

UN PARÉNTESIS A LA CONVALIDACIÓN DE LA ALTA INFLACIÓN

RESUMEN

- *La alta inflación erosiona la efectividad de los instrumentos de política macroeconómica y genera una paradoja para el gobierno: una coalición que tiene su principal punto de acuerdo en la centralidad del Estado en el proceso económico, gestiona un Estado cuyas herramientas se debilitan. La llegada de Massa buscó construir un paréntesis en esta dinámica.*
- *Más que un programa de estabilización gradual, lo que se puso en marcha es un programa transitorio que se sustenta en: i) un ajuste fiscal en el que componentes temporales asumen un rol significativo; ii) el cumplimiento de los objetivos para el sector externo sobre la base de regulaciones que fuerzan el financiamiento de muy corto plazo; iii) tasas de interés reales positivas, y iv) una gestión de la crisis de financiamiento público a partir de una estrategia basada en la compra de la deuda pública (en pesos y en dólares) que busca gestionar la inestabilidad de corto plazo. Luego de algunos meses de calma, las tensiones sobre la brecha cambiaria de diciembre comienzan a dar muestras de la fragilidad del esquema.*
- *Hacia adelante, la brecha cambiaria, la indexación de paritarias y de componentes del gasto público, el racionamiento de importaciones y la sequía amenazan el ambicioso cronograma de desinflación que se autoimpusieron las autoridades. La disyuntiva entre convalidar pisos de inflación crecientes o efectuar un ajuste en términos reales va extendiéndose hacia todos los componentes de la política económica.*
- *En términos generales, el enfoque transitorio que domina la estrategia macroeconómica construye hacia adelante una creciente debilidad y dependencia en la transición electoral que se expresa fundamentalmente en la incertidumbre respecto de la dinámica del financiamiento de corto plazo (ya sea en pesos sobre la deuda del tesoro o en dólares sobre la deuda comercial y financiera). La centralidad del ajuste de la actividad económica y los potenciales efectos desestabilizantes de la apuesta a una desinflación agresiva emergen también como preocupaciones en el horizonte.*

La baja en la inflación mensual en los meses de noviembre y diciembre permitió al gobierno mostrar una victoria en el combate a la inestabilidad. Los resultados de corto plazo se lograron a partir de un conjunto de iniciativas que permitieron interrumpir las dinámicas económicas previas (Informe Diciembre 2022). Sin embargo, la sensación de calma está íntimamente relacionada con los efectos de corto plazo de varias de las medidas tomadas, un contexto internacional con menor inflación internacional y un *impasse* en la conflictividad política hacia dentro de la alianza gobernante frente a las medidas de ajuste. Las dificultades del camino emprendido, en el que se supone la posibilidad de construcción gradual de puentes hacia un escenario estable, aparecen subestimadas en la actualidad.

Los nudos más importantes de la economía argentina (falta de dólares y puja distributiva) no pudieron ser atacados con contundencia. Si bien algunos mecanismos de propagación de la inflación fueron atendidos (y permitieron romper la convalidación de una inflación más alta), la adopción de un enfoque transitorio pone a la política macroeconómica en una situación de debilidad creciente de cara al año electoral. La estrategia elegida contiene intrínsecamente elevados riesgos.

LA ALTA INFLACIÓN Y EL CONTROL DE LA POLÍTICA MACROECONÓMICA

La alta inflación es problemática por varias razones. Sus 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.

La pandemia resultó un paréntesis en una dinámica de más largo plazo, en la que la inflación fue acelerándose rápidamente y transformando el régimen macroeconómico. Varias de las características del régimen de alta inflación, en el que la economía tiende a indexarse (con contratos cada vez más cortos), con una creciente preferencia por la flexibilidad (dolarización de carteras e intensificación del bimonetarismo) y un acortamiento de los horizontes de previsión (imposibilidad de planificar a mediano y largo plazo), ya se evidenciaban a partir de la crisis de 2018-2019. La postpandemia, a partir de una rápida recuperación de la actividad económica, junto al shock de precios internacionales y la inestabilidad cambiaria y financiera, reavivaron los mecanismos presentes en el período previo, acelerando velozmente la inflación hasta niveles que duplicaron los de 2019.

