

EL LABERINTO DE LA ALTA INFLACIÓN: INESTABILIDAD SOCIAL O FRAGILIDAD FINANCIERA

RESUMEN

- *La guerra y el shock de precios internacionales golpearon el programa económico en su punto más débil: la estrategia de desinflación. Sin instrumentos de amortiguación del alza de precios internacionales, ni una estrategia de desinflación para los próximos meses, la reacción de política (que se concentró en la recuperación de ingresos), podría transformarse en un mecanismo de convalidación de la aceleración inflacionaria.*
- *En este contexto, la política económica comienza a transitar por un complejo desfiladero. En la medida que priorice el sostenimiento de los ingresos las decisiones de política podrían erosionar las perspectivas de cumplimiento de las metas pautadas en el acuerdo con el FMI. La política económica deberá gestionar una difícil disyuntiva entre mayor fragilidad financiera o mayor inestabilidad social.*
- *La aceleración de precios en 2022 pone a la necesidad de una política antiinflacionaria en el centro de la agenda económica. La subestimación del proceso podría aparejar graves consecuencias económicas y políticas.*
- *Políticas de coordinación vía ingresos, instrumentos para desacoplar precios locales de los internacionales, reordenamiento de precios relativos, fortalecer el resultado externo, una estrategia de desindexación y el sostenimiento de las metas monetarias y fiscales son algunos de los elementos que podrían formar conformar una estrategia explícita de desinflación que busque evitar un salto de la inflación a niveles que podrían resultar desestabilizantes.*

SHOCK INTERNACIONAL Y ACCELERACIÓN DE PRECIOS

La guerra y el shock de precios internacionales encuentran nuevamente a la Argentina en una posición de fragilidad. En el nuevo contexto, los pronósticos recesivos o de inestabilidad que auguraban los detractores del programa con el FMI podrían convalidarse, ya no tanto por los efectos del Acuerdo, como por las consecuencias del shock.

El alza de precios internacionales golpea al programa económico en su punto más débil: la estrategia de desinflación. Sin anclas macroeconómicas para contener la dinámica de precios y con dificultades políticas para articular instrumentos que amortigüen el shock internacional, la aceleración de la inflación no solo pone en jaque la continuidad del proceso de recuperación, sino que también amenaza con transformarse en un factor de desestabilización económica por sí misma.

El Acuerdo con el FMI, con el que el gobierno buscaba ordenar la política económica en la segunda parte del mandato tiene su talón Aquiles en la política de desinflación. El programa se cimenta en una recomposición de reservas, que junto a un grupo de metas y lineamientos de política macroeconómicas buscan desarmar el escenario de fragilidad financiera que de forma casi permanente afectó a la economía en los últimos años. Al establecer pautas y lineamientos de actualización sobre las otrora anclas cambiaria y tarifaria, la estrategia de desinflación descansa casi exclusivamente sobre la efectividad de las metas monetarias y fiscales para ordenar la dinámica de precios (junto a un acuerdo con el FMI que reforzaría su credibilidad). Este enfoque, de sesgo ortodoxo, en una economía con un régimen de inflación elevada y que responde mayoritariamente a comportamientos inerciales, implica tácitamente postergar el objetivo de desinflación a pesar de las candidas referencias establecidas en el Acuerdo (37-47%). Así, el shock de precios internacionales amenaza con acelerar de forma permanente una tasa de inflación ya muy elevada hasta niveles que resulten desestabilizantes.

Hasta el momento la reacción de política del gobierno se ordenó a partir de una peligrosa retórica respecto de la transitoriedad del shock, que convive con medidas que buscan compensar el efecto de la aceleración de precios sobre los ingresos de la población. La respuesta de política se articuló fundamentalmente a través de dos iniciativas: (1) la implementación de un bono extraordinario pagadero en dos meses para jubilados, beneficiarios de programas sociales y trabajadores del sector informal; (2) la apertura generalizada de paritarias de los trabajadores formales. Sin instrumentos de amortiguación del alza de precios internacionales de amplio espectro¹, ni una estrategia de desinflación para los próximos meses, la reacción de política podría transformarse en un mecanismo de convalidación de la aceleración inflacionaria.

