

# Explorando los límites del impuesto inflacionario

■  
*La política de financiamiento del gasto público con emisión comienza a encontrar sus límites.*

■  
*Se agudiza la dificultad de las provincias para equilibrar sus finanzas a medida que se acelera la inflación.*

■  
*El gobierno debe dar una respuesta drástica, que puede implicar una reformulación amplia de la política actual.*

## Novedades del primer bimestre

Transcurrido el primer bimestre del año, surgen nuevos elementos para revisar las perspectivas trazadas en el informe de diciembre pasado. En el mismo se destacaba un repunte leve de la tasa de crecimiento de la economía impulsado por mejoras en el contexto externo, particularmente, por una mejor demanda de importaciones desde Brasil y buenos rendimientos en la campaña agrícola. Adicionalmente, se planteaba alguna duda con respecto a los precios a partir de la tendencia declinante en el precio de la soja en los últimos meses del 2012. Si bien el principal determinante del desempeño de la economía argentina en los últimos años fueron factores externos, también se advertía sobre un mayor peso de los factores relacionados con la situación interna del país y que podrían llegar a contrarrestar el impacto positivo asociados al contexto exterior.

Comenzando por la situación de la economía internacional, cabe destacar ciertos hechos significativos. En líneas generales, algunos indicadores comienzan a reflejar una mejora de la actividad económica en Estados Unidos y en Brasil. Por el lado de Estados Unidos, se informó una caída de los niveles de desempleo durante el primer bimestre. La tasa de desempleo de febrero del 7,7% fue la menor desde el inicio de la crisis financiera en 2008. No obstante, esta mejoría podría verse contrarrestada por el fuerte ajuste fiscal que deberá implementar el gobierno debido a la ausencia de acuerdos políticos para limitar el déficit. En segundo lugar, la economía de Brasil presentó señales de recuperación en el nivel de producción del sector industrial a partir de enero. A ello se suma la posibilidad de que el Banco Central decida aumentar las tasas de interés para contener la inflación dentro de las metas fijadas por la política monetaria, lo que propiciaría una tendencia a la apreciación del real. En síntesis, el balance del contexto externo ha arrojado algunos indicios con impacto positivo en la marcha de la economía del país.

Las principales novedades surgen en el plano interno. El objetivo prioritario del gobierno se podría resumir en llegar a las elecciones legislativas de octubre con un alto nivel de consumo, impulsado por el gasto público y el crédito, una tasa de inflación estable pero elevada, en torno a los niveles del año anterior, y niveles de reservas con tendencia al alza. Para alcanzar esta meta, resulta fundamental contener las expectativas de inflación a través de un cierre rápido de acuerdos salariales en niveles cercanos al 22% anual y mantener un tipo de cambio marginal estable. Hasta

mediados de marzo, no hubo avances significativos y por el contrario, en un contexto de fuerte aumento de expectativas de inflación, se presentaban grandes dificultades para cerrar negociaciones por ajustes de salarios y sostener el nivel de reservas de divisas.

Uno de los obstáculos para avanzar en las negociaciones salariales fue la insatisfacción de la dirigencia sindical en torno a la disminución de la presión tributaria sobre salarios generada por el anuncio del aumento de los niveles mínimos de ingresos no gravados con impuesto a las ganancias. Desde hacía tiempo, había una gran expectativa en torno a la posibilidad de recomponer el ingreso disponible de los asalariados a través de esta medida pero la decisión final se encontró distante de lo esperado por la dirigencia sindical. Más allá de esto, el factor que más deterioro las posibilidades de acelerar el cierre de negociaciones por ajustes de salarios fue, durante diciembre y enero, la aceleración de la tasa de inflación y el salto en la cotización del tipo de cambio marginal, impulsado por la fuerte emisión monetaria del Banco Central en diciembre para cubrir los elevados requerimientos de financiamiento del gobierno nacional<sup>1</sup>.

La dificultades para avanzar en la definición de acuerdos salariales presenta un doble efecto negativo sobre la economía; por un lado, genera incertidumbre en torno a la tasa de inflación esperada para el 2013 y por lo tanto suma nuevos obstáculos al escaso ritmo de inversión, y por otro lado, retrasa la recuperación del consumo debido a la demora para recomponer el poder adquisitivo de los salarios.

Por el lado de las reservas, las expectativas de mayor devaluación del peso disminuyeron el ritmo de liquidación de divisas por exportaciones de granos en tanto que la prohibición de transferir fondos al exterior y el creciente atraso cambiario frenó el ingreso de dólares por financiamiento externo. A ello se agregó la continuidad en el retiro de depósitos bancarios en moneda extranjera. En resumen, pese al cepo cambiario, disminuyó la oferta de divisas al Banco Central en tanto que se mantuvo un alto nivel de demanda por retiro de dólares. El resultado fue y continúa siendo la gran dificultad del Banco Central para sostener el nivel de reservas internacionales.