El devenir de la política económica en la postpandemia puede entenderse a través de intentos descoordinados (e inefectivos) de frenar la aceleración de la inflación. Cada uno de esos intentos terminó en un proceso de convalidación que consolidó un piso de inflación cada vez más alto. Este proceso puede entenderse a través de la pérdida de efectividad (y control) de las herramientas de política económica frente a la alta inflación, dado que éstas se vuelven pasivas. **El manejo de las políticas cambiaria, salarial, fiscal, monetaria y tarifaria pueden servir como ejemplos. Ante una aceleración de la inflación, el gobierno puede elegir convalidar o no el nuevo piso.** Respecto a la política cambiaria, si convalida, contribuye, a través de un mayor ritmo de depreciación, al aumento de los costos de bienes importados y exportables. Si no convalida, aprecia el tipo de cambio, poniendo en riesgo la sostenibilidad del régimen. Respecto a la política salarial, si se convalida un aumento de salarios, se consigue sostener su poder adquisitivo, pero al mismo tiempo se alimenta la espiral de precios y salarios, a través de los costos. Si no convalida, se verifica una caída del salario real, con negativos efectos sobre la actividad económica y sobre el bienestar de la población. Respecto de la política fiscal, si ante un salto en la inflación no se aumenta el gasto público, se llevaría adelante una política de ajuste con efectos recesivos (asociados generalmente a mayor tensión política). En el caso de la política monetaria, si las tasas de interés fijadas por el gobierno acompañan el nuevo piso, se incrementará el costo financiero de las empresas y familias endeudadas. Si no se incrementan, se puede poner en riesgo la estabilidad financiera vía una salida de los activos locales, incrementando la preferencia por el dólar. Por último, si se aceleran los precios y la política tarifaria no convalida, habrá un creciente peso de los subsidios sobre el gasto público, desplazando otros gastos y/o presionando sobre su financiamiento. Si se convalida, se contribuye a consolidar un mayor piso de la inflación.

En síntesis, la inflación alta pone en jaque a la política macroeconómica y así construye una paradoja en la que la coalición de gobierno, que tiene como principal punto de acuerdo la centralidad del Estado en el proceso económico, debe gestionar un Estado con herramientas cada vez más débiles. La opción entre convalidar pisos de inflación crecientes o efectuar un ajuste en términos reales constituye una disyuntiva que va derramándose hacia todos los componentes de la administración económica. A mayores niveles de inflación, esta disyuntiva se agudiza, con costos crecientes. La política económica en la postpandemia eligió convalidar. La llegada de Massa al Ministerio de Economía planteó cambios en algunos de los aspectos mencionados.

UN CAMINO BASADO EN PILARES TRANSITORIOS

El correr de los meses fue confirmando los pilares de la estrategia de Massa en su sendero a la estabilización de corto plazo de la economía. La baja de la inflación y el control sobre las reservas del BCRA son los principales éxitos que la gestión económica puede mostrar hasta el momento. Sin embargo, lo que se presentó como un enfoque de estabilización gradual termina develándose como un enfoque transitorio basado en el ajuste (control de la actividad económica) y financiamiento de corto plazo (orientadas a engrosar reservas del BCRA y los recursos fiscales). Así, una mayor tolerancia al ajuste y la utilización de recursos transitorios permitieron construir un paréntesis en la dinámica de convalidación (ajuste real) y hacer tolerable el proceso de ajuste.