Las negociaciones paritarias en Argentina cuentan desde hace años con cláusulas de reapertura y revisión respecto de la evolución de los precios. A fines de 2021, en el marco de la pérdida de poder adquisitivo de la mayor parte de los salarios negociados para ese año, se dio un proceso de reapertura generalizada que permitió una recomposición mediante aumentos que impactaron en el primer trimestre del corriente año. Eso preparó un escenario en que los salarios de convenio quedaron (nuevamente) corriendo por detrás, pero empardados con la inflación interanual (en torno al 50-55%). Este proceso se dio sin ningún decreto ni señal clara por parte del gobierno, sino por el propio impulso que tienen en la actualidad las negociaciones.

La reciente aceleración inflacionaria socavó la posibilidad de recuperación del ingreso real mediante las recomposiciones. Aunque las reaperturas generaron algún alivio en el primer trimestre (dado que las revisiones fueron significativas y se concentraron en pocos meses), plantearon un escenario muy difícil a la hora de la apertura de las negociaciones anuales tras el shock de precios internacionales.

El período abril-junio es el que concentra la mayor parte de las paritarias anuales. En este contexto, el decreto de “apertura generalizada” no resultó tanto una novedad por el inicio de negociaciones sino porque en los hechos implicó desactivar cualquier tipo de pauta general que guíe las negociaciones. En la actualidad ante la falta de pauta nominal creíble a futuro y la inestabilidad de la evolución de los precios las negociaciones no arrojan una respuesta unívoca. Hasta el momento se evidencian dos tipos de respuesta: (i) negociaciones cortas con aumentos importantes, lo cual permite recomponer, no fijar pauta anual y bajar la conflictividad en el corto plazo; (ii) negociaciones anuales muy por encima de las pautas previas, enmarcadas entre el 70-80%. Ambas estrategias implican un salto nominal significativo respecto de las pautas previas.

Aunque con una mirada de mediano plazo las actualizaciones salariales busquen compensar o recomponer parcialmente el deterioro de ingresos de los últimos años², el comportamiento actual de las paritarias amenaza convertirse en un factor de aceleración de la inflación para los próximos meses, atentando contra la hipótesis de transitoriedad del shock internacional. En tanto el retraso de los salarios funcionó como un amortiguador de corto plazo sobre los costos en el contexto del shock internacional, al actualizarse presionaría sobre las estructuras de costos y los precios.

En una economía altamente indexada y que en los próximos meses deberá enfrentar además nuevas tandas de aumentos de precios regulados (telecomunicaciones, transporte, servicios públicos, etc.) parece bastante probable que la desaceleración de la inflación tras el shock no se verifique. Así, aunque a nivel internacional los efectos del shock tienden a sosegarse (al menos hasta la irrupción de los problemas de oferta generados por la estrategia sanitaria China), los mecanismos de indexación vigente en la economía argentina amenazan con propagar y sostener en el tiempo su efecto.

No solo la reapertura de paritarias y la actualización de precios regulados amenazan el enfoque de transitoriedad del gobierno. Se agregan también posibles problemas de abastecimiento en el marco de las estrategias de racionamiento al pago de importaciones establecidas por el BCRA. Además, el cambio en el clima financiero internacional trajo en las últimas semanas mayores presiones devaluatorias en los principales socios comerciales de la Argentina (destacan los casos de China y Brasil). Estos cambios tienden a presionar sobre los lineamientos de política cambiaria del Acuerdo con el FMI (sostener los niveles del ITCRM de finales de 2021), cuyo cumplimiento se había visto favorecido por la apreciación de las monedas de los países emergentes.

En este contexto, la política económica comienza a transitar por un complejo desfiladero. En la medida que la estrategia priorice el sostenimiento de los ingresos frente a la aceleración de precios, las decisiones de política y la

¹ Cabe mencionar un tercer componente de la estrategia vinculado a la conformación de un fideicomiso especial para intentar contener el alza del precio del trigo en el mercado local.

