



IERAL

Fundación  
Mediterránea

## Revista Novedades Económicas

BROKERS / AQAP

Año 37 - Edición N° 817 - 25 de Marzo de 2015

### Estabilizar en 2016: ni tan fácil, ni tan reactivador

Jorge Vasconcelos

Edición y compaginación  
Karina Lignola



**IERAL Córdoba**  
(0351) 473-6326  
ieralcordoba@ieral.org

**IERAL Buenos Aires**  
(011) 4393-0375  
info@ieral.org

**Fundación Mediterránea**  
(0351) 463-0000  
info@fundmediterranea.org.ar

## Estabilizar en 2016: ni tan fácil, ni tan reactivador<sup>1</sup>

Parar la inflación en seco viniendo de una hiper puede ser muy estimulante para la actividad económica. Pero ese no es el caso de la Argentina hoy. Luego de haberse instalado en un andarivel superior al 20 % anual desde 2007, la inflación en nuestro país ha adquirido un componente inercial peligroso, que exige trabajar por el lado de la oferta (desindexando), pero también por el lado de la demanda, haciendo consistentes la política fiscal y la monetaria. Sin embargo, de aplicarse un programa de estabilización en 2016, no podrá recurrirse a fórmulas como el desagio del Plan Austral (1985) porque, en el arranque, el nuevo gobierno se encontrará con un inédito desorden de precios relativos. A su vez, el próximo año tampoco podrá evitarse un ajuste fiscal, porque el déficit es demasiado elevado como para ser enteramente financiado con endeudamiento y de movida habrá que emitir bonos por unos 10 mil millones de dólares para cerrar el tema holdouts, ya que las reservas del BCRA estarán en su mínimo registro. Por el nivel record de la presión tributaria, cualquier corrección fiscal que se intente tendrá que hacerse por el lado del gasto, buscando mayor eficiencia, pero también por un recorte en los subsidios energéticos y al transporte. Es inevitable que esto afecte la capacidad de consumo, pero aun así las presiones inflacionarias seguirán latentes, ya que el fuerte endeudamiento del Banco Central hará que el interés que pagan las Lebacs se constituya en una fuente autónoma de expansión de la base monetaria, del orden del 20 % anual. Ante ese cuadro de situación, el debate “shock vs. gradualismo” luce desenfocado, ya que se necesitarán medidas muy firmes pero que no podrán ser aplicadas todas en un sólo momento, aunque si conviene que estén preanunciadas.

Esta publicación es propiedad del Instituto de Estudios sobre la Realidad Argentina y Latinoamericana (IERAL). Dirección Marcelo L. Capello. Dirección Nacional del Derecho de Autor Ley Nº 11723 - Nº 2328, Registro de Propiedad Intelectual Nº 5160632. ISSN Nº 1850-6895 (correo electrónico). Se autoriza la reproducción total o parcial citando la fuente. Sede Buenos Aires y domicilio legal: Viamonte 610, 2º piso (C1053ABN) Buenos Aires, Argentina. Tel.: (54-11) 4393-0375. Sede Córdoba: Campillo 394 (5001) Córdoba, Argentina. Tel.: (54-351) 472-6525/6523. E-mail: [info@ieral.org](mailto:info@ieral.org) [ieralcordoba@ieral.org](mailto:ieralcordoba@ieral.org).

<sup>1</sup> Nota publicada el 21 de marzo en diario Perfil

Está comprobado que parar en seco una hiperinflación tiene efectos muy reactivantes sobre la economía. Sin ir más lejos, eso fue lo que ocurrió en 1991, en el arranque de la convertibilidad. Pero no debe olvidarse la situación previa, en la que la hiperinflación de 1989 destruyó los contratos y desmonetizó a la economía. Hoy, en cambio, los contratos están indexados y hay un exceso de pesos en el circuito del consumo.

Tampoco sirve demasiado de referencia la estabilización y reactivación que ocurrió, en simultáneo, luego de la crisis de 2001/2002, ya que esta segunda experiencia comenzó con un "dólar recontraalto", equivalente a unos 22 pesos a precios actuales. Obsérvese que, dada la tendencia actual de la inflación, esa paridad pasaría a unos 28 pesos en doce meses.

El "dólar recontraalto" de fin de 2002 indujo a los argentinos a cambiar sus divisas por pesos porque la devaluación previa había licuado el gasto público y llevado el resultado financiero (Nación más Provincias) a terreno positivo en 2003 (0,9 % del PIB) y a un superávit de 3,1 % del PIB en 2004. Esta fórmula implicaba salarios bajos en dólares y un elevado costo de la inversión en equipos y tecnología importada. Pero la sociedad aceptó lo primero porque la prioridad era el empleo y las empresas pudieron convivir con lo segundo porque en ese entonces había una gran capacidad ociosa y la infraestructura y los sistemas de producción se habían modernizado en el período previo. En forma coincidente, el sector externo se fortalecía día a día por el comienzo del ciclo alcista de las commodities.