**AJUSTE FISCAL Y MONETARIO.
PARÉNTESIS A LA CONVALIDACIÓN**

- DÓLAR SOJA Y ANTICIPO DE GANANCIAS (INGRESO)
- REZAGO DE INDEXACIÓN (GASTO)
- TASA DE INTERÉS (MONETARIO)

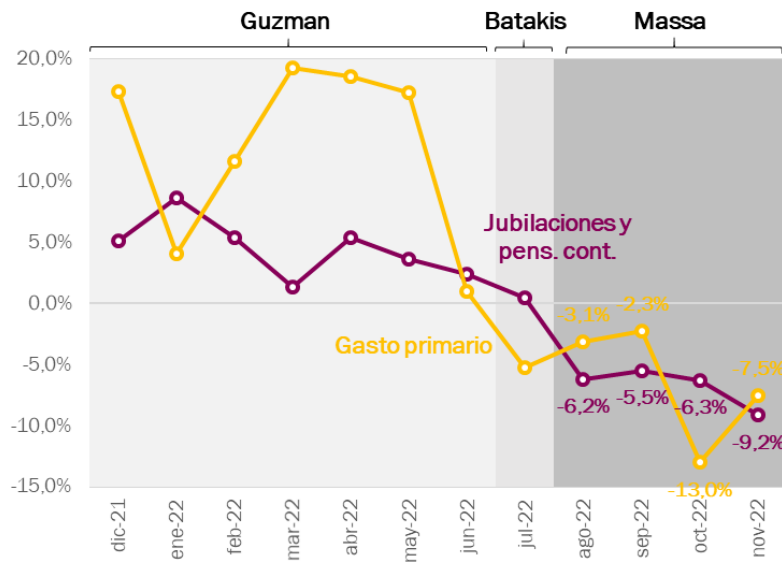


FINANCIAMIENTO DE CORTO PARA EL SECTOR EXTERNO

- DÓLAR SOJA (EXTERNO)
- FINANCIAMIENTO Y CONTROL DE IMPO
- ORGANISMOS INTERNACIONALES
- DÓLAR TURISTA + SUNTUARIOS

En el plano fiscal, la mayor tolerancia por el ajuste real del gasto se expresó en los efectos de la aceleración inflacionaria sobre los componentes sociales del gasto y en particular sobre la movilidad jubilatoria cuyo rezago de indexación resultó fundamental para el resultado fiscal. Estos resultados convivieron además con el adelantamiento de recursos que se evidenciaron no solo en los aportes a la recaudación de los nuevos anticipos de ganancias, sino también en los ingresos por derechos de exportación que acompañó el esquema de tipo de cambio diferencial para las exportaciones de soja (al anticiparse la liquidación de exportaciones se adelanta también el pago de derechos al fisco).

GRÁFICO 1. VARIACIÓN INTERANUAL DEL GASTO REAL



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC

En el plano cambiario el financiamiento comercial de corto plazo se constituyó en la principal herramienta para alcanzar las metas con el FMI. El financiamiento comercial aportó alrededor de U\$S10.000 millones al mercado de cambios en concepto de importaciones que se realizaron, pero aún no se pagaron y exportaciones que se liquidaron, pero no se devengaron. El financiamiento al pago de importaciones fue incluso más importante que la contribución del “dólar soja” (vía prefinanciación de exportaciones), aportando el 60% del monto total, a partir de los sucesivos refuerzos sobre el control de pagos y cantidades de importaciones. Sostener estos niveles de financiamiento comercial, requerirá un mayor ajuste sobre las importaciones (y su financiamiento) así como nuevas rondas de “dólar soja”. Temas de agenda recurrente en la prensa especializada.