Dado que el ritmo de emisión de moneda continuó la tendencia alcista y, pese a los estrictos controles dirigidos a restringir la compra de moneda extranjera, el nivel de reservas se mantuvo estancado, los ahorristas percibieron un creciente deterioro del respaldo en divisas del dinero en circulación y por ello, un mayor riesgo de devaluación del peso. Finalmente esta expectativa resulta convalidada por el aumento de la demanda y la retracción de la oferta en el mercado de cambios no oficial. En líneas generales, esta situación fue lo que se observó en el primer bimestre del año con un gran salto en la cotización del dólar marginal hasta niveles cercanos a los \$8 generando un importante desequilibrio que alimentó expectativas en torno a un posible cambio de régimen con la introducción de tipos de cambios múltiples. De esta forma, la expectativa de devaluación e inflación, sumaba más incertidumbre a la negociación salarial y por lo tanto alejaba la posibilidad de acuerdos y de recuperación del consumo. Por ello, una vez más, como medida estabilizadora, el gobierno optó por imponer un congelamiento transitorio de precios en principio hasta el mes de abril. La medida logró forzar una disminución temporaria en la tasa de crecimiento de los precios (confirmado por las estimaciones privadas de inflación del mes de febrero). Sin embargo, la medida no logró despejar las expectativas de mayor inflación al no tener efecto sobre factores que explican el aumento creciente de los precios (principalmente el aumento de la emisión de moneda para financiar un creciente déficit fiscal). Se trata de una herramienta para ganar tiempo, mientras se idean salidas a otros desequilibrios o con suerte, se espera que tiendan a estabilizarse.

*<sup>1</sup>Si bien en los meses posteriores, el BCRA neutralizó en parte el aumento de la emisión con colocación de deuda, el saldo continuó resultando expansivo.*

A principios de marzo, la cotización del dólar paralelo pareció haber encontrado un equilibrio momentáneo. Igualmente, esto no resulta suficiente para descomprimir las expectativas de devaluación por cuanto se espera que el gobierno difícilmente tome medidas para corregir el déficit, al menos hasta que lleguen las elecciones de octubre y por lo tanto, cabe esperar que en los próximos meses se acentúe su dependencia del financiamiento a través de la emisión de moneda del Banco Central.

Debido a las dificultades antes señaladas para aumentar el nivel de reservas, cabe esperar que se mantengan las restricciones a las operaciones con divisas y por ello, no se encuentran razones para proyectar mejoras sustanciales en el mercado inmobiliario y el sector de la construcción, excepto por el impulso que pueda significar una mayor obra pública y las políticas de expansión del crédito.

En cuanto al nivel de actividad, de acuerdo el EMI, la industria habría exhibido una mejora en enero aunque muy leve y por debajo de lo esperado. El freno a la desaceleración se advierte en la tendencia en los últimos meses de las variaciones con respecto a igual mes del año anterior (noviembre: -1.4%, diciembre: -3.4% y enero: 0.2%) y de la variación mensual sin efectos estacionales (noviembre: -2.1%, diciembre: -0.1% y enero: 0.6%). En cuanto a las exportaciones, comparando enero con respecto a igual del año anterior, pese a la mejora de los precios, la caída de volúmenes determina un menor ingreso de divisas. El mayor retroceso de cantidades en términos interanuales se observa en manufacturas de origen agropecuario (-20%) y energía (-28%).

## Perspectivas

Más allá de que se concuerde o no con el diagnóstico oficial, la marcha de la economía dependerá de la lectura que haga el gobierno y de las medidas que finalmente decida tomar. Para ello resulta útil intentar clarificar sus metas. El objetivo prioritario consistiría en llegar a las elecciones con un nivel de actividad elevado, aunque con baja tasa de crecimiento del PBI, y una tasa de inflación estable pero elevada.

A la luz de la creciente inestabilidad de precios y dificultad para reactivar la economía, este objetivo plantea dilemas. Una de estas disyuntivas se encuentra entre el propósito de impulsar el consumo de los próximos meses a través de un mayor crecimiento del gasto público financiado con aumentos de emisión monetaria y el riesgo de aceleración de la tasa de inflación que esta medida conlleva.

En los últimos años, la principal herramienta para contener el alza de los precios resultaba la estabilización del tipo de cambio oficial pero al costo de un creciente atraso cambiario y pérdida de competitividad de exportaciones. A partir de este año, el último recurso para financiar el gasto público, el impuesto inflacionario, comienza a encontrar límites. En una economía estancada, el nivel actual de inflación frena inversiones, y amenaza con afectar el consumo debido a la dificultad para acordar subas de salarios de una magnitud similar al incremento esperado de los precios. Y aún en el caso que se impusiesen aumentos salariales superiores a la inflación, el impacto sobre el gasto igual llegaría por una reducción de la demanda de empleo. De modo que lo que limita la continuidad de la política de financiamiento con aumento de la emisión monetaria es su efecto negativo sobre los tres impulsores de la actividad económica: consumo (a través de un menor salario real o demanda de empleo), inversión (a través de la incertidumbre sobre la rentabilidad esperada por

la inestabilidad de los precios) y exportaciones (a través del atraso cambiario). A ello se suma la evidente dificultad de los gobiernos provinciales (en modo particular, la provincia de Buenos Aires) para equilibrar sus finanzas porque al aumentar la tasa de inflación, se observa que el crecimiento de sus gastos (básicamente remuneración de empleados públicos) sobrepasa el de los recursos propios; generando un clima con claras repercusiones negativas sobre el nivel de actividad.

