas dos salidas podría generar más problemas.

Si bien es cierto que el Banco Central cuenta con un nivel de reservas récord, también lo es que esas reservas ya están siendo “utilizadas” como contrapartida de la emisión monetaria y de otros pasivos remunerados del Central. Por eso no es saludable saldar deuda del fisco con sus reservas internacionales. No es lo mismo cancelar deuda con ahorros fiscales, los cuales no estarían comprometidos, que con reservas “monetarias”. Esto último, incluso, podría incentivar una huida del peso y, en el extremo, una mayor corrida cambiaría.

Una salida de capitales podría ser enfrentada con reservas monetarias. Sin embargo, en un marco de crisis, si los pesos circulando se convierten en dólares, estos últimos no necesariamente van a seguir circulando. Lo esperable es que salgan del país o vayan a cajas de seguridad o al “colchón”; lo que quitaría financiamiento a la demanda interna e impactaría negativamente en el nivel de actividad.

*La mejor forma de enfrentar este escenario sería con todas las “cuentas pendientes”, si bien no saldadas, por lo menos en camino de solución.*

**...pero no solamente no habría desacople sino que además existe una posibilidad cierta de una crisis propia...**

Incluso si la crisis internacional fuera sólo una tormenta pasajera y Argentina pudiera moderar sus consecuencias, se ponen en riesgo los dos pilares fundamentales para evitar una crisis de origen interno: la solvencia fiscal y el control de la inflación.

## 4. La situación fiscal

**La solvencia fiscal se basa en altos precios que pueden no perdurar, y la mayor presión fiscal en la historia...**

Desde 2003, y en base a un incremento extraordinario de la presión tributaria y no tanto en una mayor austeridad del gasto, el superávit primario del Estado Nacional se ubicó por encima del 3,5% del PBI. Durante 2007, año de elecciones presidenciales, las erogaciones primarias aumentaron casi 50% y el ahorro que se hacía para pagar capital de la deuda pública tendió a desaparecer. Sin embargo, el gobierno continuó priorizando la solvencia fiscal de corto. Para ello, a principios de dicho año, hizo sancionar en el Congreso una reforma previsional que le sumó al sistema estatal casi \$ 8.000 millones de fondos que estaban acumulados en la AFJP, más un fuerte aumento de los aportes mensuales. Lamentablemente, esta mejora financiera presente fue a costa de la solvencia de largo plazo, ya que algún futuro gobierno deberá encontrar la forma de pagar las jubilaciones comprometidas con los nuevos aportantes al sistema del Estado. Una historia conocida y que tuvo triste final en la Argentina.

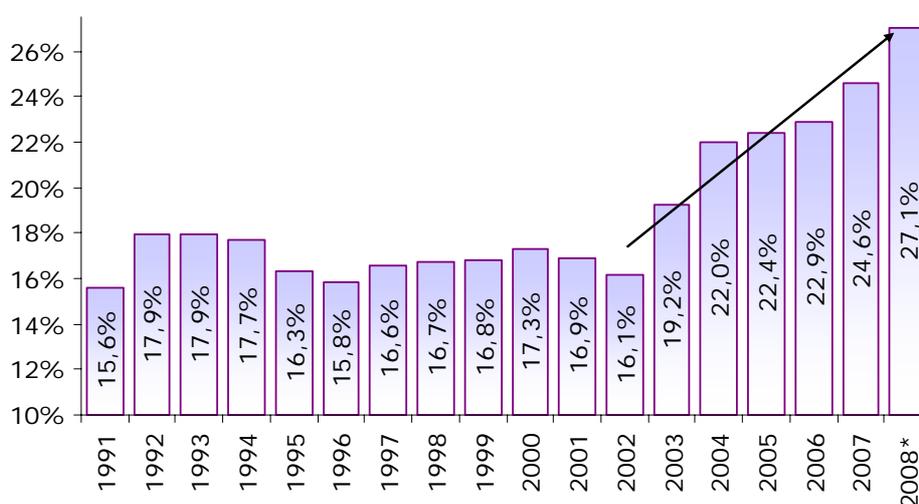
Por otro lado, la necesidad de recomponer la solvencia fiscal perdida ha llevado a redoblar el apretón tributario a niveles que empiezan a exasperar a los "exprimidos" contribuyentes. También la errada previsión de que el escenario internacional mejoraría, llevó al gobierno a postergar la cobertura de sus necesidades de financiamiento en el mercado de deuda. Lamentablemente, hoy se verifica que las cosas parecen ir para peor, tanto por motivos internos como externos, y las posibilidades de colocar deuda se acotan; por lo que la necesidad de ahorro y de aumento de los impuestos se incrementa.

El fuerte aumento esperable de la recaudación de 2008, ya era suficiente para recomponer gran parte de la solvencia fiscal y aumentar las erogaciones. Ahora, estamos viendo que a este aumento de la presión tributaria se lo potencia con una confiscatoria suba de las retenciones y otros cambios impositivos. Por lo tanto, no solamente la carga fiscal sobre el sector privado del país volverá a batir récord, sino también el gasto primario respecto del PBI. No aumentará al 50% como en 2007, pero sí alrededor de algo más de la mitad de este porcentaje.

Es decir, una vez que se define el nivel de ahorro fiscal que se quiere, se ve como se expresa la "naranja" para financiar el mayor aumento de erogaciones posible.

Cuadro 5

**PRESIÓN TRIBUTARIA**



Fuente: CIIMA-ESEADE en base INDEC.

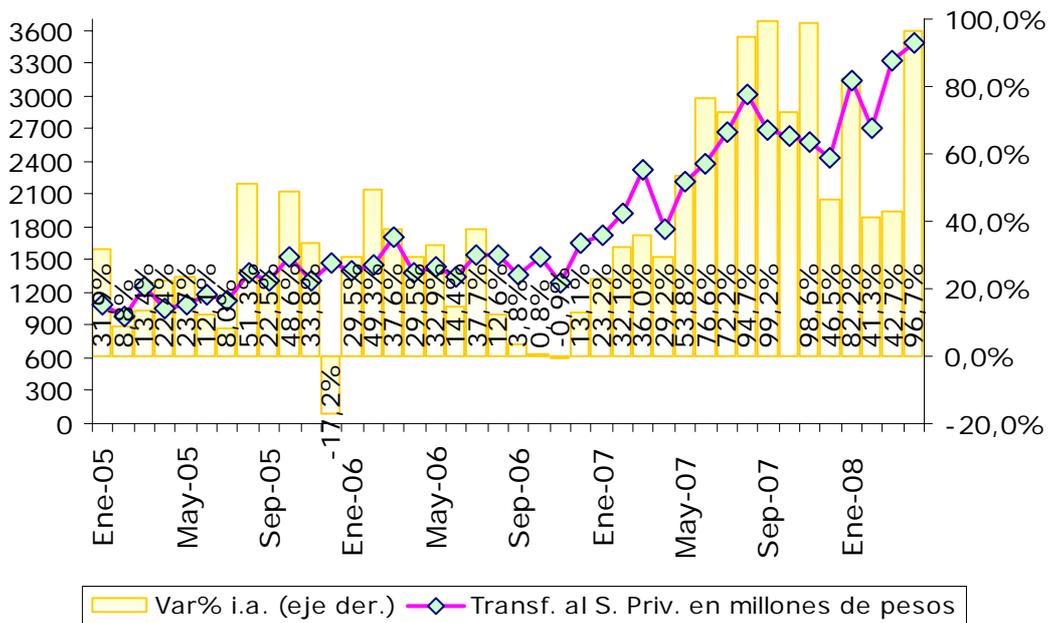
El gran problema es que las necesidades crecientes de recursos para financiar subsidios para contener artificialmente las subas de precios, las políticas estatistas, asistencialistas y redistributivas, implican mayor necesidad de recaudación. Esto se hace principalmente a través de exacciones sobre el sector más eficiente de la economía y que ha visto crecer más sus precios internacionales; el agropecuario.

El instrumento son las retenciones y el último incremento de las mismas, del 11 de marzo, tuvo como respuesta la mayor movilización y paro agrícola-ganadero que se haya visto en décadas. Esto demuestra que este modelo de gestión ha encontrado un límite en su capacidad de "exprimir" al sector privado para dotar de recursos al Estado; ya que los contribuyentes empiezan a rebelarse ante una exacción excesiva.