² El escenario de fragilidad macroeconómica no pareciera convalidar aumentos importantes del salario real.

propia dinámica impuesta por la aceleración inflacionaria erosionan las perspectivas de cumplimiento de las metas pautadas en el acuerdo con el FMI, reincorporando al escenario el riesgo de inestabilidad cambiaria y financiera. Por el contrario, la decisión de aferrarse al programa original con el FMI presenta también grandes riesgos por el lado del sostenimiento de los ingresos y la recuperación económica y sus posibles consecuencias sobre la estabilidad política. Así, la política económica de los próximos meses estará signada por la disyuntiva entre mayor fragilidad financiera o mayor inestabilidad social.

La complejidad del escenario se evidenció incipientemente en el rebote que presentó la brecha cambiaria luego de los anuncios de política para recomponer ingresos. El discurso de transitoriedad resulta funcional para la administración de estas tensiones, pero luce poco verosímil en vistas de las peculiaridades del proceso inflacionario argentino. Por si fuera poco, en los próximos meses la dificultad creciente que establece el cumplimiento de las metas del acuerdo con el FMI (afectado por los mayores precios de la energía) podrían favorecer el retorno del clima de fragilidad financiera y cambiaria que acompaña a la economía argentina ya desde hace varios años.

LA NECESIDAD DE UNA ESTRATEGIA PARA LA INFLACIÓN

La aceleración de los precios en los primeros meses del 2022, tras la consolidación de una inflación interanual por encima del 50% en el segundo semestre de 2021, tornan indispensable el desarrollo de una política antiinflacionaria.

La alta inflación es problemática por varias razones. Sus nocivas consecuencias se encuentran documentadas en la historia económica de nuestro país. Aumento de incertidumbre, inestabilidad de precios relativos, reducida credibilidad de la política económica y acortamiento de contratos con tendencia a la aceleración son algunas de los efectos que suele generar y que se manifiestan en el presente.

La subestimación del proceso podría derivar en otra de las consecuencias que suele acompañar a la inestabilidad prolongada: una mayor crisis política y una espiralización de la crisis económica por la pérdida del control de las variables claves que afectan a la macroeconomía. Si bien parece alarmista pensarlo para el corto plazo, no lo parece en el mediano, en especial observando las dificultades que manifiesta la coalición de gobierno para digerir un escenario económico-social complejo y la imposibilidad de dar perspectiva hacia adelante a la población y los actores económicos en el marco de un escenario internacional sumamente inestable.

...: Dinámica, shocks y propagación: el camino a la alta inflación

Desde hace años Argentina transita un proceso gradual pero persistente de indexación de contratos. Dicho proceso se profundizó durante el gobierno de Macri, en donde el optimismo respecto del proceso de desinflación primero y los mecanismos de protección frente a la crisis cambiaria después, dieron por resultado un significativo avance de los mecanismos de cobertura contractual contra la inflación. Los créditos UVA, la difusión de las denominadas “cláusulas gatillo” en las negociaciones paritarias, la nueva fórmula de movilidad jubilatoria, la emisión de instrumentos de deuda con cobertura dual (contra la inflación y el dólar), la ley de alquileres con ajustes automáticos vinculados a la inflación, son algunos ejemplos de dicho proceso.

En ese marco, la pandemia fue un gran shock que permitió quebrar momentáneamente los mecanismos indexatorios. La paralización de las paritarias (de la mano de acuerdos tripartitos por suspensiones), el congelamiento de tarifas de servicios públicos (incluidas las telecomunicaciones), los acuerdos de precios con congelamientos de productos básicos son algunos ejemplos de lo que sucedió en 2020 y explican en parte la caída de la inflación en 20 puntos porcentuales en apenas 9 meses. Esas medidas, que suelen ser ingredientes de una política de estabilización de shock fueron, junto a la recesión, las que explican lo ocurrido con los precios en 2020. La salida de la pandemia, especialmente durante 2021, implicó una rápida recuperación de la actividad económica y un recrudescimiento de la inflación.

