

# La situación económica: una dificultad mayúscula

El “gradualismo” elegido por el nuevo gobierno para reducir el déficit fiscal podrá aplicarse con el auxilio del financiamiento internacional. No obstante, el equilibrio fiscal de la Nación y las Provincias seguirá imponiéndose como condición necesaria para recuperar el crecimiento y la inversión a largo plazo.

La actual situación económica dista de ser buena. La economía nacional viene arrastrando desequilibrios desde hace varios años. Probablemente, el alto y creciente déficit fiscal sea la principal cuestión a resolver por el nuevo gobierno (ver gráfico).

El déficit se incrementó como consecuencia de un gasto excesivo en diversas áreas que, en muchos casos, se ha vuelto estructural. En este sentido, el enfoque gradualista elegido por la nueva administra-

ción para reducir el déficit fiscal requerirá necesariamente de fuentes de financiamiento; sin embargo, éstas no podrán seguir siendo las mismas que se utilizaron en los últimos años.

## Lo que ya “no se puede”...

Cuando se terminaron los superávit gemelos, hacia finales de 2007, el déficit se financió con desahorro (“metiendo mano” en los stocks); hasta que no bastó sólo con eso y entonces se acudió a la emisión monetaria y al impuesto in-

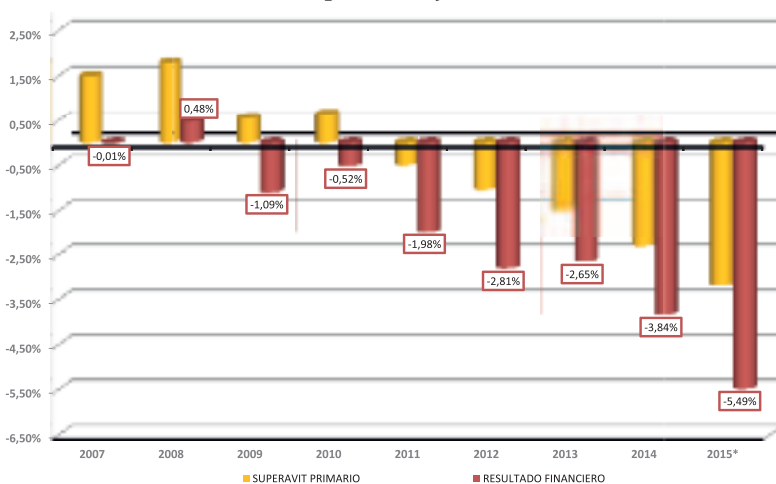
flacionario. De hecho, en 2012 se modificó la Carta Orgánica del Banco Central (BCRA) con el objeto de ampliar las facultades de la autoridad monetaria para financiar al Tesoro. Esta modificación transformó también el mandato del BCRA, que pasó de “preservar el valor de la moneda” a “promover, en la medida de sus facultades y en el marco de las políticas establecidas por el gobierno nacional, la estabilidad monetaria, la estabilidad financiera, el empleo y el desarrollo económico con equidad social”.

Asimismo, se cambió la definición de “Reservas de Libre Disponibilidad” de la Ley de Convertibilidad, y se dio lugar a que las mismas fueran definidas por el Directorio del Banco. Esto permitió, ante la presencia de déficit y la falta de financiamiento, la utilización de las Reservas del BCRA para pagar los vencimientos de deuda (ver gráfico de la página siguiente).

Con la reforma de la Carta Orgánica revivió el festín monetario iniciado en 2010, y para el tercer trimestre de 2012 la Base Monetaria crecía nuevamente al ritmo de las necesidades del Tesoro, por encima del 35% anual.

Esta dinámica generó una inflación alta —y por momentos cre-

Superávit/Déficit primario y financiero SPN (total) como porcentaje del PBI



Fuente: Elaboración propia con datos de la Secretaría de Política Económica - Ministerio de Economía y Finanzas Públicas de la Nación e INDEC PBI a precios corrientes base 2004.

\* Para 2015 el dato del PBI se estima considerando los datos al primer semestre del año.