Cuadro 6

**TRANSFERENCIAS CORRIENTES AL SECTOR PRIVADO**

En millones de pesos



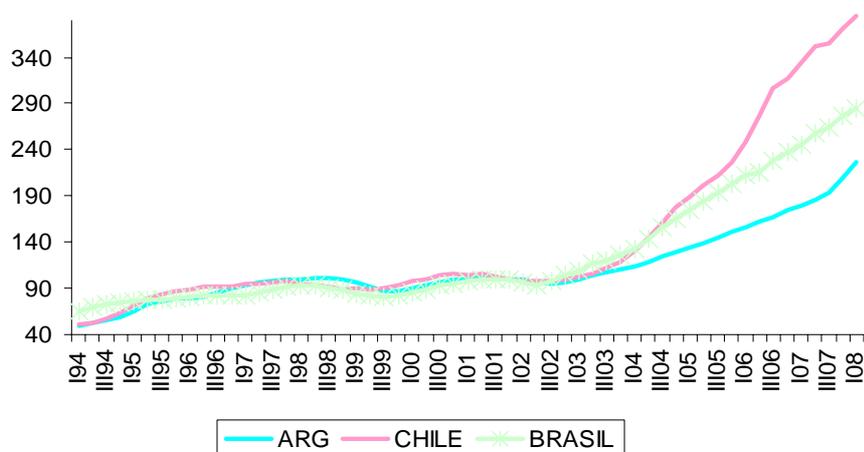
Fuente: CIIMA-ESEADE en base a MECON

**...y las exportaciones no crecen como las de otros países de la región...**

Cuadro 7

**EXPORTACIONES POR PAÍSES**

Promedio Móvil 4 trimestres- Base IV trim01=100



Fuente: CIIMA-ESEADE en base INDEC, INE y IBGE.

Si bien se declama una política pro-exportadora, el tipo de cambio real alto no juega tanto a favor de los sectores más eficientes de la economía. Dado que las ventas externas argentinas están compuestas mayormente por bienes que componen la canasta básica de la población, el gobierno les aplica retenciones y restricciones a la exportación para mantener bajos los precios. Esto permite, a su vez, moderar los reclamos de aumentos salariales y, por ende, termina beneficiando, principalmente, a las industrias que compiten con productos importados. Así ven mejorada artificialmente su competitividad gracias a la protección contra la producción externa que implican altos aranceles y un tipo de cambio real elevado. Por ende, es una típica política sustitutiva de importaciones, como las que abundaron en la historia argentina, y que está demostrado siempre ha perjudicado al sector exportador. Por lo tanto, cabe concluir que, a pesar de nuestras políticas internas, la demanda mundial arrastra las ventas externas argentinas.

## **La escasez de crédito por la destrucción de la confianza en el sistema financiero y el mercado de capitales argentino se mantiene y se agrava ante la incertidumbre...**

Entre 2001 y 2002, se tomaron medidas que destruyeron la credibilidad que tenía entonces la banca argentina, en particular la llamada "pesificación de los depósitos en dólares". Para entenderlo conviene analizar como se llegó a ella.

Desde finales de 2000, la creciente pérdida de credibilidad del gobierno del Dr. De la Rúa parecía estar llevando al país hacia la cesación de pagos. En ese marco, la gente recordó que, en el pasado y en similares ocasiones, otros gobiernos se habían apropiado de los ahorros depositados en los bancos. La última vez había sido a finales de 1989, con el Plan Bonex, y la Corte Suprema había avalado esta medida. ¿Qué podía evitar que volviera a suceder?

Varios grupos de economistas y abogados decidimos, al mismo tiempo, elaborar proyectos para garantizar la intangibilidad de los depósitos. En ese sentido algunos los legisladores (en su mayoría licenciados en leyes) lo consideraban una redundancia de su sanción debido a que el derecho de propiedad de los depósitos estaba garantizado en el Código Civil y en la Constitución Nacional (art. 17). Pero la realidad demostraba que esos conceptos no estaban suficientemente claros; ya que, a lo largo de la historia, los políticos y los jueces los habían contradicho con su accionar. Por ende, la ley de intangibilidad de los depósitos implicó una suerte de "reglamentación", una explicación de los derechos de los ahorristas y se aprobó por abrumadora mayoría en ambas cámaras.

Ante la fuerte pérdida de depósitos, en diciembre de 2001, el gobierno decidió aplicar el "Corralito" que restringía el retiro de efectivo de los bancos a \$300 y, también, las transferencias al exterior. Sin embargo, al no afectar el uso de los fondos ni la moneda en la que estaban en las cuentas, no violentaba la Ley de Intangibilidad.

Luego de la devaluación de enero de 2002, el gobierno de Eduardo Duhalde se dio cuenta que se había complicado tremendamente la situación de los deudores en dólares, muchos de los cuales eran grandes empresas del país. Ante las presiones crecientes, hizo aprobar una Ley de Emergencia Económica que, en sí, no violentaba la Ley de Intangibilidad de los depósitos, sino que la

suspendía. Sin embargo, luego sacó un decreto 214/02 por el que instrumentaba la “pesificación asimétrica”, que implicaba avasallar retroactivamente una ley con una norma de menor jerarquía constitucional, ambas cosas violatorias de nuestra Ley suprema.

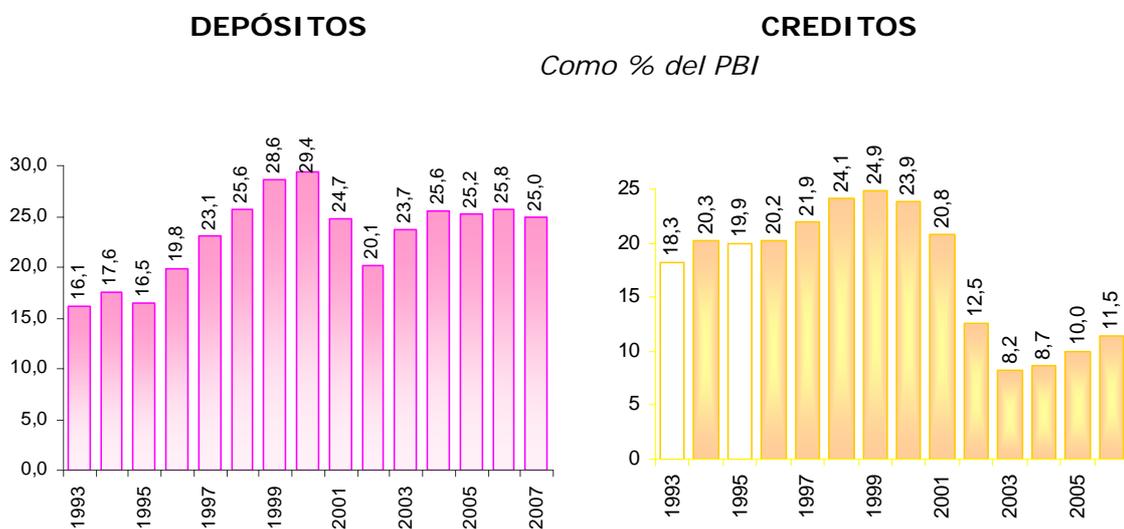
Se decidió que cada dólar de deuda se transformaría en un peso más CER más una tasa de interés. El problema es que ese dólar prestado por los bancos surgía de un depósito realizado por un ahorrista. Por lo tanto, lo que se transformaba en un peso + CER de un lado, debía transformarse en lo mismo del otro lado. Entonces, el gobierno decidió que cada ahorrista recibiría el peso que pagaba el deudor y \$0,40 del que se haría cargo el Estado, todo actualizado por CER más una tasa anual. Esto significaba que parte del subsidio recibido por el deudor “pesificado” lo pagaba el Estado (\$0,40) y, el resto de la diferencia hasta el valor del dólar, el depositante “pesificado”. Además de inconstitucional, resultaba sumamente injusto; ya que si el gobierno quería subsidiar a alguien tenía todo el derecho a hacerlo, pero con sus propios recursos, y no con la expropiación del patrimonio de un sector de la sociedad.

La Corte Suprema, casi cinco años después, decidió expedirse sobre la cuestión. En su fallo optó por modificar la forma de cálculo de la pesificación para que, al día del cobro de los depósitos demandados judicialmente, estos terminaran dando un valor aproximado al dólar actual. De esa forma, justificó declarar que no era necesario definirse sobre la cuestión de fondo; ya que, aunque en pesos, el ahorrista recuperaba lo que puso. Sin embargo, esto implicó dejar las puertas abiertas para que los políticos, en el marco de alguna futura emergencia económica que ellos mismos declaren, puedan volver a confiscar los ahorros bancarios de los argentinos. Cabe recordar que la mencionada Ley de Emergencia Económica de 2002 sigue estando vigente en la actualidad. ¿Se la usará ante una eventual crisis que genere una corrida financiera?

En este marco, no debe extrañar que el nivel de depósitos no se haya recompuesto y que el crédito siga siendo escaso y de corto plazo. Sin embargo, lejos de tratar de reconstruir la confianza de la banca, las políticas del gobierno han tendido a mantener su descrédito. Valga como ejemplo las presiones que recibieron las entidades para lanzar unas líneas de crédito hipotecarios para que los inquilinos pudieran comprar sus viviendas con una cuota similar al alquiler, cosa que financieramente es evidentemente

imposible; por lo que fracasó. O las reiteradas demandas de que presten más barato y a determinado grupo de empresas o sectores definidos por el Estado. Esto termina dando la idea que el Poder Ejecutivo Nacional piensa que los depósitos bancarios son un instrumento de política económica. Cuando, en realidad, son de los ahorristas que se lo confiaron a los bancos para que lo administren bien y lo cuiden, que es la principal función del sistema financiero.

Cuadro 8



Fuente: CIIMA-ESEADE en base a BCRA.