Hace meses, y a pesar de la política de retraso cambiario y tarifario del 2do semestre de 2021, la inflación sostiene registros por encima del 50% anual. La aceleración de los últimos meses erosiona el poder adquisitivo y presiona aún más sobre el acortamiento de las negociaciones de salarios y contratos. La pérdida del poder real entre una negociación y la siguiente comienza a tener un mayor peso. La necesidad de revisiones cada vez más frecuentes imprime un carácter cada vez más inercial a la inflación. La imposibilidad de manejar de otra manera la situación

obliga a las partes a asumir una mayor inercia a fin de recuperar los puntos de poder adquisitivo perdidos. Así, la inflación pasa a estar explicada básicamente por la inflación pasada.

En este marco, la inercia ocupa un lugar central en la dinámica de precios, al tiempo que la aceleración o desaceleración está explicada más por los shocks que por la dinámica particular de algunos de sus componentes. En un entorno de inflación alta, cualquier atraso de alguna de las variables explicativas (tipo de cambio, salarios, tarifas) resulta rápidamente insostenible, simplemente porque el paso del tiempo “pesa más” que cuando hay inflación baja.

El shock de oferta vinculado a la guerra de Ucrania, empuja al alza a los precios internacionales e imprime un acelerador que, dado el contexto inflacionario argentino, rápidamente será “absorbido” por la inflación interna, retroalimentando al resto de la nominalidad. En el mismo sentido amenazan operar el levantamiento de las anclas cambiarias y tarifaria y la reapertura de negociaciones salariales sin pauta.

...: La política antiinflacionaria. Carácter y componentes.

La diferenciación entre la inflación baja, moderada y alta es fundamental a la hora de pensar el tipo de política antiinflacionaria más adecuada y sus componentes. A fin de evitar la diferenciación por valores cuantitativos (que pueden variar por tiempo y lugar), una definición fácilmente asimilable tiene que ver con los efectos de la inflación. La inflación baja no genera ningún efecto sobre las decisiones económicas, es sencilla de manejar y la sociedad puede convivir fácilmente, sin afectar las previsiones ni de las empresas ni trabajadores. La inflación moderada comienza a tener algunos efectos en tanto empieza a ser persistente e inestable, pudiendo, con el tiempo combatirse con instrumentos graduales. En entornos de inflación moderada, los efectos sobre el crecimiento no son permanentes y hay una indexación de contratos parcial. La inflación alta está relacionada con efectos persistentes sobre las dinámicas (tendencia clara a la indexación), problemas para establecer senderos de mediano y largo plazo sobre las variables y con una elevada inestabilidad e incertidumbre sobre los precios relativos.

Las políticas de estabilización utilizadas con frecuencia en las décadas de los 70 y 80s del siglo pasado, tuvieron un componente de shock cuando la inflación era alta (con datos anuales superiores al 100%) mientras que tuvieron un carácter gradual cuando fueron moderadas (Colombia, Chile, por ejemplo, con valores menores). El tránsito de la inflación de niveles bajos, medios y altos no es lineal y responde a entornos y dinámicas particulares.

En los próximos meses Argentina enfrenta la amenaza de consolidar niveles de inflación altos, en el marco de las mayores prácticas indexatorias. En este contexto, la elección del tipo de política antiinflacionaria no es menor, dado que si se utilizan herramientas de una inflación baja o moderada los resultados serán deficientes y llevarán a un empeoramiento de la credibilidad de las herramientas utilizadas.

Además de los riesgos del contexto, otro aspecto fundamental refiere a la capacidad de dimensionar los límites y especificidades de la coyuntura. En este sentido, destacan al menos cuatro aspectos fundamentales. En primer lugar, realizar una política que imprima un ajuste sobre el poder adquisitivo del salario, resulta no solo poco deseable, sino también probablemente poco efectivo en tanto tras el considerable ajuste del período 2018-2019, los salarios nominales tienden a acompañar los niveles de inflación (es decir, se indexan). Por lo tanto, la política de ingresos debe abordar este punto si quiere sostenerse en el tiempo. En segundo lugar, la heterogeneidad social (en particular la informalidad laboral y la pobreza) que caracteriza a la economía argentina es un rasgo distintivo respecto de otros períodos en los que la inflación alcanzó niveles similares en nuestro país que debe ser atendido con especial cuidado. En tercer lugar, dado el shock internacional, deben arbitrarse medios para intentar amortiguar el shock. Subestimar los efectos del alza de los precios internacionales en la actualidad, haciendo de cuenta que se asemeja a otros episodios similares (en los que se partía de niveles de inflación menores y se disponía de mayores herramientas de amortiguación), puede llevar a desenlaces poco deseables. Finalmente, en cuarto lugar, es importante que el escenario externo y de la política cambiaria sea consistente y creíble en el marco de la política antiinflacionaria. Establecer una política de apreciación cambiaria puede ser contraproducente.

