

## DEUDA E INFLACIÓN: VOLVER AL FUTURO

**El gobierno está reviviendo los viejos fantasmas de la deuda y la inflación...**

**Por el Dr. Martín Krause y el Lic. Aldo Abram, Directores de CIIMA-ESEADE.  
Realizado para la V Cumbre Financiera organizada por Latinfinance, en Buenos Aires, el 18 y 19 de junio de 2008**

El mayor peligro es la crisis de confianza desatada por el impacto de la inflación en la inversión, el consumo, y los mercados, exacerbado por las limitadas y costosas opciones de recaudar ingresos para afrontar los vencimientos de capital de la deuda pública.

Apenas tres años después de la restructuración de la deuda privada, la Argentina aparece con una deuda similar al del default. Todavía tiene pendiente de resolución al Club de París y a los bonistas, solo siete años luego de la peor crisis en su historia que lo llevó a la cesación de pagos, devaluando el peso, pesificando los depósitos en dólares, y ahora el país está frente a una nueva crisis de deuda a la vez producto y causa de una inflación galopante. Una crisis de vencimientos de pago de capital de la deuda pública exacerbada por su imposibilidad de acceder a financiación internacional 'blanda', revive viejos fantasmas y miedos. Al mismo tiempo, a pesar del crecimiento económico, el contexto nacional es cada vez más desfavorable, mientras que la imagen y credibilidad del gobierno se desgastan por el conflicto con el campo, la crisis energética, la reiterada manipulación de los índices de inflación y pobreza, y el control de precios, entre otros.

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 "dibujadas".

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

### **...crear 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, la noche a la mañana, los argentinos hemos recuperado la confianza en nuestra moneda en virtud de las reformas implementadas a partir del 2002.

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.

### **...sin contemplar los problemas de incertidumbre que generan tanto a consumidores como productores...**

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. 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", interviniendo el organismo que elabora los índices y publicando cifras que muestran una baja que no refleja la realidad. No es raro que las negociaciones salariales tiendan a ser continuas y conflictivas. Este problema no solamente lo tienen

quienes deberán negociar salarios, sino también los que deben discutir pagos futuros, alquileres, tasas de interés, etc.

Al "dibujarse" a la baja el IPC, se disminuye artificialmente el índice CER que lo toma como base y, cuánto menor proporción de la suba de precio real representa el indicador oficial, mayor la quita que se le hace a los tenedores de los papeles que actualizan por ese indicador. El costo de esta "avivada" se está haciendo notar en las dificultades para obtener financiamiento para el sector público.

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.

**...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). Las medidas tomadas con basamento en esta norma generan un fuerte desincentivo a la hora de evaluar una inversión y distorsiona la asignación de aquella que efectivamente se realizan.

## 2. La deuda

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

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%.

**Pero 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 nuestra característica 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.

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).

**...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...**

Los fondos para cubrir las necesidades estatales de financiamiento 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).

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.

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

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; una deuda que resulta más cara que la de los repudiados organismos internacionales de crédito. Esta asociación con Chávez puede justificar el silencio que mantuvo el gobierno ante la expropiación de Sidor. 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%. Esto demuestra que no es menor el costo de no poder acceder a los mercados internacionales de capitales por tener pendiente todavía la solución del problema de los *holdouts*.

### **La solvencia fiscal de corto plazo es una prioridad del gobierno...**

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.

El gobierno sigue por este mismo camino:

- a. Aumentar más aún la presión fiscal a los productores agrícolas locales, quienes padecen el castigo de ser eficientes; lo que ya ha sufrido a partir de la protesta agrícola del mes de marzo y que aún continúa. Esto demuestra que esta estrategia ha llegado a su límite. Además, no 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, si 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. Para ello es necesario resolver algunos temas pendientes que ya señalamos antes: Club de París, *holdouts*, CIADI, reestablecer un índice de precios creíble que elimine la quita que implica el actual CER "dibujado".

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

El fuerte aumento esperable de la recaudación de 2008 ya era suficiente para recomponer gran parte de la solvencia fiscal y aumentar las erogaciones. Por lo tanto, el gasto primario no aumentará al 50% como en 2007, pero sí alrededor de algo más de la mitad de este porcentaje o incluso hasta un 30%. 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.