**...y se profundiza la muy mala performance en materia de inversiones, en especial las extranjeras...**

La inversión en la Argentina tuvo un fuerte crecimiento en los últimos cinco años. Sin embargo, lo hizo desde niveles muy bajos debido a la crisis, y en la actualidad sigue siendo insuficiente para sostener, en el largo plazo, un nivel adecuado de crecimiento que nos acerque a los países desarrollados del mundo. En términos constantes y del PBI, este año, podría llegar a algo más del 23%; aunque parece poco probable que este porcentaje no se reduzca a partir de 2009.

Un problema adicional de la inversión actual es su composición. Dado que la mayor parte se debió a la necesidad de los argentinos de encontrar alternativas seguras de ahorro ante la destrucción del mercado de capitales y el sistema financiero de 2001-02. Se buscó refugio en la construcción de viviendas; lo cual aumentó fuertemente este tipo de inversión y su participación en el total. Si bien la misma genera crecimiento presente y ayuda a paliar el déficit habitacional, no impulsa el desarrollo económico futuro. Para ello, es necesaria la inversión productiva que mostró un mayor retraso en su incremento.

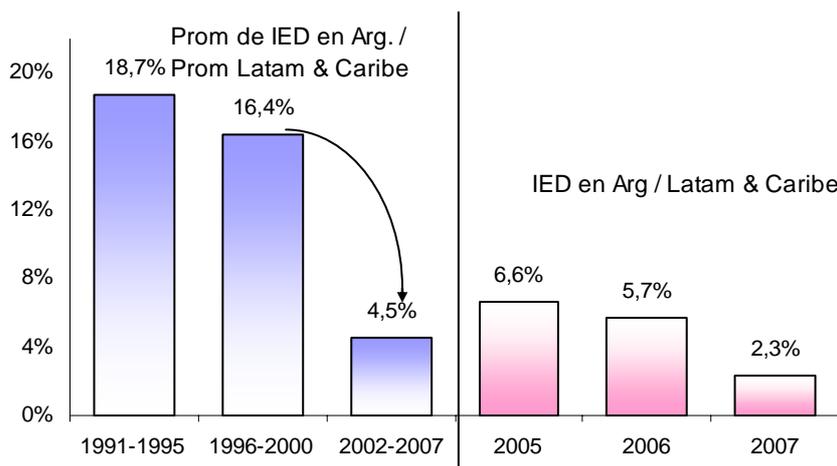
Otro factor que preocupa es que el Estado tiene, cada vez, una mayor injerencia en las decisiones de inversión. En forma directa, incrementando su participación en las que se hacen en infraestructura. En forma indirecta, a través de las distorsiones de precios que genera con: i) los congelamientos de precios de energía y servicios públicos; ii) las retenciones y las restricciones a las exportaciones; y iii) los acuerdos-controles de precios de los bienes de la canasta básica.

Debe tenerse en cuenta que, cuando los consumidores decidimos aumentar la demanda de un bien, este sube de precio en el mercado. De esta forma, los inversores perciben la señal de que allí podrán realizar una mayor ganancia que en otros sectores; por lo que se lanzan a producir el mencionado bien. Hoy, muchos precios los fija un funcionario público; por lo que la inversión va a donde éste le indica y no a donde sus con-ciudadanos lo necesitan.

Dado que el Estado cada vez dedica menos de su gasto a inversión, y las posibilidades de aumentar el ahorro doméstico sin afectar los niveles de pobreza son bajos, la única alternativa para aumentar la inversión sería contar con el capital extranjero. Sin embargo, en los últimos cinco años, el mundo vivió una gran expansión de la liquidez y de la inversión externa directa (IED). Argentina perdió participación, tanto respecto a la IED total en el mundo, como en la que se dirigió a América Latina y el Caribe. En el Cuadro 9 se observa que en 2007, la proporción que arribó al país fue de menos de la mitad de la de 2006. En tanto, en este último año, fue menos de la mitad que en el último quinquenio de los '90 y de una tercera parte de la que llegó en el primero.

Cuadro 9

**INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA**



Fuente: CIIMA-ESEADE en base a UNCTAD.

Esto no debería extrañar luego de leer en este capítulo la cantidad de medidas de políticas públicas que, en los últimos 5 años, tornaron a nuestro país en altamente riesgoso para la inversión, particularmente para la proveniente del extranjero. Ya señalamos esto en un informe anterior.<sup>2</sup>

“Los flujos de Inversiones Extranjeras Directas (IED) se han multiplicado por 20, al compás de la globalización, de un total de 58.896 millones de dólares en 1970 hasta 916.277 millones en 2005. Las IED hacia los países en desarrollo aumentaron en el mismo lapso de 3.926 millones a 334.285 millones, multiplicándose por 85.

En el caso de la Argentina, el crecimiento del IED en el mismo lapso es de 51 veces. En Chile ha crecido 555 veces y en España 103, mientras que en China infinitamente, ya que hasta el año 1980 las estadísticas de la UNCTAD muestran

<sup>2</sup> Abram, Aldo; de la Balze, Felipe; González Fraga, Javier; Krause, Martín; y Rodríguez Braun, Carlos):

“La inversión en la Argentina: presente incierto, ¿futuro promisorio?” Buenos Aires: ESEADE, 2007.

que la IED no existía, y en 2005 este país recibió 72.406 millones, un 62% más de toda la IED que recibió América del Sur en ese año." (p. 20)

"Argentina, con un promedio de IED de 2.794 millones de dólares para el período 1970-2005, se encuentra bastante lejos de Brasil y México y, además, en los últimos años ha sido desplazada del tercer lugar en América Latina por Chile y Colombia. Estos países muestran, en el período mencionado, un promedio de IED de 1.911 y 1.264 millones de dólares respectivamente; sin embargo, en los últimos cinco años, presentan un promedio de 4.979 y 3.946 millones de dólares, contra 2.981 de la Argentina.

La diferencia con Brasil y México, además, se ha incrementado pues estos países, en este último período, alcanzaron un promedio de 19.268 millones de dólares en el caso de México y uno de 16.481 millones de dólares en el de Brasil." (p. 25)

"La Argentina no es solo el país donde más se ha reducido el monto de recepción de IED, sino que, si hubiera mantenido la relación porcentual que tuviera con Brasil (36%) y México (44%) durante el período 1970-2005 en el período 2001-2005, hubiera recibido 8.477 millones de dólares anuales de IED, en lugar de 2.981 millones. Es decir, ha perdido 6.000 millones de dólares cada año." (p. 30)

### **La falta de inversiones impacta en la oferta de energía...**

Ante la escasez de energía que avanza y amenaza en transformarse en crisis, el gobierno responde con pedidos a la comunidad para que haga un uso más "racional" de la misma. Esto daría a entender que nuestros gobernantes piensan que los argentinos estamos siendo irracionales en nuestra decisión de consumir electricidad, combustibles o gas.

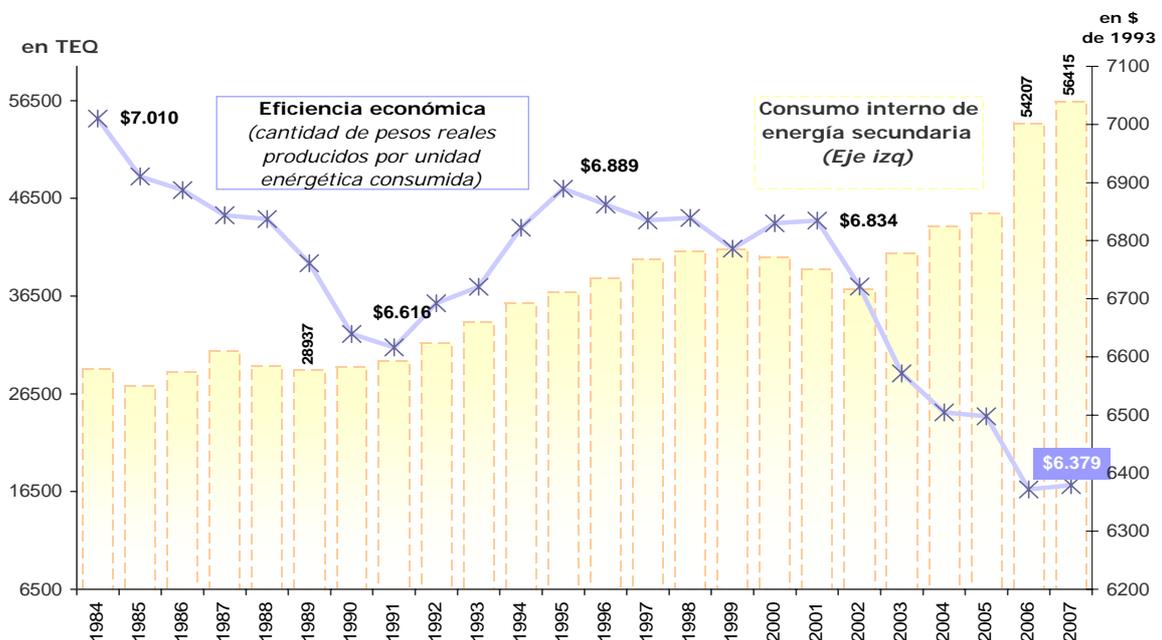
Nada más alejado de la realidad. Los argentinos somos sumamente racionales a la hora de determinar cuánto vamos a gastar en esos bienes. La teoría económica demuestra que una persona racional (o sea que razona qué es lo mejor para sí a la hora de decidir) consumirá más de aquello que es relativamente más barato.

