ECOLATINA
CONSULTORA EN ECONOMIA Y EMPRESAS

INFORME ECONÓMICO SEMANAL Nº 515

- BUENOS AIRES, 1º DE JULIO DE 2005 -

Ambigüedades e inconsistencias en los pedidos del FMI

Los sospechosos argumentos de siempre

Claves

✓ Los técnicos del FMI plantearon una serie de elementos que consideran necesarios para lograr un nuevo acuerdo con la Argentina. No obstante, muchos de estos pedidos son ambiguos e incompatibles entre sí, puesto que, aún cuando hubiera voluntad política, no es posible cumplir con todos ellos simultáneamente.

✓ Por un lado, el Fondo pide un mayor nivel de superávit fiscal y la eliminación de los impuestos distorsivos. Si se suprimen estos tributos, el excedente primario desaparece y si se busca incrementar la recaudación eliminando las excepciones del IVA, se perjudica a los sectores de menores ingresos, en un momento donde todavía 40% de la población se encuentra por debajo de la línea de pobreza.

✓ El FMI estipula que es necesario permitir una apreciación del tipo de cambio nominal para evitar que la inflación se acelere. Sin embargo, no existe evidencia que indique que la caída del tipo de cambio esperado permitirá una reducción en el nivel de precios internos. Asimismo, una apreciación deterioraría la competitividad-precio de los productos argentinos, perjudicando las exportaciones y, por tanto, reduciendo los ingresos fiscales y antentando contra la previsibilidad del contexto macroeconómico.

✓ Ratificando su contradicción, el propio FMI reconoce el buen desempeño de la economía argentina durante el proceso de recuperación y destaca que el aumento del nivel de precios fue significativamente menor al de otras economías emergentes que sufrieron crisis similares.

✓ El FMI critica los controles de capitales como mecanismo de mantenimiento del tipo de cambio, sin tener en cuenta que contribuyen a reducir la vulnerabilidad de la economía frente a flujos especulativos.

✓ Un acuerdo con el FMI es deseable en tanto y en cuanto mejora el perfil de vencimientos de la deuda de nuestro país y por ende agrega oxígeno financiero para consolidar un sendero de crecimiento sostenido. Sin embargo, sólo tendrá sentido si el gobierno no acepta aquellos compromisos que le quiten márgenes de flexibilidad y que, por otra parte, no brindan ninguna certeza en la contrapartida de un mayor crecimiento en el mediano y largo plazo.

Corrientes 327 - Piso 18 (1043) Bs. As. Argentina. Tel. (54-11) 4312-3200- Fax: 4312-2929
e-mail: coyuntura@ecolatina.com www.ecolatina.com

En busca de un nuevo acuerdo

El directorio del FMI planteó una serie de elementos que consideran necesarios para lograr un nuevo acuerdo con la Argentina.

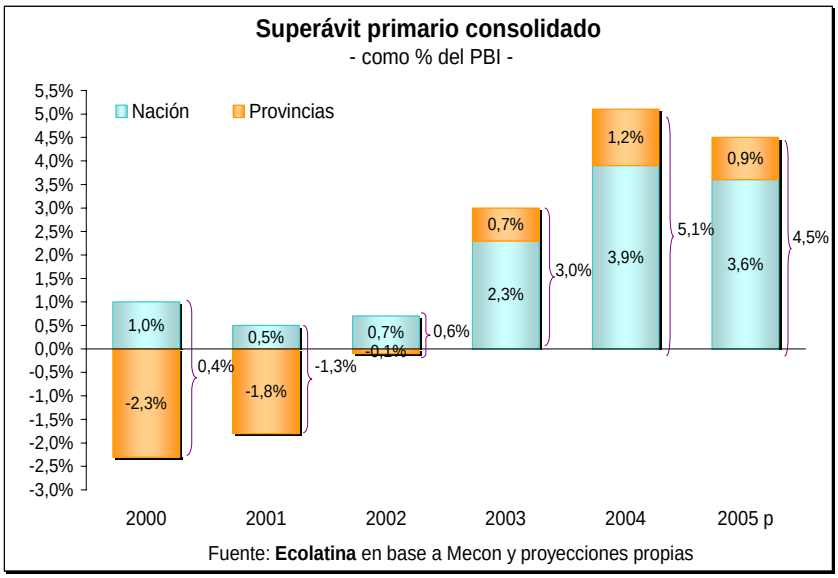
Se espera que a mediados de julio **el gobierno argentino y el Fondo Monetario Internacional** (FMI) **retomen las negociaciones** tendientes a suscribir un nuevo acuerdo crediticio de largo plazo para refinanciar parte de los próximos vencimientos del país con la entidad.