GRÁFICO 2. ESTIMACIÓN FINANCIAMIENTO COMERCIAL IMPORTACIONES

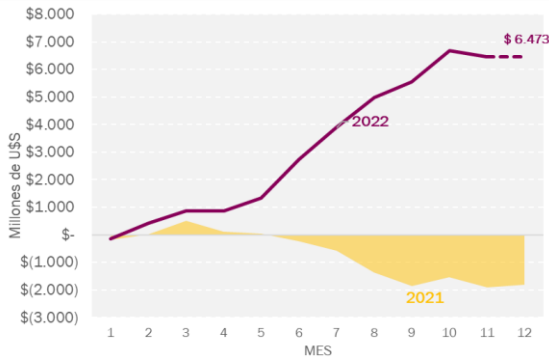
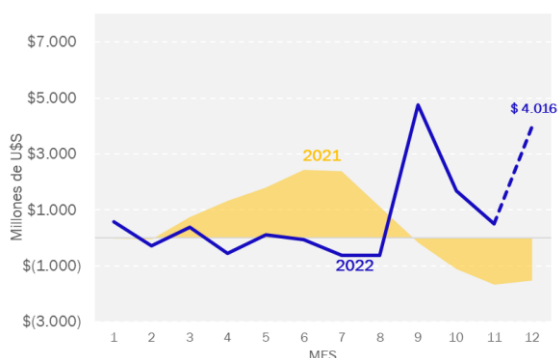


GRÁFICO 3. ESTIMACIÓN FINANCIAMIENTO COMERCIAL EXPORTACIONES



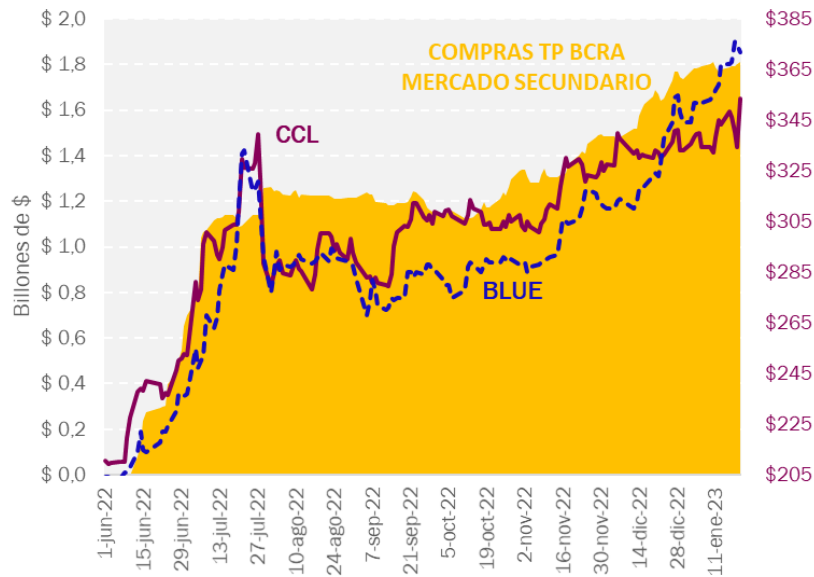
Fuente: Diferencia acumulada entre flujos comerciales caja y devengado. Elaboración sobre datos BCRA e INDEC

Hacia adelante la dinámica del mercado de cambios oficial estará signada por: i) si podrán sostenerse o incrementarse los aportes del financiamiento comercial; ii) cómo se comportarán los pagos netos al FMI (en un año sin aporte presupuestario ni buffer) ¿habrá nuevo financiamiento del fondo de resiliencia, compensación por guerra y/o se logrará relajar la meta anual?; iii) cuáles serán los efectos de la sequía; iv) qué precios y cantidades demarcarán el sendero del déficit energético; v) si aparecerán nuevos instrumentos como el swap con China o los acuerdos con Brasil.

En relación a la crisis de financiamiento público, el gobierno consolidó una estrategia de monetización gradual que implica constantes intervenciones del BCRA sobre el mercado secundario de deuda y creciente participación de bancos públicos en las licitaciones para cubrir los desarmes privados. Esta emisión no financia por vía directa al déficit fiscal sino el desarme de tenencias financieras del sector privado que presionan sobre el tipo de cambio financiero y la brecha.