Pues bien, en los restantes países de la región, la electricidad vale más del doble que en la Argentina. Desde 2002 hasta fines de 2007, los consumidores residenciales vieron subir las tarifas menos de un 20%, contra un aumento de

más de 125% del conjunto de la canasta del índice de precios minoristas. Por ello, a la hora de evaluar la compra de un aire acondicionado, lo que se pueda gastar de energía ha perdido importancia relativa en la toma de la decisión.

Cuadro 10

**CONSUMO Y EFICIENCIA ENERGÉTICA**



Fuente: CIIMA-ESEADE en base a INDEC.

Alguien podrá pensar que no hay motivo para pagar más por la electricidad si es que esta, hasta ahora, se ha podido proveer a los actuales valores. No es así por varios motivos. Primero, porque como los costos de generación vienen creciendo más que las tarifas promedio que cobran las empresas, el gobierno debe subsidiarlas para que no aumenten sus precios. Esta transferencia fue de \$ 265,5 millones en 2002 y llegó a los \$ 8.830 millones en 2007. Esto implica que los contribuyentes han estado pagando lo que no abonan los usuarios de electricidad. Lo justo sería que cada uno pagase lo que le corresponde de su gasto y los impuestos se utilizaran para ayudar a los que más lo necesitan.

Incluidas aquellas familias que no tengan recursos suficientes para afrontar un aumento del costo de la energía.

El segundo motivo es que las empresas del sector energético han disminuido al mínimo su inversión debido a que no tienen reglas de juego claras, transparentes y de largo plazo para la prestación de sus servicios, incluido el tema precios. Hay que recordar que, en la crisis de 2002, el Estado quebró unilateralmente estas condiciones y los contratos con las compañías; pero cinco años después, superada hace tiempo la emergencia, no se han reestablecido.

Desde el punto de vista del actual gobierno, las condiciones de prestación de los servicios públicos y sus valores son un instrumento de redistribución de la riqueza. Por ello, la decisión de cuándo, cómo y a quiénes se les brindará y a qué precio, debe quedar en manos de un funcionario que lo decidirá según su parecer. Esto implica que no hay ni habrá reglas de largo plazo y, por ende, resulta imposible planificar. ¿Quién invertirá un dólar en algo en lo que desconoce el marco que regirá, dentro de tres años o más, cuando esté produciendo? Nadie.

## 5. Contexto internacional, deuda pública e inflación en 3 escenarios posibles

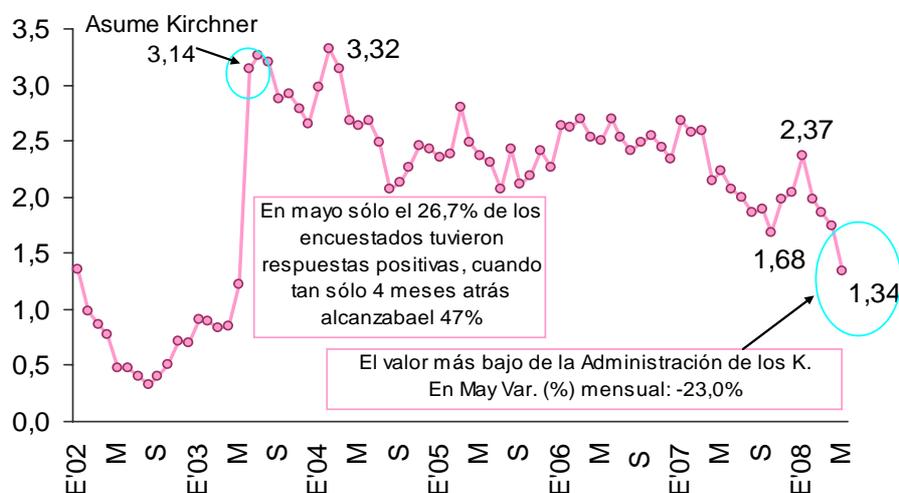
...y pese al superávit fiscal y la acumulación de reservas, una crisis interna es bien posible...

### 1) Moderada crisis internacional y continuidad de las políticas locales

Es el escenario mundial al que se le da mayor probabilidad en estos momentos e implica que la recesión en EE.UU. no será muy profunda y empezará a superarse no mucho más allá de mediados de 2009. Sin embargo, al margen del impacto moderado de esta situación internacional, las expectativas internas se deteriorarán como resultado de una mezcla de reducción o eliminación de la rentabilidad en algunas actividades productivas, como las del agro, o por el crecimiento no reconocido de los precios internos que disminuye el tipo de cambio real y reduce también la rentabilidad de las actividades ligadas al mercado interno. Este "mal humor" lleva a una continua salida de capitales que, aunque no se desate en una corrida, reduce la oferta interna de ahorro y también el consumo, ya que se reemplaza ahorro local (plazos fijos) y consumo local, por ahorro externo.

Cuadro 11

#### CONFIANZA EN EL GOBIERNO



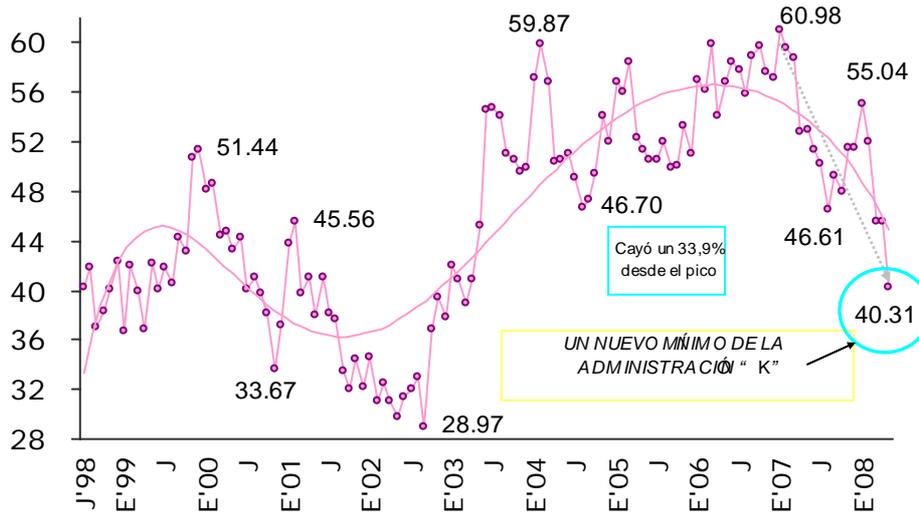
Fuente: CIIMA-ESEADE en base UTDT

Por otro lado, se observa un preocupante desgaste en la confianza en la gestión de gobierno. Cabe aclarar que la gente parece percibir este período como una continuidad del anterior que ejerció Néstor Kirchner. De esta forma, se podría observar el “síndrome del segundo mandato” en el de Cristina Fernández de Kirchner. En el primer período las medidas que se toman, suelen tener resultados en el segundo mandato. Un buen marketing político y decisiones no demasiado disparatadas pueden generar una buena performance inicial. Sin embargo, en el segundo período, se pagarán los costos de las malas políticas y se recibirán los beneficios de los aciertos. Actualmente se están pagando los costos de haber generado distorsiones que desalentaron la inversión en sectores fundamentales como el de la energía y ciertos alimentos. También, el incremento del gasto electoral de 2007, que obliga a incrementar la presión tributaria a niveles inaguantables para el sector privado en pos de recomponer la solvencia fiscal. La política de sostén del tipo de cambio y de expansión del crédito interno para impulsar la economía está minando la débil confianza en el peso y, por ende, su demanda, complicando controlar la inflación. La acelerada suba de precios empezó a mermar el poder adquisitivo de los salarios desde finales del año pasado, afectando particularmente a los más pobres.

Una caída de la confianza en el gobierno trae menor inversión y, también, una importante desaceleración en el gasto del consumidor. Entre ambos absorben más del 80% del total de bienes y servicios producidos en la Argentina; por lo que desmejorará la evolución del nivel de actividad.

Cuadro 12

**CONFIANZA DEL CONSUMIDOR**



Fuente: CIIMA-ESEADE en base UTDT.

Por otro lado, no más allá de finales de 2008 o principios de 2009, la Reserva Federal encararía una política monetaria más restrictiva para contener las crecientes presiones inflacionarias. Esto implicaría una menor disponibilidad de crédito internacional que afectará el financiamiento de la demanda interna argentina; por lo tanto, de su crecimiento.