En este sentido, el directorio de la institución planteó una serie de cuestiones que considera que la Argentina debe cumplir para alcanzar dicho acuerdo. El objetivo de **Ecolatina** en el presente informe es analizar la razonabilidad, la viabilidad y la consistencia de los pedidos del organismo y finalmente qué tipo de acuerdo – en grandes líneas – sería conveniente para nuestro país.

Algunos pedidos incongruentes

El Fondo estipula que el superávit fiscal debería ser mayor y que deben eliminarse las retenciones a las exportaciones y el impuesto al cheque.

En primer lugar, el FMI sostiene que el **superávit fiscal primario consolidado** (Nación + provincias) debería ser mayor, con el objetivo de que el gobierno pueda pagar una proporción más significativa de su deuda. Si bien en términos del producto el resultado durante 2005 será algo más de medio punto inferior al de 2004 (4,5% frente 5,1%), aún continúa siendo elevado y supera notablemente al de años anteriores.



Estos objetivos son incompatibles porque la supresión de estos tributos implicaría la desaparición del superávit primario del Gobierno Nacional.

En sus **cálculos el Fondo supone que la Argentina no refinancia los vencimientos de su deuda con el organismo**. Sin embargo, el modelo de consistencia macroeconómica que el gobierno utilizó al momento de realizar la oferta final del canje suponía, entre otras proyecciones, un crecimiento anual promedio del PBI de 3,3% y de 2,2% para el superávit primario para los próximos cuarenta años y refinanciación de todos los vencimientos de capital con los organismos internacionales hasta 2014. Si bajo este escenario fue necesaria una

significativa quita de la deuda pública (mayor a 60% en valor presente), mal podría el gobierno hacer frente a los "pagos totales" de capital con los organismos internacionales sin caer nuevamente en un proceso de "no sustentabilidad" de la deuda pública.

En sus cálculos el Fondo supone que no refinancia los vencimientos de la deuda argentina con el organismo.

No obstante, en caso de que se suscriba un acuerdo, parte de los pasivos argentinos con la entidad serán refinanciados. Por lo tanto, el superávit fiscal necesario para poder cumplir con las obligaciones será menor. Suponiendo que se logra un acuerdo para los próximos tres años, se refinanciaría el capital de la deuda con los organismos internacionales por aproximadamente 17.500 millones de dólares, de los cuales algo más de 60% corresponde al FMI.

Perfil de vencimientos de capital de la deuda pública con los organismos internacionales

Saldos en millones de dólares al final del período

	II semestre 2005	2006	2007	2008	2009	2010 y +
Total Organismos internacionales	3.209	6.959	6.144	2.370	1.454	6.907
F.M.I.	2.500	4.522	3.622	441	0	0
B.I.D.	281	1.406	1.471	987	667	3.932
B.I.R.F.	421	1.021	1.038	934	779	2.962
FONPLATA	6	11	11	6	6	6
CAF	0	0	1	2	2	7

Fuente: Ecolatina en base a INDEC

Sin embargo, aun con supuestos de crecimiento y superávit sostenido y refinanciación de los pasivos con los organismos internacionales, fue necesaria una significativa quita de la deuda pública al sector privado.

En segundo término, el FMI solicita al gobierno argentino que elimine los tributos "distorsivos" (**impuesto a los créditos y débitos bancarios y retenciones a las exportaciones**). Este pedido es incompatible con la exigencia de mantener el superávit fiscal en los niveles actuales, menos aún si se pretende aumentarlo. Este año la recaudación de estos impuestos rondaría 20.000 millones de pesos, por lo cual su desaparición eliminaría el excedente primario del sector público nacional.