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

**... en particular, esta falta de inversiones impacta negativamente en la oferta de energía...**

### **3. Contexto internacional, deuda pública e inflación en tres 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**

En este escenario, las expectativas internas se deterioran como resultado de una mezcla de reducción o eliminación de la

rentabilidad en algunas actividades productivas. 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.

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 desaceleración fuerte del crecimiento de la inversión.

Una caída de la confianza en el gobierno también trae menor inversión y, además, una merma en la confianza del consumidor. Por lo tanto, éste empieza a incrementar menos o retrae sus erogaciones, que absorben más del 60% del total de bienes y servicios producidos en la Argentina, complicando la evolución del nivel de actividad.

Otro factor que implica 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.

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.

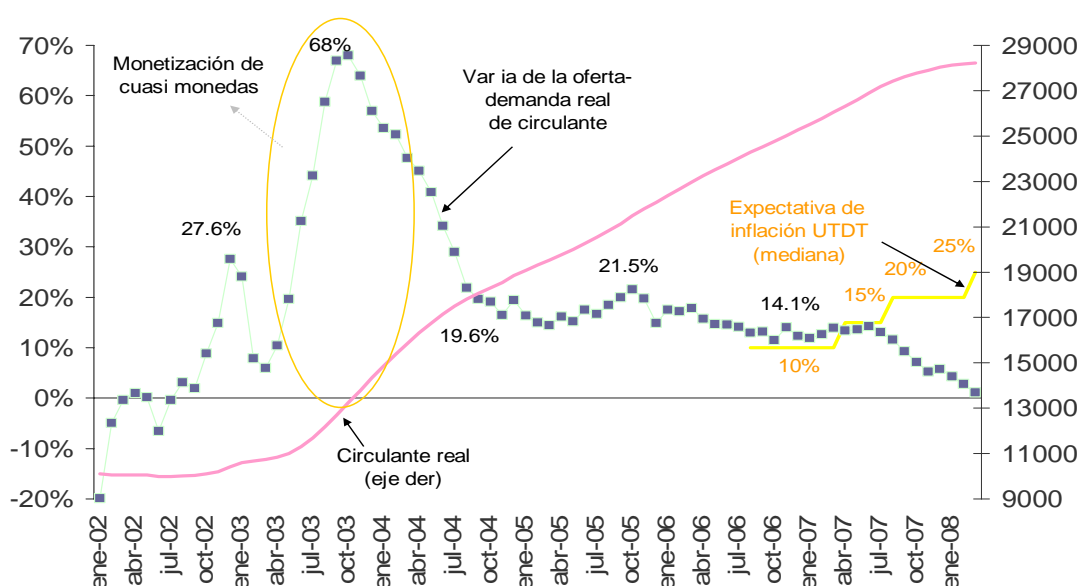
## 2) Crisis de origen interno

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.

Un factor que no colabora con esta peor imagen son las crecientes expectativas de inflación. 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 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.

### DEMANDA REAL DE CIRCULANTE



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

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.

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; ya no parecería haber margen para

continuar con la estrategia de hacerlo maximizando la presión tributaria.

Por lo tanto, preocupa cualquier traspie 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 descritas 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 destara el impacto sería mayúsculo...**

## 4. 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, pero el gobierno no está para jugar a la ruleta y especular con que finalmente no ocurra.

Los "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.

### ...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.
- 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 abandonar el objetivo de sostener un determinado tipo de cambio o delegarlo en el gobierno.
- El gobierno debe revertir el desenfrenado crecimiento del gasto público, aumentar el superávit fiscal al mismo tiempo que reduce la excesiva presión fiscal. Para ello, deberá 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".
- Se debe desregular la negociación salarial para que la evolución de los sueldos respondan a la realidad de las empresas y no a la voluntad del gobierno.
- 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.
- Para maximizar las posibilidades de refinanciación de su deuda, el gobierno debería resolver los temas que le impiden acceder a los mercados internacionales de crédito (Club de Paris, *holdouts*). Esto impactará luego en la inversión y, por ende, el crecimiento económico.
- En verdad, el gobierno debería hacer exactamente lo contrario de lo que está haciendo actualmente. Debería reducir el gasto público, remover las trabas para acceder a los mercados de capitales y

reducir 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.

- Por otro lado, es importante aclarar que, si bien fue positiva, la asociación el marco del MERCOSUR debe ser un paso en el camino a la integración con el mundo.

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** y bienestar económico de largo plazo **la materia pendiente más importante sigue siendo: mayor calidad institucional.**