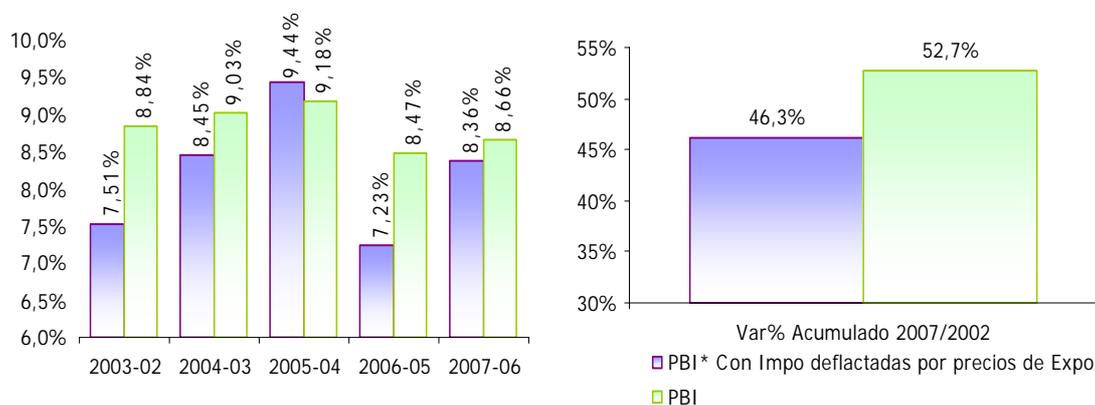
Otro factor que implicará una profundización de la desaceleración del nivel de actividad es que cada vez son más los sectores que agotan la capacidad ociosa que había dejado la recesión de 1999-2002. Por ende, las posibilidades de incrementar la producción pasan a depender de una inversión productiva que fue, sigue y seguirá siendo relativamente baja.

Mayor intervencionismo, presión tributaria, estatismo, menos libertad de empresa y mercado, más un escenario internacional menos favorable, y los continuos temas pendientes con el Club de París y los *holdouts*, llevarán necesariamente a una mayor desaceleración del crecimiento de la inversión. También colaborarán con esta tendencia la menor ganancia de los sectores competitivos de importaciones, por la caída del tipo de cambio real, y un

sector agropecuario cuya confianza sobre el futuro quedará dañada por el conflicto actual con el gobierno. Todo esto limita las posibilidades de incremento del PBI real, que se acotarán a tasas no mayores a 4% y tendientes a rondar un 3% dentro dos o tres años.

Además, en el largo plazo y debido a los cambios en el Este de Asia, los precios de nuestras exportaciones seguirán siendo relativamente altos respecto del de las importaciones. Esto es bueno, ya que aumenta las posibilidades de crecimiento, al implicar un "aumento de sueldo" para el país. Sin embargo, en los próximos años es posible que una recuperación del valor del dólar diluya parte de la ganancia realizada hasta ahora y, por ende, disminuya sus efectos benéficos sobre la economía argentina. En el gráfico se puede observar una estimación de lo que, en cada año y en el conjunto del período, creció el PBI y cuánto lo hubiera hecho si esta ganancia de poder de compra internacional no hubiera existido.

*Cuadro 13*  
**EL APOORTE AL CRECIMIENTO DE LOS TÉRMINOS DE INTERCAMBIO**



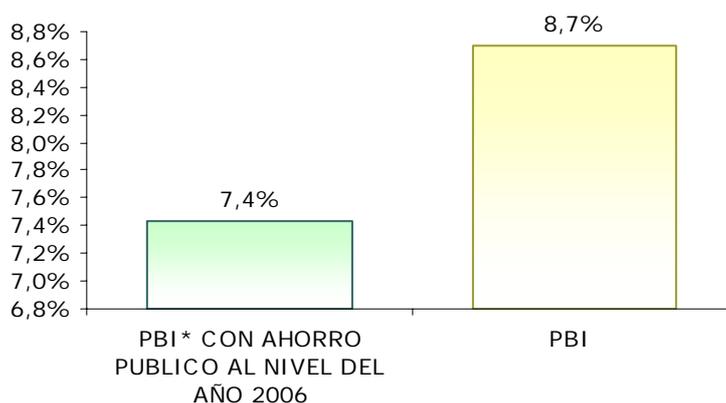
*Fuente: CIIMA-ESEADE en base a INDEC y elaboración propia.*

El conflicto con el sector agropecuario fue una clara señal de que las posibilidades del gobierno de continuar aumentando la presión tributaria serán menores; lo cual tenderá a limitar su capacidad de gasto e inversión. De todas formas, es esperable que busque mejorar su solvencia fiscal, es decir el ahorro

primario destinado a enfrentar vencimientos de deuda; lo que tenderá a desacelerar más la economía. Para entenderlo, esto fue lo contrario a lo que ocurrió ante las elecciones presidenciales de 2007, cuando el superávit primario pasó de un 3,5% del PBI a uno de cerca de 2%, si se le quitaban los fondos transferidos de las AFJPs al sistema de reparto estatal en el marco de la reforma previsional. En el gráfico puede observarse el impacto en el incremento del nivel de actividad que tuvo esta decisión del gobierno el año pasado.

*Cuadro 14*

**APORTE AL CRECIMIENTO DEL MENOR AHORRO DEL GOBIERNO DURANTE 2007**



*Fuente: CIIMA-ESEADE en base a MECON y elaboración propia.*

De hecho, el fuerte aumento de las retenciones del 11 de marzo respondió a la necesidad de elevar los ingresos para poder buscar un nivel de ahorro primario de 4% sin sacrificar el incremento previsto del gasto. Justamente, el objetivo de un mayor superávit estuvo fundado en la menor disponibilidad de financiamiento; por lo que habrá que cubrir mayor proporción de los vencimientos con recursos propios.

A favor de la recomposición de la solvencia fiscal seguirá jugando el incremento de la recaudación por el crecimiento, que se desacelerará, y por la alta inflación, más allá de las restricciones para aumentar la presión fiscal. Sin embargo, a partir de 2009, las necesidades electorales y la tendencia a la

desaceleración de la economía podrían impulsar al gobierno a ir diluyendo lentamente los niveles de superávit primario.

### **...la demanda de pesos se deteriora...**

Si bien es cierto que el Banco Central ha logrado controlar, aunque alta, la inflación, esto se debió a que la demanda real de pesos se mantuvo firme. De esta forma, acelerando o desacelerando el ritmo de emisión puede ir moderando o empujando al alza de los precios. Cabe tener en cuenta que sería contraproducente para el gobierno llegar, al próximo año electoral, con niveles de inflación demasiado altos; ya que esmerilará fuertemente la confianza de la gente en su gestión. Esto puede garantizar que se busque moderar la suba de precios. En este marco, la suba del tipo de cambio nominal será moderada hasta 2009.

Lamentablemente, no somos tan optimistas hacia el futuro. A partir de 2010, la desaceleración de la economía llevará al gobierno a presionar por una mayor devaluación del peso y emisión monetaria para incentivar el crecimiento. Así, veremos a la inflación acelerarse nuevamente llevándola a niveles aún mayores a los actuales.

En tanto, las posibilidades de que el INDEC se normalice son bajas. Ningún indicador confiable de inflación puede dejar de mostrar la actual suba de precio o el engaño y la estafa que se realizó con el "dibujo" del IPC desde inicios de 2007; lo cual es políticamente inviable. Por eso no extraña que el nuevo índice recientemente lanzado por el gobierno haya despertado fuertes críticas técnicas por parte de especialistas locales e internacionales. Por otro lado, dado que el viejo IPC no se hará más, habrá que cambiar por ley la base de cálculo del CER; lo cual institucionalizará la estafa contra los tenedores de bonos que actualizan por este indicador.

La crisis energética llegó para quedarse. La falta de reglas de juego de largo plazo mantendrá baja la inversión privada y el Estado no tiene ni los recursos ni la capacidad de gestión para realizar las obras necesarias. Esta escasez de oferta no solamente afectará a estos sectores, sino a todos los que hoy tienen controlados sus precios, particularmente empresas de servicios públicos. Los aumentos de tarifas solamente responderán a la necesidad del gobierno de morigerar el crecimiento de las transferencias al sector privado que son

necesarios para mantener artificialmente bajos los valores de sus bienes y servicios.

En definitiva, el no avanzar en las reformas necesarias, comentadas en las secciones anteriores, y en regularizar los problemas pendientes de deuda, no necesariamente llevará a una crisis; pero significará el regreso de la tendencia de la Argentina a la decadencia económica que lleva ya décadas.

Todo esto si no se comente errores adicionales tales como el control de cambios, tipos de cambios diferenciales, uso de reservas para financiar megaplanes de infraestructura, controles al comercio exterior, lo cual profundizaría el deterioro de las expectativas; ya que la Argentina se encaminaría hacia una seria crisis.