Por tanto, mal podría el gobierno hacer frente a los "pagos totales" de capital sin caer nuevamente en un proceso de "no sustentabilidad" de la deuda pública

Además, cabe destacar que las retenciones a las exportaciones – a diferencia del impuesto al cheque – no fueron concebidas con el mero objetivo de incrementar los ingresos fiscales. Tal como se mencionó en informes anteriores[1], este gravamen se orienta también a redistribuir ingresos y mantener controlados los precios de los alimentos en el mercado interno. Por tanto, la carga de los derechos de exportación sólo podrá disminuir en el mediano y largo plazo, siempre y cuando no se produzca ningún bache de financiamiento y simultáneamente mejore la problemática social.

El FMI plantea que los ingresos necesarios para mantener el superávit deberían provenir del impuesto al valor agregado (IVA) y a las

[1] Ver IES Nº 514 del 24/06/2005.

ganancias, a través de una eliminación de las excepciones. Las exenciones del IVA tienen como finalidad cumplir una rol social (comprenden, por ejemplo, alimentos básicos y ciertos aspectos de salud y educación), por lo cual la reforma perjudicaría principalmente a los sectores de menores ingresos.

El FMI alega que la Ley de Responsabilidad Fiscal es insuficiente. Sin embargo, esta norma contiene elementos fundamentales para lograr el equilibrio fiscal de largo plazo en las 17 provincias que ya la aprobaron.

El Fondo también argumenta que una reforma de la **Ley de Coparticipación Federal** (LCF) resultaría clave para fortalecer las cuentas públicas y que la **Ley de Responsabilidad Fiscal** (LRF) resulta insuficiente. Sin embargo, esta última norma, que ya fue aprobada por diecisiete provincias (que representan 77% del gasto provincial), cuenta con elementos fundamentales para lograr el equilibrio fiscal de largo plazo a nivel federal, tales como la prohibición de que el gasto crezca más rápidamente que el producto, restricciones sobre el nivel de endeudamiento, sanciones ante el incumplimiento, etc. Además, dada la proximidad de las elecciones legislativas a nivel nacional resulta hasta utópico creer que pueda lograrse el consenso necesario para aprobar una reforma de la LCF durante este año.

La inflación: otra inconsistencia

El FMI sostiene que es necesario evitar que la **inflación** se acelere durante el segundo semestre, para lo cual aconseja una apreciación del **tipo de cambio nominal**.

Sin embargo, surgen diversas objeciones a este argumento. Es sabido que existen rigideces a la baja de los precios; en consecuencia, resulta poco probable que caigan ante una reducción del tipo de cambio nominal. A modo de ejemplo, a pesar que entre enero y mayo el peso se apreció 3,1%, la inflación acumulada durante ese período trepó a 5,1%. En este contexto, en el caso que la suba de los precios se acelerara durante la segunda mitad del año, la disminución del tipo de cambio no sería un instrumento útil para frenarla.

El FMI promueve la apreciación nominal del peso para evitar que los precios se aceleren.

Además de su incapacidad para reducir el nivel de precios internos, existen otros motivos por los cuales no resulta deseable una apreciación del peso. En el corto plazo, la baja del tipo de cambio **deterioraría la competitividad-precio** de los productos argentinos, perjudicando a los sectores exportadores y sustitutivos de importaciones, motores de la recuperación de la economía durante los últimos tres años. Dada la importancia de las retenciones a las exportaciones en la recaudación (10% del total), la apreciación **reduciría también los ingresos fiscales** e imposibilitaría el mantenimiento o incremento del superávit primario.

De todas formas, no existe evidencia que indique que la apreciación permitiría reducir el nivel de precios.