Como puede verse en el gráfico siguiente, parece haber un canal directo entre la emisión de pesos (vía intervenciones en el mercado secundario) y el tipo de cambio CCL. Esta política, tiene como objetivo sobrellevar los vencimientos de deuda pública en pesos y reducir los daños que pueda generar una súbita interrupción de la renovación de la deuda por parte del sector privado. Naturalmente, la estrategia de monetización de deuda tiene sus efectos sobre la cotización del tipo de cambio financiero que las autoridades buscan ahora compensar a través de la venta de dólares en el mercado financiero. En ese marco se encuadra el programa de recompra de deuda en dólares por U\$S 1.000 millones que anunció el ministerio de economía, así también como en la suba de las tasas de corto plazo (el BCRA decidió subir la tasa de pasas a 1 día).

GRÁFICO 4. COMPRAS ACUMULADAS DE TÍTULOS PÚBLICOS POR EL BCRA EN EL MERCADO SECUNDARIO Y TIPO DE CAMBIO CCL Y BLUE



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA, BYMA y Ambitoweb

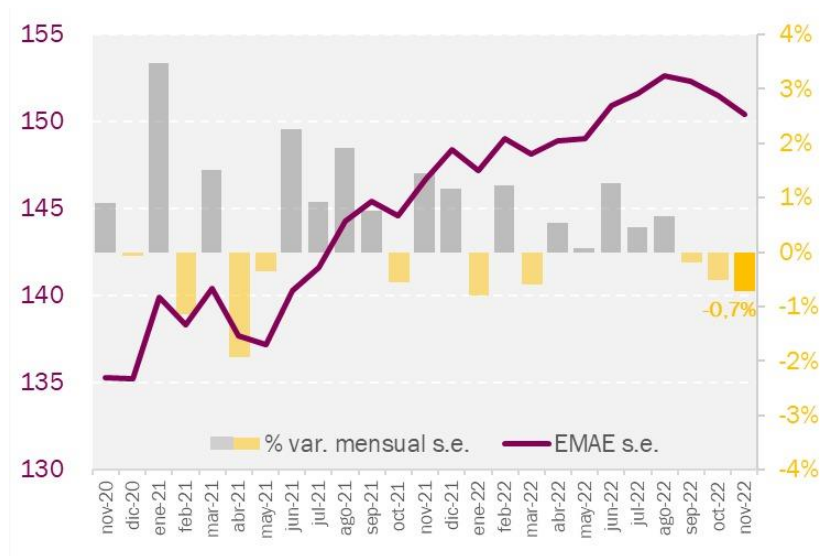
La sostenida discrepancia entre los dólares financieros y el dólar informal expresa los esfuerzos de intervención de las autoridades sobre el MEP y el CCL. El anuncio de una intervención por U\$S 1.000 millones en los mercados financieros otorga al gobierno un margen estimado de 3-4 meses para la intervención sobre el MEP-CCL, según surge de la información sobre ventas de dólares del BCRA en el mercado financiero de 2021.

En resumen, el conjunto de políticas transitorias llevadas adelante hasta el momento construye un escenario que tiene como pilares i) un ajuste fiscal y monetario (dólar soja, anticipo de ganancias, licuación de gastos indexados rezagados) ii) un sector externo con reservas hoy (dólar soja, financiamiento del comercio exterior y de organismos internacionales) pero debilidad a futuro (sequía, financiamiento actual o extra e instrumentos novedosos); iii) la compra de la deuda pública en pesos y en dólares que busca administrar la inestabilidad financiera de corto y mediano plazo.

LOS NUDOS DE LA COYUNTURA. LÍMITES Y RIESGOS A LA DESINFLACIÓN

Desde julio, la actividad económica muestra signos de agotamiento. Las principales razones que permiten explicar el cambio de tendencia se encuentran en la aceleración de la inflación y el ajuste en los ingresos reales, el racionamiento de importaciones y la suba de la tasa de interés, junto a las consecuencias de la inestabilidad financiera de los meses de junio y julio.