## **2) Crisis de origen interno**

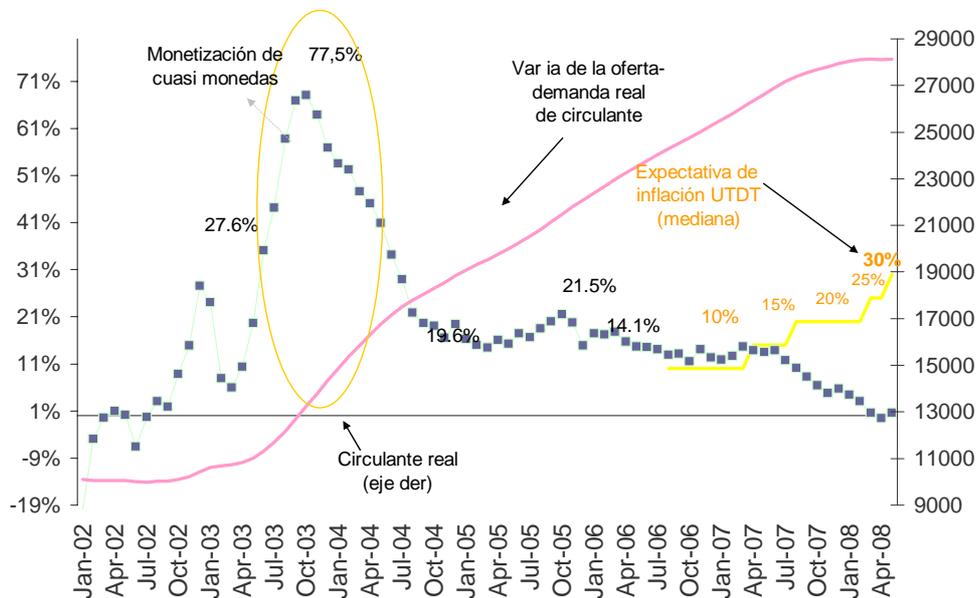
Para los argentinos, la confianza en el gobierno es determinante de sus expectativas futuras para la economía; ya que entienden que de él depende la evolución de esta última. Por ello, no resulta buena noticia que se observe un desgaste en la imagen de la actual gestión. Incluso surge alguna preocupación respecto de, en que medida, las políticas de permanente confrontación y falta de búsqueda de consensos, como la actual con el campo, no puede tener un costo muy grande en la imagen de gobernabilidad, aunque el gobierno saliera victorioso. Si quedara debilitado, serían bajas las expectativas de resolución de los problemas todavía remanentes y, cuando esto ocurrió en el pasado, llevó a un círculo vicioso de decadencia e inestabilidad política. Esto podría exacerbarse preocupantemente, si todo lo comentado anteriormente, determinara una muy mal resultado electoral en 2009 para el oficialismo.

Cabe agregar que otro factor que no colabora con la imagen del PEN son las crecientes expectativas de inflación. Precisamente, cabe tener en cuenta que, históricamente, los desmanejos de política monetaria han sido una de las dos causales internas de crisis argentinas. Por ello, uno de los riesgos es que, en la medida que las expectativas de inflación de la gente se están acelerando, crece la posibilidad de que decidan bajar su demanda real de moneda, algo que ya se hace evidente. En ese caso, la consecuente depreciación traerá una aceleración de la suba de precios que resulta más difícil de controlar por

la autoridad monetaria. Es más, si no es enfrentada a tiempo, puede desencadenarse un círculo vicioso de caída del atesoramiento de pesos, aumentos de inflación y mayor merma de la demanda de pesos. El origen de una hiperinflación es siempre la disminución acelerada de la voluntad de la gente de tener moneda, el aumento de su oferta solo colabora a empeorar la situación.

Cuadro 15

**DEMANDA REAL DE CIRCULANTE**



Fuente: CIIMA-ESEADE en base BCRA, INDEC, UTDT y estimaciones propias.

Lamentablemente, ya se empieza a observar un incremento de las expectativas inflacionarias, especialmente de los más pobres, que suelen ser los que más tarde reaccionan. Por ello, no es de extrañar que el ritmo de incremento de la demanda real de pesos se haya derrumbado y amenace con empezar a caer. Si el Banco Central no actúa para prevenirlo, en el extremo, esto puede llevar a que la gente se desprenda de sus pesos comprando bienes, servicios o divisas extranjeras. Puede no solamente derivar en mayor inflación, sino en una corrida cambiaria y una presión ascendente del tipo de cambio.

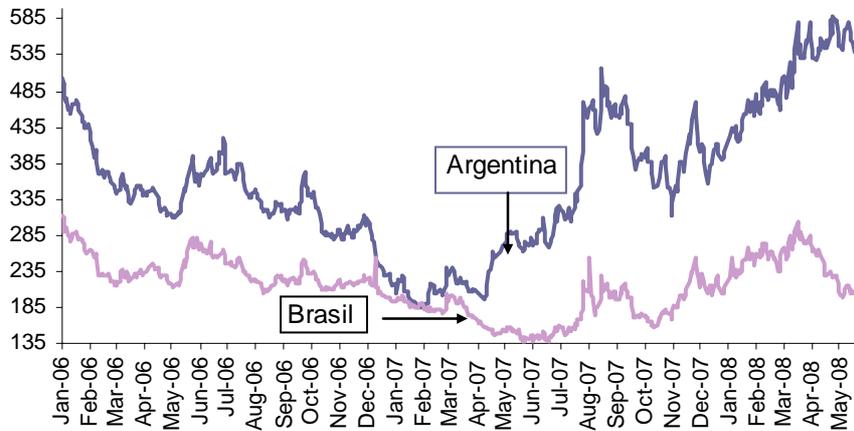
Por otro lado, por más que el sistema financiero ha logrado recuperar gran parte de su solvencia y liquidez perdida en la crisis de 2001-2002, sigue siendo muy bajo el nivel de credibilidad debido a las políticas implementadas desde el gobierno. Si a eso se suma que el Banco Central, con su política monetaria, incentiva niveles fuertemente negativos de las tasas reales, tenemos el caldo de cultivo necesario para una corrida financiera. La autoridad monetaria es prestamista de última instancia de la banca y deberá actuar como tal, emitiendo pesos para asistirlos en la devolución de los depósitos. El problema es que la gente no estará demandando moneda nacional, sino que buscará cambiarla por divisas extranjeras potenciando la suba del tipo de cambio.

Esperamos que este escenario no se verifique. Sin embargo, de suceder, sería importante que el Banco Central haya aprendido de la crisis post-devaluación del 2002. Entonces, a pesar de poder hacerlo en función de la suba del valor en pesos de sus reservas internacionales, moderó la emisión de moneda nacional para brindar financiamiento y eso contuvo la suba en niveles de \$4 por dólar, para luego descender a alrededor de \$3. De todas formas, es muy difícil que el aumento final del tipo de cambio no ronde, por lo menos, el 50%.

Otro factor ya comentado es el manejo de las cuentas públicas. Si bien el matrimonio Kirchner, excepto en 2007, dio muestras de priorizar la solvencia fiscal, aunque más no sea de corto plazo. La forma de lograrlo fue definir el ahorro deseado, luego establecer cuanto se quiere incrementar el gasto y, a partir de allí, ver como se exprime al sector privado para conseguir los recursos. No parecería haber margen para continuar con esta estrategia. Por lo tanto, o se diluye la solvencia fiscal o se modera la evolución del gasto, o se confronta y se pierde el voto de los contribuyentes a los que se les pedirá mayor esfuerzo recaudatorio. La alternativa hasta ahora no encarada es la de recomponer la credibilidad, es decir el crédito del gobierno; lo que incrementaría la solvencia disminuyendo la necesidad de altos niveles de superávit. Sin embargo, hemos visto a lo largo de este trabajo, que su gestión no han apuntado en ese sentido.

*Cuadro 16*

### **EMBI+ ARGENTINA vs BRASIL**



Fuente: CIIMA-ESEADE en base JP Morgan

Por lo tanto, es previsible que la política de financiamiento, aún en el mejor escenario, será complicada y estará siempre bordeando los límites. Por ende, preocupa cualquier traspie en la estrategia de colocación o en el manejo de las cuentas públicas; ya que podría llevar a financiarse con reservas del Banco Central. Inmediatamente, se pondría en duda la posibilidad de la autoridad monetaria de defender el valor de la moneda, con las consecuencias ya descriptas de huida del peso.

Un aumento de la incertidumbre local provocará una desaceleración fuerte y, probablemente, una posterior caída de la demanda interna, con su consecuente impacto negativo sobre el nivel de actividad, empleo y pobreza. Esto desgastará más la imagen del gobierno, generando un círculo vicioso e incentivándolo a tomar medidas que, en tanto mantengan la actual línea, empeorarán la situación.

Es muy probable que se observe un mayor intervencionismo y estatismo; lo cual disminuirá las inversiones y exacerbará los problemas de escasez de energía y de otros bienes que se observan actualmente. Esto solo se moderaría por el impacto de una recesión.

### 3) Crisis internacional

### **...y en el caso de que la crisis financiera internacional se desatara, el impacto sería mayúsculo...**

Una crisis internacional podría sobrevenir de la necesidad de un ajuste monetario internacional de proporciones importantes que profundicen los problemas del nivel de actividad. O, podría generarse a partir de una política de liquidez laxa para moderar la recesión y que termine en una "estanflación" en EE.UU. También, podría combinar un inicio del segundo escenario que lleve al primero.

Cualquiera sea su origen, hoy no es el escenario más probable; aunque sus chances de ocurrencia no son despreciables. Por ello, merece imaginarnos su efecto en la economía argentina.