En un análisis de mediano plazo, la caída del tipo de cambio **impacta negativamente sobre la previsibilidad de la economía**. Luego de más de dos años durante los cuales la cotización del dólar se mantuvo entre 2,8 y 3 pesos, los agentes planean sus inversiones confiando en la decisión del gobierno de mantener el precio de la divisa dentro de ese rango. Efectivamente, los economistas argentinos esperan que el tipo de cambio se ubique entre 2,9 y 3 pesos por dólar a fines de 2005 y 2006,

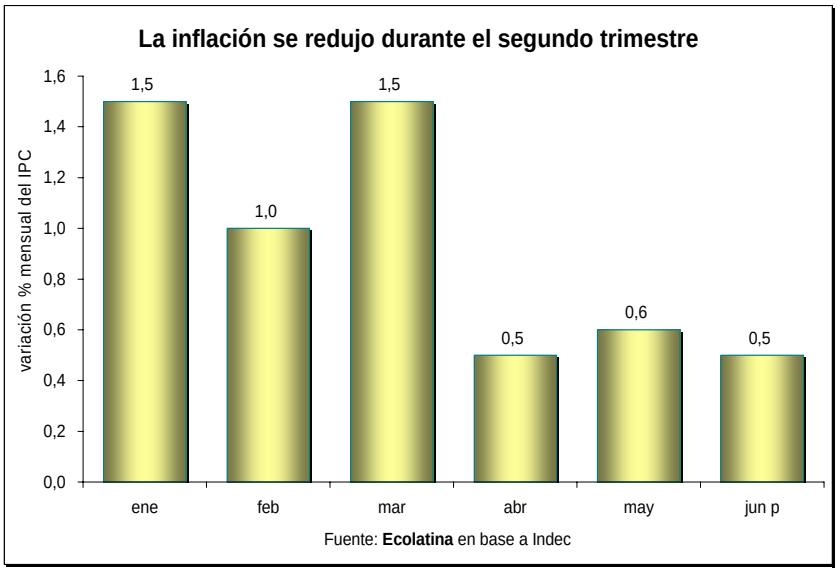
según surge del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) realizado por el BCRA.

Este año, la inflación (proyectada por **Ecolatina** levemente por encima de 8,5%) se situará ligeramente arriba del límite superior del rango fijado en el programa monetario (8%), por lo cual la evolución del nivel de precios permanece bajo control y no constituye una señal de alarma.

Además, la caída del tipo de cambio deterioraría la competitividad precio de los productos argentinos y las menores exportaciones disminuirían los ingresos fiscales, por tanto la economía sería menos previsible.

Es cierto que los aumentos registrados durante el primer trimestre fueron superiores a lo esperado. No obstante, respondieron en gran medida a factores puntuales y estacionales, a subas en precios regulados y al ajuste de otros que permanecían rezagados. El cambio en los precios relativos es una consecuencia natural de la transición entre dos modelos económicos muy diferentes.

Precisamente otra de las incosistencias, radica en que **el propio FMI reconoce el buen desempeño de la economía argentina durante el proceso de recuperación y destaca que el aumento del nivel de precios fue significativamente menor al de otras economías emergentes que sufrieron crisis similares.**



Sin embargo, la inflación está bajo control y el propio Fondo reconoce la buena performance *argentina en este aspecto respecto de otros países que atravesaron crisis similares.*

En definitiva, **no se espera que la inflación observada en los primeros tres meses se repita durante el próximo semestre**, tal como queda en evidencia en el comportamiento de los índices de precios durante el segundo trimestre. En efecto, entre enero y marzo la inflación acumulada llegó a 4%, en tanto que entre abril y junio se estima una suba de sólo 1,6%.

Igualmente, un posible acuerdo entre la Argentina y el FMI cobrará importancia a partir del año próximo. En este caso, deberá considerarse el nivel de inflación fijado en el Programa Monetario de 2006 y no en el de 2005, un año de ajustes en los precios relativos y sin ayuda por parte del Fondo.

El control de capitales: ¿otro pecado argentino?