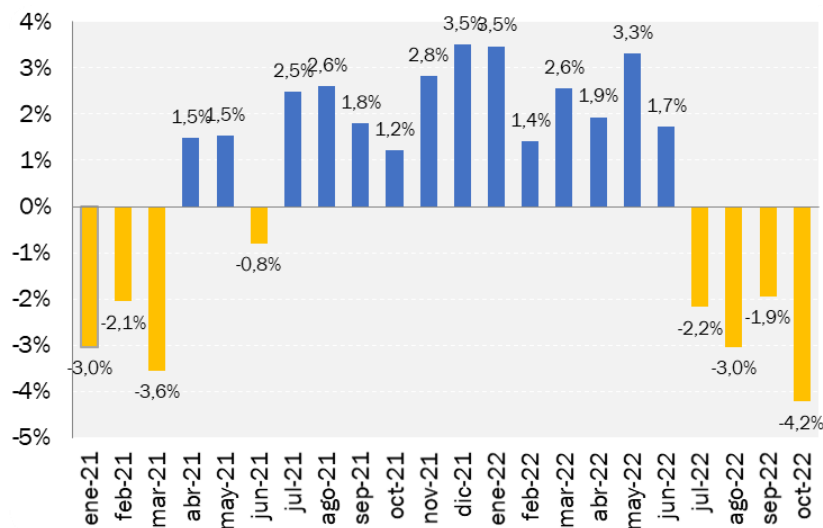
GRÁFICO 5. ESTIMADOR MENSUAL DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC

En el marco de la aceleración de la inflación, los salarios reales en 2022 retomaron una tendencia negativa. Coincidiendo con la dinámica de la actividad económica, las caídas interanuales se evidencian desde julio. En octubre la caída interanual fue -4,2%. Los salarios reales se encuentran en un piso histórico, mostrando una impotencia al alza, en tanto los elevados niveles de inflación dificultan su recuperación.

GRÁFICO 6. SALARIO REAL S.E. (% VAR. I.A.)



Fuente: Elaboración propia en base a MTESS e INDEC

En noviembre y diciembre se evidenció una baja sensible en el ritmo de variación de los precios. Dada la elevada nominalidad de la economía (y particularmente su comportamiento inercial), la caída en la inflación prometería la recuperación de los ingresos reales. En términos de la discusión anterior, la inercia contractual ante la caída en la inflación mensual permite una recuperación real de los ingresos. Si la baja en la inflación se sostuviera por varios meses, la recuperación real sería significativa. Esta cuestión, central en términos económicos y políticos, está

enmarcada en una discusión más general sobre la dinámica inflacionaria. A continuación, se explicitan algunos de sus puntos centrales.

Por un lado, existen varias cuestiones que hacen pensar que la baja de la inflación tiene componentes transitorios. Dentro de estos encontramos (i) los esfuerzos de política pública a partir de una serie de acuerdos de precios con grandes empresas; (ii) el estancamiento de la actividad económica; (iii) las circunstancias puntuales que afectaron a la oferta de productos frescos (carnes, frutas y verduras); y (iv) la moderación de las presiones inflacionarias internacionales.

Por otro lado, el diagnóstico oficial hace referencia a tres puntos que hacen a los esfuerzos para el combate a la inflación que implican la necesidad de i) ordenar las expectativas ii) controlar los márgenes excesivos y iii) atacar los desequilibrios monetarios y financieros, en el marco del cumplimiento del acuerdo con el FMI. Como explicamos previamente, discutiendo con el diagnóstico de transitoriedad del proceso inflacionario, vemos una dinámica desde 2020 donde interactúan i) una macroeconomía muy vulnerable frente a shocks exógenos (oferta interna, precios internacionales, guerra) con pocos mecanismos de amortiguación ii) la existencia de nudos de inestabilidad (puja distributiva y fragilidad externa-financiera) que imprimen shocks frecuentes a una dinámica ya difícil de controlar y iii) mecanismos de propagación de la inflación (salarios, tipo de cambio, política fiscal, contratos) que refuerzan los nuevos escalones de la nominalidad.