Como vimos, el impacto de una crisis internacional no arriba por el lado del comercio exterior, sino que es financiero. En ese sentido, cabe imaginarse qué hará un inversor cuando vea aumentar el riesgo de toda su cartera, incluso la menos riesgosa. Si uno va en un navío y, de pronto, se desata una tempestad, no tira primero la pluma, sino el plomo. En las carteras de inversión, el plomo son las economías emergentes y, entre ellas, una de las "cargas" más pesadas es la que corresponde a Argentina.

Por ende, la incertidumbre sobre el futuro argentino comenzará a incrementarse violentamente. La gente local y del exterior empezará a fugar capitales y a sacar sus depósitos del sistema financiero. Está muy fresco el recuerdo de las confiscaciones de ahorro bancario. Todo este atesoramiento buscará transformarse en dólares, generando una corrida cambiaria. La demanda de pesos tenderá a disminuir abruptamente. Al mismo tiempo, el Banco Central estará atendiendo las demandas de liquidez de los bancos, como prestamista de última instancia. En la medida que se retiren depósitos, esta inyección monetaria también se volcará a la compra de divisas.

En tanto, el crédito para el sector público tenderá a desaparecer. Ya hemos mencionado en el escenario anterior las necesidades de financiación que enfrenta el gobierno tanto este año como los próximos. Resulta claro que en un contexto de este tipo se restringirían seriamente las fuentes internas de financiamiento, ya que esos capitales estarían, precisamente, saliendo del país. Esto pondría al gobierno en una situación grave ya que no tiene acceso

a los mercados de capitales externos y no podría garantizar el pago de los vencimientos.

La actual gestión se verá obligada a tomar los recursos que necesite de las arcas del Central. Actitud que debilitará aún más la confianza de los argentinos en la capacidad de la autoridad monetaria de defender el valor de la moneda nacional. De todas formas, los actuales funcionarios a cargo del B.C.R.A. saben que tienen que mantener acotado el financiamiento al sistema financiero y al sector público y buscar detener una espiralización del tipo de cambio. Esta posibilidad no será factible hasta tanto haya habido una licuación de los pasivos financieros del Banco Central que le permita acometer contra la corrida cambiaria con éxito. Por ende, habrá una fuerte devaluación del peso, pero con un límite que determinará la autoridad monetaria. Esto implicará repetir lo sucedido en 2002, en el cuál se pudo contener la espiralización del tipo de cambio.

En tanto, la inflación tenderá a subir con fuerza y eso permitirá al gobierno licuar su gasto en términos de un ingreso que se incrementará por la suba de precios y del dólar. Así logrará mantener un elevado nivel de ahorro, aunque insuficiente para enfrentar la totalidad de los vencimientos. Por ello, la necesidad de utilizar las reservas internacionales del BCRA.

La salida de capitales implica un aumento del ahorro doméstico para comprar las divisas a fugar. La contrapartida es una fuerte merma del gasto y la inversión interna, lo que llevará a una recesión.

En la medida que los cambios en el mundo impliquen una apreciación del dólar y/o una caída de la demanda internacional, los precios de nuestras exportaciones mermarán. Esto significará un menor "salario" para los argentinos en su conjunto. Esta menor disponibilidad de riqueza para gastar, también impactará negativamente en el nivel de actividad.

Los niveles de pobreza, indigencia y de desempleo volverán a incrementarse. En los primeros dos casos, eso ya está sucediendo desde (por lo menos) fines de 2007, debido a la aceleración inflacionaria.

Las empresas de servicios públicos y relacionadas con la energía verán que sus precios y tarifas pierden valor real; lo que disminuirá aún más el interés en invertir o, incluso, de algunos accionistas extranjeros de permanecer en el país.

Es esperable que, en este complicado escenario, el gobierno redoble su apuesta en términos de intervencionismo y estatismo. Incluso, se intentará mantener controlados los precios a partir de medidas que avasallarán aún más la ya maltrecha libertad de mercado y de empresa.

El proceso de desgaste de la confianza en el gobierno que esta situación generará, no parece que vaya a permitir una rápida recuperación económica, una vez superada la crisis.

## 6. Deuda e inflación: atacando los problemas

### **Los “*fundamentals*” no son suficientes, ni están garantizados...**

Es imposible en estos momentos determinar con exactitud si una crisis internacional va a desatarse o no, y en tal caso, si eso ocurriría este año o el que viene, pero lo importante es que la posibilidad existe, y no es menor. Incluso, de suceder puede no ocurrir este año, y que las medidas adoptadas, en particular por la Fed. y el Tesoro de los Estados Unidos, posterguen el problema hacia delante; lo cual nos podría dar un poco más de tiempo... hasta que se acerque la próxima tormenta.

Pero el gobierno no está para jugar a la ruleta y especular con que finalmente no ocurra. Menos aún en un país como el nuestro, en el cual simples rumores sacuden a los mercados aún cuando los supuestos “*fundamentals*” indican que no hay razones para ningún tipo de corrida. Es que la solidez de los “*fundamentals*” no es completa. Señalar esto ha sido la intención de este trabajo. “*Fundamentals*” no son solamente las reservas del Banco Central o el superávit fiscal, lo son también, y aún más fundamentales, la seguridad jurídica, la calidad institucional. También la recuperación del crédito externo, la credibilidad de las estadísticas, el ambiente para las inversiones.

En todos esos puntos la Argentina es débil y esto hace posible una crisis, aún cuando ciertos “*fundamentals*” muestren resultados positivos. Una crisis internacional la golpearía fuerte si no logra consolidar su economía avanzando en las reformas comentadas anteriormente.

### **...por lo que es necesario actuar ahora para resolver los problemas de la inflación y la deuda...**

El gobierno debe reconocer el problema de la inflación e implementar una política anti-inflacionaria. Si bien la responsabilidad primaria es de la política monetaria del Banco Central, el PEN debería colaborar con un mayor ahorro público o moderando su demanda de una política de cambio alto. En definitiva, esto último termina generando una injusta transferencia de ingresos desde los consumidores, especialmente los más pobres, a los empresarios ineficientes que pueden ganar plata sin hacer el esfuerzo ni las inversiones necesarias para ser competitivos.

El Banco Central debe retomar su objetivo de mantener y consolidar el poder adquisitivo de la moneda, debe recuperar y fortalecer la confianza en ella. Debe, además, abandonar el objetivo de sostener un determinado tipo de cambio y no ser permeable a las presiones del gobierno en esta materia.

Aunque no la única, una forma de lograr dicho objetivo respetando el principio de independencia del Banco Central, sería que el Congreso fije metas decrecientes hacia porcentajes razonables de inflación, para defender el valor de la moneda, como marca la Constitución en su artículo 75, inc. 11 y 19. Es nuestro parlamento el representante de los ciudadanos y debería bregar para que la autoridad monetaria cumpla con su deber de preservar el poder adquisitivo de los salarios y de los ahorros de todos los argentinos. Sin embargo, para controlar el cumplimiento de las metas de precios, el INDEC debería pasar a depender de la legislatura y ser independiente del BCRA y del poder político; para que sus índices recuperen la credibilidad perdida con la intervención gubernamental. Todo esto sería un gran avance en mejorar la alicaída calidad institucional de la Argentina.

El gobierno debe revertir el desenfrenado crecimiento del gasto público, aumentar el superávit fiscal al mismo tiempo que reduce la excesiva presión fiscal, ya es demasiado obvio como ésta perjudica y frena las inversiones y la actividad productiva en general. Para ello, debería empezar a desarmar la maraña de transferencias al sector privado con el que pretende compensar las distorsiones que generan los congelamientos de precios y tarifas implementados para "redistribuir la riqueza". Lo peor de todo es que hay trabajos que demuestran que, de todos los subsidios directos e indirectos implementados por el gobierno con ese fin, no más de alrededor de un 30% va a los sectores de menores ingresos. Esto no resulta extraño cuando se observa el escaso éxito logrado en mejorar los indicadores de distribución de la riqueza. Por ende, sería bueno que se fueran eliminando gradualmente e implementando transferencias directas a aquellos que realmente lo necesitan; lo cual permitirá ayudarlos mucho más que ahora e incluso ahorrar recursos.

Se debe desregular la negociación salarial, no impulsar una negociación centralizada que considere los objetivos inflacionarios del gobierno. Tal tipo de sistema no solamente no garantiza ninguna moderación en las negociaciones sino que, además, establece condiciones generales que lejos están de tomar en cuenta las características de cada actividad o empresa. La muy famosa "puja salarial" o de ingresos es generada por este mecanismo centralizado de

negociación. La realidad demuestra que los sindicatos y empresarios terminan negociando en función de las expectativas de inflación. Por ello, los últimos acuerdos cerrados se hicieron en base a incrementos de sueldos de más del 30%. Seguramente, a mediados de año, veremos que todos los gremios que acordaron aumentos menores a principios de año, presionan para abrir la renegociación de sus convenios.