Por otro lado, algunos directores del Fondo critican la instrumentación de **controles al ingreso de capitales**, alegando que no contribuirán a evitar la apreciación del peso, sin considerar que la medida va más allá del objetivo cambiario puesto que se orienta a reducir la vulnerabilidad de la economía frente a la volatilidad de los flujos de fondos especulativos. Antes de la reestructuración de la deuda en default el ingreso de capitales era menor y el BCRA no se veía forzado a esterilizar su intervención. Luego de la conclusión del canje, el mayor ingreso de flujos de corto plazo puso en evidencia la necesidad de implementar medidas tendientes a frustrar cualquier burbuja especulativa.

El FMI critica los controles de capitales como mecanismo de mantenimiento del tipo de cambio, sin tener en cuenta que contribuyen a reducir la vulnerabilidad de la economía frente a flujos especulativos.

Otro de los puntos en cuestión del FMI se centra en la necesidad de **culminar la renegociación de contratos de las empresas de servicios públicos privatizadas**, permitiendo, entre otras cosas, un **ajuste** más amplio **de las tarifas**. Una vez más, este objetivo resulta incompatible con el pedido de mantener la inflación por debajo de 10% anual.

Si se tiene en cuenta la importancia de los servicios públicos en los costos de producción y, por tanto, en la formación de precios de la economía, nuevos incrementos en las tarifas pagadas por la industria, los servicios y el comercio sin duda alguna estimularían nuevas subas de la tasa de inflación. No obstante, ya se produjeron algunos aumentos que en parte se trasladaron a los precios minoristas.

De todas maneras, la renegociación de los contratos de los servicios públicos es necesaria para garantizar la realización de las inversiones necesarias para sostener el crecimiento, en particular aquellas vinculadas con la provisión de energía. En este sentido, el gobierno ha avanzado, a mayor ritmo en los últimos meses, en la renegociación con las empresas privatizadas y es posible que a fines de este año o comienzos del próximo culmine el proceso que puede incluir nuevos ajustes de tarifas.

De nuevo, a pesar de la inevitabilidad de estos aumentos tarifarios, **el gobierno deberá seguir buscando mecanismos que eviten que esta situación impacte sobre el poder de compra de los sectores más carenciados**.

En lo que concierne a los **salarios**, el FMI advierte sobre el riesgo de que los incrementos se traduzcan en una espiral inflacionaria precios-salarios. Si bien no parece probable que un escenario de tales características vaya a tener lugar en un futuro cercano, es cierto que cualquier incremento de las remuneraciones debe resultar del acuerdo entre trabajadores y empresarios y el crecimiento de la productividad no debe perderse de vista.

A pesar de sus advertencias sobre la inflación, el Fondo pide incrementos en las tarifas de los servicios públicos, que sin dudas aumentarían el nivel de precios.

De acuerdo al FMI, para que la reestructuración de la deuda sea completa el gobierno debe encontrar una solución para los acreedores que voluntariamente quedaron fuera del canje (***holdouts***). Si bien seguramente en el futuro se buscará algún acuerdo con estos bonistas, esta cuestión no debe ser prioritaria en la agenda inmediata del gobierno.

En el mediano o largo plazo la situación argentina probablemente será similar a las de otros países que no

reestructuraron completamente su deuda: algunos acreedores recurrieron a los tribunales (obteniendo o no compensaciones) y otros llegaron a acuerdos extra-judiciales. Las probabilidades de que los holdouts reciban un mejor tratamiento que quienes ingresaron al canje son prácticamente nulas, teniendo en cuenta la existencia de la cláusula del acreedor más favorecido y de la ley votada por el Parlamento argentino.

Ucrania, por ejemplo, logró un acuerdo extrajudicial con los acreedores que rechazaron la oferta (9% del total), mientras que Pakistán reabrió el canje tres veces para que ingresaran los holdouts (5%). En el caso de Brasil y de Perú, los fondos de inversión negociaron directamente con los gobiernos.

Muchos argumentos del FMI son incongruentes, puesto que es imposible cumplir con todos ellos en forma simultánea.

Comentarios finales

El FMI sentó su posición para comenzar a negociar con la Argentina. Si bien es lógico que los pedidos sean amplios para conservar margen en la discusión, es evidente que **en algunos casos los cuestionamientos son incongruentes y vagos**.