Los mecanismos de propagación tienen un rol central en la dinámica inflacionaria y llevan a que las políticas contractivas sean poco efectivas (y transitorias, dado que los mecanismos se reavivan con la recuperación), especialmente si se sostiene la dinámica salarial, cambiaria y contractual. Asimismo, estos mecanismos se afianzan en un marco de incertidumbre y llevan a que la economía sea más vulnerable a absorber estos shocks (por ejemplo, por un salto en la brecha cambiaria) mediante una aceleración de la inflación. **Entonces, en tanto no se atiendan los nudos de inestabilidad ni los mecanismos de propagación de inflación, la política económica tendrá grandes dificultades para consolidar un sendero hacia la inflación baja.**

Asimismo, si bien la carrera de precios y salarios la están ganando los primeros, las variaciones mensuales de salarios son elevadas e imprimen un piso para los próximos meses. Las negociaciones cerraron en 2022 con un aumento promedio mensual de 5,8%. Dentro de los gremios más importantes, lograron renegociar entre noviembre y enero los salarios con un incremento mensual para los próximos meses de la misma cifra. Esto implica un escenario salarial que, lejos de estar descontrolado en términos nominales, está explicado por un comportamiento indexatorio frente a la inflación en el que los salarios corren por detrás, perdiendo en términos reales. Teniendo en cuenta las cifras negociadas hasta el momento, para que haya efectos reales significativos, la baja en la inflación tiene que ser realmente importante para que sea notoria. Asimismo, la presión sobre el descenso nominal en las negociaciones abiertas en la actualidad se da en un contexto de caída real, por lo que, en los hechos, la discusión implica la convalidación de la disminución del poder adquisitivo. Teniendo en cuenta el exigente escenario de desinflación, los desafíos para la política salarial son mayúsculos.

Estas dificultades “instrumentales” y políticas se dan en un marco complejo, que impone dificultades a la hora de poder marcar un horizonte hacia adelante, en particular dado el acortamiento de los contratos y la elevada frecuencia de aumentos. Dentro de los gremios más importantes, la gran mayoría negoció entre 3 y 4 veces en el año. Mientras que en 2021 hubo 5 aumentos promedio por año, en 2022, ascendieron a 7, con sectores como construcción, comercio o metalúrgicos con 9 o más aumentos.

Teniendo en cuenta lo expuesto hasta acá, se sintetizan los límites y riesgos de la estrategia macroeconómica actual. En primer lugar, aun siendo optimista respecto del sostenimiento de la "creatividad" de las políticas transitorias, en tanto la política es dependiente de su propio sendero de corto plazo, se está construyendo **una mayor debilidad y dependencia para la transición electoral**. Los mayores riesgos se materializan hoy en cuál será el posicionamiento de la oposición frente a las necesidades de endeudamiento público y externo durante 2023. En segundo lugar, la estrategia tiene como pilar central al ajuste de la actividad económica. Ésta afecta a la desinflación, los márgenes empresariales, el manejo de importaciones y la apuesta a una moderación de reclamos salariales. Su sostenimiento implica un **conflicto con la política y lo social** en un año electoral. No sería de extrañar que estas dimensiones lleven al levantamiento de las anclas de cara a las elecciones, poniendo en tensión toda la estrategia. Por último, la apuesta a la **desinflación agresiva**, en caso de ser exitosa, tendría efectos expansivos y, adelantando las tensiones recién mencionadas, podría adelantar el escenario de inestabilidad. Esto implica, en los hechos, una mayor complejidad en manejo de la coyuntura con elevados riesgos y muchos interrogantes respecto a su sostenimiento.