Teniendo en cuenta los aspectos mencionados, el escenario de fragilidad que atraviesa la economía argentina y los reducidos márgenes de acción sobre algunas variables parece evidente que los componentes de política antiinflacionaria deben buscar más la reducción de daños que una caída importante de la inflación. Tan solo la desinflación permitirá recobrar una dinámica sostenible que implique una mejora en las condiciones de la mayor parte de la población. Cualquier intento de recuperación real vía aceleración nominal terminará, tarde o temprano, en una crisis que tendrá como principales perjudicados a los más vulnerables.

...: Componentes de una política antinflacionaria

La disyuntiva entre fragilidad financiera e inestabilidad social plantea una única “salida por arriba”: bajar la inflación atendiendo rápidamente el problema. Evitar la aceleración de la inflación resulta un objetivo necesario en vistas de evitar un proceso de desestabilización de consecuencias mayores. En este sentido, cabe enumerar algunos de los componentes que debería considerar una política de este tipo.

- **Amortiguador del shock de precios internacionales:** Dado el shock de precios internacionales, el establecimiento de algún mecanismo amortiguador constituye un elemento necesario no sólo para aislar la dinámica de precios locales de la internacional, sino también para obtener recursos fiscales que puedan canalizarse al financiamiento de las políticas de ingresos que asistan a los sectores que se encuentran por fuera del mercado de trabajo formal.
- **Desindexación:** Tal como lo demuestra la experiencia de la pandemia, la desaceleración de la inflación requiere de algún componente desindexatorio en la estrategia política. Dada la organización contractual de la economía argentina, dicha desindexación no puede limitarse a los contratos del sector público, sino que tiene que incluir algún tipo de acuerdo social que busque coordinar la dinámica de precios hacia adelante con compromiso, controles y aportes del Estado.
- **Política de contención vía ingresos:** La reducción de la velocidad de actualización de los precios requiere de coordinación por parte del Estado así también como de políticas redistributivas que eviten que los esfuerzos asociados a la desaceleración de precios recaigan sobre los sectores más vulnerables de la población. La experiencia de la pandemia deja importantes aprendizajes en materia de políticas de asistencia a los sectores más vulnerables y los recursos resultantes de los instrumentos de amortiguación del alza de precios internacionales constituyen una oportunidad para financiarlos.
- **Precios relativos:** Para garantizar que los esfuerzos de desinflación no sean percibidos como transitorios y de muy corto plazo, el programa económico debe incorporar también un diseño tal que no “sobrecargue” ni retrase exclusivamente ninguna variable. Este componente es central e impone a la estabilización un componente político no menor, que resulta crucial para el éxito de la desinflación.
- **Fortalecimiento del sector externo:** En tanto el equilibrio de las cuentas externas constituye un elemento central para la estabilidad macroeconómica, la estrategia de desinflación debe garantizar la sostenibilidad del resultado externo, o bien conseguir apoyo internacional que fortalezca reservas mientras se lleve a cabo el programa.
- **Componentes “ortodoxos”:** Los programas de estabilización económica exitosa de la historia argentina cuentan también con algún componente de ordenamiento fiscal y monetario que busca dar sostenibilidad al proceso de desinflación. Se trata de una agenda que en la actualidad forma parte del programa económica con el FMI y que resulta fundamental sostener en el marco de la fragilidad financiera que padece el país. Aunque las pautas puedan ser “recalibradas” al incorporarse un objetivo explícito de desinflación, se trata de metas que deberían sostenerse.