En primer lugar, algunas condiciones son incompatibles entre sí, dado que es imposible cumplir con todas ellas en forma simultánea. Por ejemplo, los ajustes en las tarifas de los servicios públicos que exige el FMI son inconsistentes con el objetivo de mantener la inflación por debajo de 10%. Ante este panorama, el Fondo estipula que es necesario implementar políticas fiscales y monetarias contractivas, sin tener en cuenta que ello impactaría negativamente sobre el crecimiento económico y, por tanto, reduciría los ingresos fiscales y agravaría el desempleo y los niveles de pobreza.

Un acuerdo con el FMI le permitiría a la Argentina lograr un perfil de vencimientos más sostenible para diseñar estrategias de largo plazo.

En segundo término, algunos pedidos tales como la "necesidad de implementar reformas estructurales" son vagos. En efecto, desde hace quince años el FMI utiliza en forma sistemática este argumento siempre que efectúa recomendaciones de política económica a cualquier país, como si fuera una "receta mágica" para solucionar cualquier problema económico y/o social.

Suscribir un acuerdo con el FMI le permitiría a la Argentina obtener un perfil de vencimientos más sostenible con este organismo y, por ende, con el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo, y tener mayor margen de acción a la hora de diseñar estrategias de largo plazo. No obstante, **el acuerdo deberá ser consistente con el mantenimiento del crecimiento que permita reducir el desempleo y la pobreza**. Algunas reformas propuestas por el Fondo (mejora de la infraestructura básica, generación de un contexto favorable para la inversión, entre otras) sin duda alguna son deseables. De todas formas, las vías para alcanzarlas deben contemplar el timing correcto y el carácter gradual de la política económica, que busca evitar las medidas de *shock* que pueden generar inestabilidad.

Sin embargo, debe ser consistente con el mantenimiento del crecimiento que permita reducir el desempleo y la pobreza.

En definitiva, un acuerdo con el FMI es deseable en tanto y en cuanto mejora el perfil de vencimientos de la deuda de nuestro país y por

ende agrega oxígeno financiero para consolidar un sendero de crecimiento sostenido.

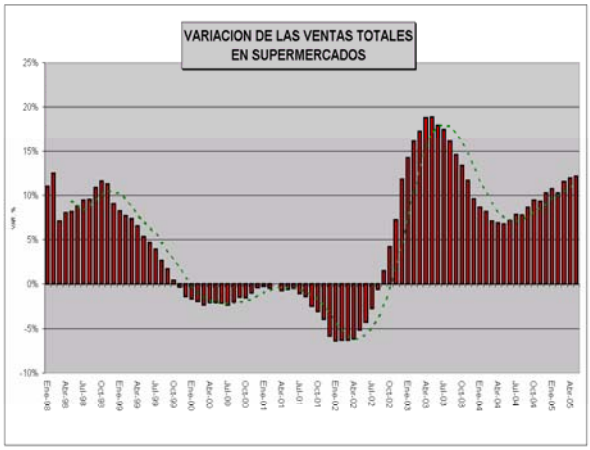
Sin embargo, más allá de estas ventajas, **el acuerdo sólo tendrá sentido si el gobierno no acepta aquellos compromisos que le quiten márgenes de flexibilidad y que, por otra parte, no brindan ninguna certeza en la contrapartida de un mayor crecimiento en el mediano y largo plazo.**

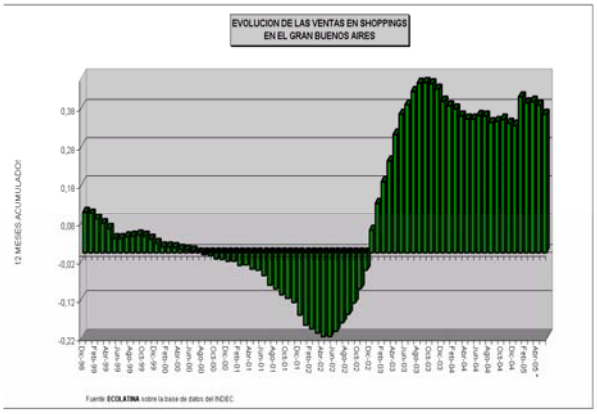
Obviamente deberá tomar compromisos "sostenibles" en lo que respecta a las políticas vinculadas a los grandes *fundamentals* macro, que son los que en definitiva evitan los desequilibrios futuros en el balance de pagos.