Por otra parte, al aumentar la inflación, la expectativa creciente de devaluación, alimentada por las restricciones para operar en el mercado de divisas (cepo cambiario), facilita que el exceso de moneda en circulación se canalice al mercado marginal convalidando tipos de cambios cada vez mayores. Al aumentar la diferencia entre el tipo de cambio oficial y el marginal, se vuelve a acrecentar la expectativa de un peso más devaluado. Por esta realimentación entre brecha cambiaria, aumento de la emisión y expectativas de devaluación, crece la amenaza de precios cada vez más inestables. En este contexto, puede entenderse la reaparición de debates sobre planes de estabilización.

Uno de las alternativas para contener las subas del tipo de cambio marginal podría ser el aumento de la tasa de interés de los depósitos bancarios. Este camino plantea una nueva disyuntiva, dado que significaría un encarecimiento del crédito y por lo tanto, interferiría con el objetivo de sostener el ritmo de crecimiento de la actividad económica.

Otra opción sería aumentar la tasa de devaluación del peso en el mercado oficial. El problema es que en la medida que no se contenga la emisión de moneda, se mantiene la creencia de que la brecha se mantenga e inclusive crezca, por lo que esta devaluación se traslada a la cotización del mercado de cambios paralelo y a los precios, neutralizando la mejora de competitividad buscada para los sectores exportadores.

En adelante, la duda se centra en la posible agudización de desequilibrios (tipo de cambio e inflación) que obliguen a una respuesta drástica por parte del gobierno; significando esto último una reformulación amplia de la política actual. Si la situación pudiera mantenerse – es decir, el dólar marginal se estabiliza y la inflación no supera el umbral del 30% anual -, la mayor posibilidad consistiría en que el gobierno mantenga los lineamientos actuales (cepo cambiario, controles de precios, aumento del gasto público financiado con emisión, créditos a tasas subsidiadas), y en la medida que se presenten complicaciones, ensaye algunos ajustes marginales y graduales del modo más desapercibido posible (suba de tarifas energéticas, absorción de la expansión monetaria, aumento de tasa de interés, flexibilización parcial de restricciones para importar o transferir beneficios al exterior).

Si los desequilibrios se agudizarán y resultará necesaria una intervención drástica para estabilizar las expectativas (es decir, adoptar medidas que signifiquen una reformulación amplia de la política actual), se plantea un segundo interrogante sobre el tipo de decisiones que finalmente se adopten para contener los desbordes inflacionarios. En este caso, el gobierno no tendría margen para evitar la eliminación del financiamiento del déficit con emisión monetaria y frente a esta necesidad, enfrentaría las siguientes opciones: (1) generar nuevo financiamiento, por ejemplo a través de mayor deuda o nuevas expropiaciones, (2) reducir el déficit a través de una fuerte reducción en la tasa de crecimiento del gasto público con o sin aumentos de la presión tributaria. En cualquier caso, y recordando las respuesta de política económica de los últimos años, cabría esperar una intensificación de controles sobre precios y tipo de cambio.

En este planteo de posibles salidas, una devaluación importante (incluyendo la comentada implementación de cambios múltiples) y/o un ajuste fuerte de tarifas de servicios sin un plan creíble en torno al control de la emisión que posibilite contener las expectativas de inflación representarían medidas insuficientes.

Por lo señalado hasta este punto, en la configuración de los posibles escenarios para los próximos meses el punto crítico consistirá en monitorear el riesgo de que se acentúen los desequilibrios de precios. Por ello, habrá que prestar atención a variables críticas como la tasa de inflación privada, la relación entre base monetaria y reservas del Banco Central, la evolución del tipo de cambio paralelo, la marcha de las negociaciones por ajustes de salarios, la evolución del déficit fiscal y la evolución del nivel de actividad.

Por último, un elemento que determinara un agravamiento o mejora con respecto a la situación actual será la resolución de la Justicia de Estados Unidos de América con respecto a la demanda planteada por tenedores de títulos públicos que no accedieron a las reestructuraciones de deuda propuestas por la Argentina. Hasta el momento, la Corte ha dado pocos indicios sobre la resolución final más allá de ordenar la presentación de un plan de pagos, para lo cual el gobierno argentino elabora una propuesta de canje de títulos. Si la misma fuera aceptada, significaría un avance en dirección a revertir el aislamiento del país en el mercado internacional de capitales aunque por ello no cabe esperar que se revierta la falta de financiamiento externo en el corto y mediano plazo. Por el contrario, si se rechaza el planteo, será necesario buscar una rápida salida para cumplir con los próximos vencimientos de deuda pública a pagar en Estados Unidos para no incurrir en una nueva cesación de pagos y colocar al país en una situación muy comprometida no solo por los pagos que deberá hacerse a las partes demandantes sino por el riesgo de nuevas demandas de los tenedores de títulos que aceptaron ingresar al canje de 2005 y 2010. ■