Al poner en contexto la estabilización/reactivación de 2003 en adelante se ve como la mayoría de esas condiciones no se dan en el presente o son tendencias que van en la dirección opuesta.

<b>Sector Público Nacional, el Déficit y su Financiamiento (% del PIB)</b>					
	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
<b>Necesidades Financieras</b>	<b>3,6</b>	<b>3,9</b>	<b>4,7</b>	<b>6,0</b>	<b>7,3</b>
Deficit Primario sin BCRA	0,2	0,5	1,7	2,7	3,6
Intereses	1,5	1,9	1,3	1,6	1,8
Amortizaciones	1,8	1,5	1,7	1,7	1,9
<b>Fuentes Financieras</b>	<b>3,6</b>	<b>3,9</b>	<b>4,7</b>	<b>6,0</b>	<b>7,3</b>
Letras BCRA (uso Reservas)	1,7	1,3	1,5	2,0	2,2
Aumento Adelantos BCRA	0,9	2,2	1,6	1,6	1,3
Utilidades BCRA	0,5	0,6	1,0	1,8	1,7
Otros	0,5	-0,2	0,6	0,6	<b>2,2</b>
<b>Lebac/Base Monetaria</b>	<b>29,8</b>	<b>25,7</b>	<b>25,3</b>	<b>49,3</b>	<b>63,2</b>

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea

Una diferencia con 2003 es que ahora la economía tiene contratos que se actualizan periódicamente, caso de los salarios o de los alquileres. Para esos casos, es clave que

pueda establecerse una línea de corte entre la inflación pasada y la futura porque, de lo contrario, introducirán un factor de inercia que obligará a una política monetaria más restrictiva (y recesiva) en función de desalentar las expectativas de inflación. Una piedra en este camino será, en la inicio de la próxima gestión, un probable ajuste de tarifas, que aunque sea por única vez, hará más difícil aquel consenso. Otra diferencia clave con la situación de 2003 es que la corrección del rojo fiscal será mucho más compleja, por el tamaño que ha adquirido el estado, con un incremento del gasto primario de más de 15 puntos del PIB entre Nación y Provincias de 2007 a 2014. Como, además, hay balanza comercial deficitaria en energía y subsidios, las devaluaciones agravan el déficit. Y la economía no podrá crecer en forma vigorosa sin reducir o eliminar impuestos sumamente distorsivos como retenciones e ingresos brutos, cheques o la falta de ajuste por inflación de Ganancias.

Quizá la agenda descrita en el párrafo anterior resulte abrumadora. Pero, con un déficit fiscal (Nación más Provincias) llegando a casi 7 puntos del PIB este año, si la Argentina no toma el toro por las astas, el resultado será que la inflación aumente, en lugar de bajar, con lo que esto implica sobre los sectores populares.

La estabilidad tampoco podrá lograrse con el tipo de cambio a 8,8 pesos ya que, en ese nivel, los capitales salen en lugar de ingresar. Tomando como referencia el real brasileño, quizá hoy una paridad de equilibrio se encuentre entre los 11 y los 11,5 pesos. Llevado a 2016, esto implica algo entre 15 y 16 pesos por dólar. Esto puede lograrse en un solo paso, unificando el mercado cambiario, o en dos etapas, con una transición en la que convivan por un tiempo un tipo de cambio financiero libre y otro comercial.

Para la mayoría de la población, sería muchísimo mejor que la economía encuentre un equilibrio con un dólar de 15 a 16 pesos, que con uno de 28 pesos. Pero el primer escenario requiere una gran dosis de madurez de todos los actores involucrados.

No parece imposible que la clase media acepte pagar por la luz y por el gas lo que realmente cuestan. Pero la dirigencia política podría hacer una gran contribución, forjando una visión de futuro de la que hoy el país carece. En términos sociales y productivos, no hay una Argentina sino dos, tal como era Alemania antes de la unificación. A principios de los '90, Alemania Occidental decidió invertir tiempo, dinero y esfuerzo en nivelar hacia arriba la calidad de vida de Alemania del Este, y vaya si lo logró. Cabe preguntarse cuando llegará la hora de unificar las dos argentinas, cuando se repara en trabajadores y pymes que no logran salir de la informalidad, en el limitado acceso a bienes públicos de quienes no tienen otra opción, en las porciones de territorio sin infraestructura.