Presidente de Ecolatina: Alberto Paz
Economistas a cargo del informe: Ricardo Delgado; Ricardo Fuente; Marco Lavagna; Rodrigo P. Álvarez; Romina Gayá - **Asistente:** Rosario Campos.

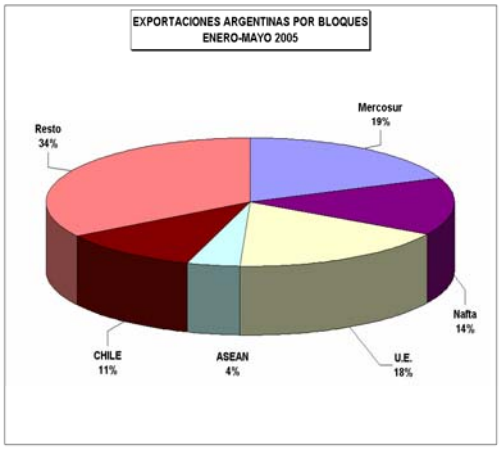
LAS CIFRAS DE LA SEMANA

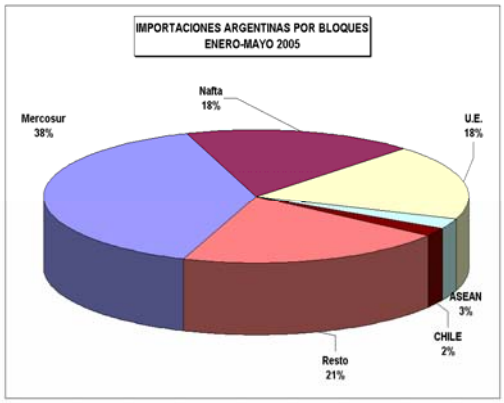
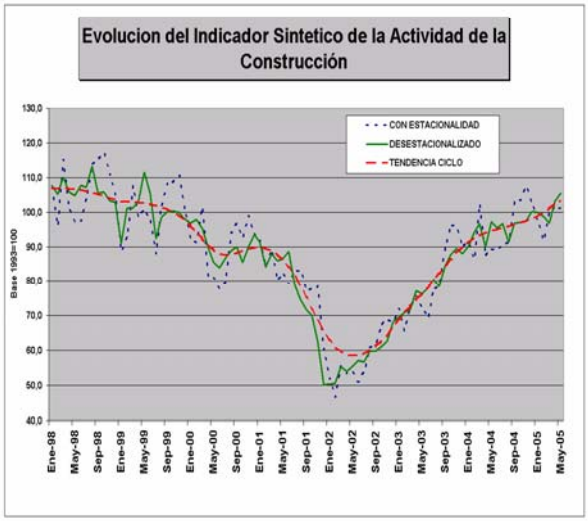
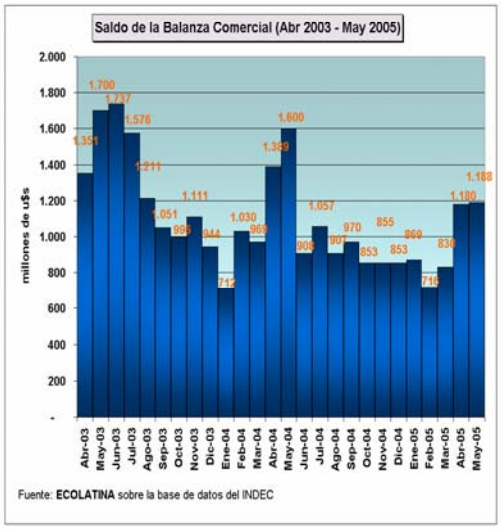
INDICADORES DE DEMANDA





SECTOR EXTERNO





CONSTRUCCION