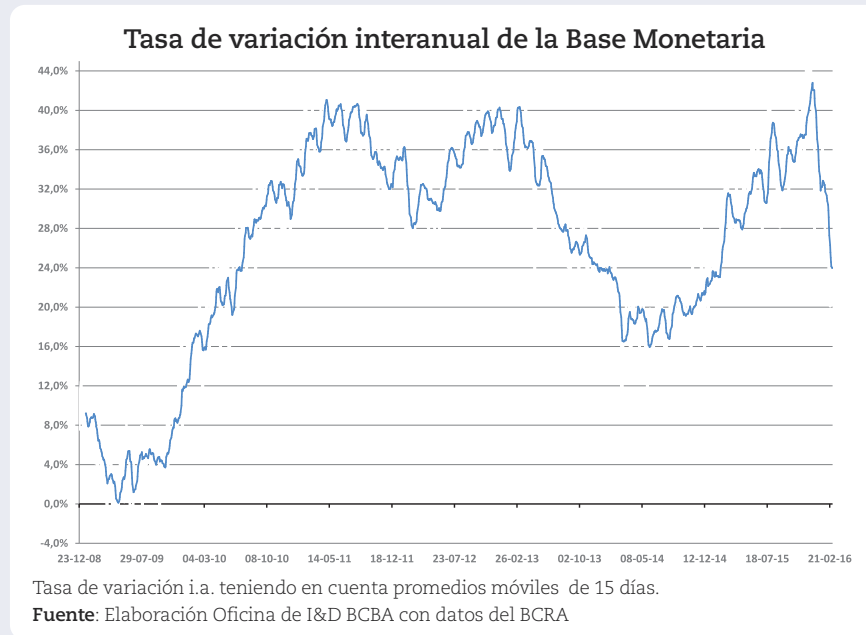
ciente— que llevó a que se intentara utilizar el tipo de cambio como ancla, lo que devino en una fuerte apreciación cambiaria que afectó a la Cuenta Corriente del Balance de Pagos y provocó un deterioro mayor en las Reservas Internacionales.

Es por ello que el nuevo gobierno no puede, ni debe, acudir a este mecanismo de financiación del déficit. Si la dominancia fiscal de la política monetaria continuara, sobre la base de tasas de inflación tan elevadas como las actuales y con este nivel de déficit, la inflación se transformaría en un problema mayúsculo. Por otra parte, intentar neutralizar la emisión a través de LEBAC —dado el stock y la tasa de interés actual— es imposible si se pretende volver a crecer en el corto plazo; además, esa dinámica devendría en una crisis.

La cuestión impositiva no tiene sentido debatirla: cualquiera que viva en la Argentina sabe que la carga fiscal sobre quien tiene todo en regla es elevadísima. En el contexto actual, aumentar alícuotas o poner impuestos nuevos sería contraproducente. De hecho, no hay lugar para más impuestos (incluido en esta consideración el impuesto inflacionario), pues sus efectos serían los de una menor actividad, una menor recaudación, y —por lo tanto— un mayor déficit.

### Un punto de inflexión para el mercado

Sólo queda entonces el camino del endeudamiento. El nuevo gobierno entiende esto, y la búsqueda de una solución a la cuestión de los *holdouts* es parte del recorrido si se quiere acceder a financiamiento



en el mercado internacional a tasas más razonables.

Solucionar la cuestión con los *holdouts*, cerrar definitivamente la etapa del *default*, cumplir el fallo de la Justicia de los Estados Unidos (guste o no la decisión y la consecuente negociación) y salir del “Veraz” internacional es algo que se debe hacer. Eso abriría las puertas, no sólo para que el Estado pudiera tomar deuda a tasas más bajas, sino también para que las empresas privadas obtuvieran financiamiento. *Que baje el Riesgo País es una muy buena noticia para que haya inversiones.*

Sin embargo, esto no evitará que en un plazo no muy largo haya que recuperar el equilibrio fiscal, tanto a nivel nacional como provincial: un déficit fiscal de 5,5 puntos sobre el Producto (considerado sólo el Tesoro Nacional) es un valor muy elevado para cualquier país; más aún para uno que no emite moneda de reserva mundial, que tiene historial de *defaults* (aplaudidos, además), y que lleva más de 5 años sin crecimiento y con bajos niveles de inversión.

En la medida que se recupere el

crecimiento y la inversión, será importante dar lugar a la iniciativa privada y reducir el rojo fiscal: ése debería ser un objetivo contundente a no perder de vista.

En esta nueva etapa, el foco deberá estar puesto necesariamente en la inversión. Al respecto, el mercado de capitales local jugará un papel fundamental como canalizador del ahorro.

Si finalmente se logra, el hecho de cerrar el acuerdo con los *holdouts* y de salir definitivamente del *default* puede significar un punto de inflexión para el mercado argentino. Todavía hay margen para que los bonos reduzcan sus TIR y para que, a partir de una política económica menos restrictiva y un tipo de cambio real competitivo, muchas empresas cotizantes mejoren sus desempeños. Éste será un año muy atractivo para el mercado local: hay que estar atentos. *Después de todo, es su dinero... |*

Oficina de Investigación y Desarrollo  
Gerencia de Desarrollo de Mercado  
de Capitales