Por el lado de la oferta, es necesario remover las trabas para la inversión, las que en particular consisten en brindar una mayor seguridad jurídica, asegurando el respeto de la propiedad y la libertad contractual. Habría que buscar, también, reducir las regulaciones a los precios y en general a las actividades productivas y financieras, para generar canales de transmisión del ahorro local a la inversión, renovar los tratados bilaterales de inversión para alentar la inversión extranjera directa. Además, con menores distorsiones de precios generadas desde el Estado, los recursos productivos podrán asignarse más eficientemente e incrementar la perspectiva futura de bienestar de los argentinos.

Por el lado de la deuda, el gobierno quiere aumentar el gasto desenfrenadamente y mantener un cronograma de pagos y reducción de deuda; pero sin resolver los temas que le impiden acceder a los mercados internacionales de crédito (Club de Paris, *holdouts*). Esto hace que la presión fiscal se vuelva extrema con todos los problemas políticos que luego esto genera. Todo impacta luego en la inversión, clave para sostener el crecimiento económico.

En verdad, el gobierno debería hacer exactamente lo contrario de lo que está haciendo actualmente. Debería reducir la velocidad de crecimiento del gasto público y remover las trabas para acceder a los mercados de capitales. Esto le permitiría cumplir con un calendario de pago, bajar la deuda pública y disminuir la presión fiscal que agobia a los productores. Para esto es fundamental avanzar en una reforma tributaria que vuelva más eficiente y justo el actual sistema y en una de las responsabilidades y relaciones impositivas entre la Nación y provincias, que busque un verdadero federalismo.

Abandonar la estrategia de arbitraria exacción tributaria no solamente aliviaría un problema social y político (con los productores agrícolas y en buena medida todo el interior y las clases medias urbanas), sino que se generaría un ambiente positivo para las inversiones, el continuo crecimiento, el ingreso de inversiones y el regreso a la comunidad internacional.

Por otro lado, es importante aclarar que, si bien fue positiva, la asociación en el marco del MERCOSUR debe ser un paso en el camino a la integración con el mundo. De no ser así, sería mejor abandonarlo y buscar un mayor acceso al mercado internacional con acuerdos con otros países y regiones, especialmente con el Este de Asia, la Unión Europea y el ALCA. En ese sentido, las políticas de nacionalización de empresas implementadas por Chávez en Venezuela no parecen ser adecuadas para un proceso de asociación como el MERCOSUR. Cabe tener en cuenta que este tipo de integración incluye la especialización de los distintos países socios y la transnacionalización regional de sus empresas; lo cual sería difícil en el marco del "Socialismo del Siglo XXI". Abandonar la propuesta de sumar a Venezuela al MERCOSUR, permitiría a la Argentina empezar a despegarse del proyecto expansionista de Chávez. También ayudaría en términos de mejorar nuestra imagen internacional, el abandonar la absurda política de confrontación con el FMI, más allá de que no nos interese tener una relación más fluida con el organismo.

Esas serían las mejores herramientas de corto plazo para hacer frente a una crisis internacional, y también para cimentar el camino una mayor prosperidad interna en caso de que ésta no ocurra. Sin embargo, en el mediano plazo

**...para garantizar el desarrollo la materia pendiente sigue siendo: mayor calidad institucional...**

El Centro de Investigaciones de Instituciones y Mercados de Argentina (**CIIMA-ESEADE**) elabora un índice de Calidad Institucional para 192 países del mundo. En el ranking total, nuestro país salió posicionado 103, perdiendo diez puestos respecto a 2007, y en el de América Latina quedó 11, perdiendo 2. Su nota alcanzó los 45 puntos sobre 100 y, para sacar un aprobado, hubiera tenido que llegar a los 60. Esto se deduce de:

- a) En el informe se puede observar que aquellos países que tienen mayor calidad institucional (más de 60 puntos) son los más desarrollados, es decir que tienen mayor nivel de ingreso por habitante.
- b) En los casos como el de Chile, la alta calidad institucional es sinónimo de una fuerte tendencia a desarrollarse. Esto no es casualidad, ya que la inversión prioriza las naciones en las cuales existen instituciones sólidas y su futuro no depende de líderes "iluminados" que pueden tomar decisiones arbitrarias en el marco de uso hegemónico e ilimitado del poder.

- c) Hay países como Arabia Saudita que tienen un alto nivel de ingreso por habitante; aunque baja calidad institucional. Sin embargo, tienen una fuerte dependencia de un recurso que es abundante y valioso, pero agotable. Esto es como aquel que hereda, pero no hace nada por conservar su nivel de riqueza, en algún momento vuelve a la pobreza.
- d) En algunos casos, como el de China o India, son países pobres y las fuertes tasas de crecimiento coinciden con bajos niveles de calidad institucional; que evolucionan desde ser casi nula institucionalidad hacia reglas de mercado y de libre empresa.

*Cuadro 17*

**INDICE DE CALIDAD INSTITUCIONAL Y DESARROLLO ECONÓMICO**

América Latina							
Posición 2008	Posición 2007	Posición General 2008	País	ICI 2008	ICI 2007	PBI p.c. a precios corrientes	Tasa de Crec Prom. Últimos 20 años
1	1	26	Chile	84	84	9879	4,67%
2	2	55	Uruguay	69	68	7172	2,83%
3	3	57	Costa Rica	69	67	5905	4,53%
4	4	77	Panamá	59	56	5904	4,28%
5	5	79	México	57	55	8479	2,58%
6	6	85	El Salvador	61	53	2857	3,30%
7	7	86	Perú	52	52	3886	4,18%
8	8	91	Brasil	48	50	6938	2,64%
9	9	93	República Dominicana	38	48	4147	5,23%
10	10	99	Colombia	46	46	3611	3,10%
11	11	103	Argentina	45	45	6606	3,25%
12	12	116	Nicaragua	45	40	945	2,99%
13	13	120	Bolivia	39	38	1342	3,00%
14	14	131	Guatemala	39	33	2532	3,21%
15	16	133	Honduras	38	32	1635	3,61%
16	15	135	Paraguay	33	32	1802	2,25%
17	17	140	Ecuador	32	30	3218	2,29%
18	18	164	Cuba	15	24	-	-
19	19	174	Venezuela	16	13	8596	2,56%
20	20	177	Haití	15	12	630	0,49%

*Fuente: CIIMA-ESEADE en base a datos propios y del FMI*

No es extraño llegar a estas conclusiones; ya que, a mayor estabilidad y previsibilidad de las reglas de juego de largo plazo, mayor será la inversión productiva y la eficiencia con la que se asignará. Por ende, las posibilidades de mejorar el bienestar económico y el empleo serán crecientes. La Argentina ha logrado superar los períodos de irresponsables golpes de Estado y establecer una sólida democracia. Sin embargo, no hemos podido avanzar en

el siguiente nivel de madurez cívica, el respeto del principio republicano de gobierno.

La vigencia de la República exige la división del poder que delegan los ciudadanos entre el Ejecutivo, el Legislativo y el Judicial, así no se concentra en una sola persona o institución; lo cual implicaría otorgar la suma del poder público. Además, obliga a cada poder cumplir con las funciones que les delegamos dentro de las restricciones para su ejercicio que le impone la Constitución Nacional. Si bien este control es también responsabilidad del ciudadano, lo es primariamente de los mismos poderes que deben monitorearse mutuamente para ver que los otros no se extralimiten en el uso de sus facultades.

Sin embargo, en la Argentina, nos parece normal que el Congreso le delegue al Poder Ejecutivo la posibilidad de legislar por decreto de necesidad y urgencia. Esto a pesar de estar expresamente prohibido por la actual Constitución Nacional y haberse superado los condicionantes que permitieron postergar transitoriamente el otorgamiento de esta facultad. Tampoco nos parece grave que nuestros legisladores le deleguen al Jefe de Gabinete la posibilidad de cambiar por Decreto en qué se van a gastar nuestros impuestos, cambiando el destino aprobado en la ley de Presupuesto. Parece raro que nuestros legisladores cedan, tan fácilmente, las facultades que les otorga la Constitución. Sin embargo, se puede entender desde el momento que comparten la cultura general de los argentinos que considera que es el Presidente el que tiene la responsabilidad primaria de resolver los problemas; por lo que es lógico cederle todos los instrumentos necesarios. Por ello, este criterio es compartido por oficialismo y oposición; ya que estos últimos actuarían igual si estuvieran en el gobierno.

Lamentablemente, esto le da una tremenda volatilidad a las políticas de Estado, al hacerlas depender del Mandatario de turno. En los países avanzados y estables, es en el Congreso donde se discuten y se establecen por consenso las estrategias de largo plazo. De esta forma, al participar en su gestación tanto el oficialismo como la oposición, estas permanecen en el tiempo cuando los roles se invierten. Estas marchas y contramarchas implican una enorme pérdida de esfuerzos y recursos de la sociedad.

Este cambio cultural llevará tiempo y es responsabilidad primaria de la dirigencia empresaria, intelectual y profesional. Sin embargo, se demuestra que el esfuerzo es redituable en el tiempo y que los países que lo encararon

lograron encaminarse al desarrollo económico y brindarle altos niveles de vida a su población.