

Analytico

Ricardo Delgado - Rodrigo Álvarez
Directores

ESTABILIZAR PRECIOS PRIMERO, CRECER DESPUÉS

• La inflación de abril y mayo mostró una desaceleración respecto de la etapa pre-Covid. Sin embargo, en junio volvió a subir por encima del consenso de los analistas, que empieza a coordinarse en creer que esta tendencia a la aceleración de los precios se profundizará. En Analytica pensamos que existe una oportunidad para iniciar un camino de estabilización que lleve a la economía argentina nuevamente a la zona de inflación moderada (20-30% anual), en un horizonte de 12 a 18 meses.

• La coyuntura arroja datos agridulces: la inflación de junio arrojó una variación de 2.2%, por encima de nuestra estimación. Las proyecciones de 12 meses hacia adelante del consenso de mercado se ubican, por primera vez desde que se lleva registro, por encima de la inflación corriente. Para evitar que estas expectativas se materialicen, el Gobierno cuenta con las herramientas necesarias. Existe todavía margen para reducir la inflación en forma permanente y relativamente rápido en comparación con otros casos, como los de Colombia, Brasil o Chile, que demandaron entre 4 y 12 años.

• El fondo de la cuestión se basa en un dato central: por la pandemia, perdieron mucha fuerza las negociaciones paritarias, incluso en sectores tradicionalmente beneficiados como bancarios, que cerró en estos días un acuerdo de "apenas" 26% en cuatro cuotas. Este hecho no se da desde el año 2004. Tampoco hay movilidad de las jubilaciones y pensiones y se rompió el mecanismo indexatorio de las tarifas de los servicios públicos. En términos técnicos: se modera la inercia y la puja distributiva, se puede desvincular la inflación con el pasado inmediato y los salarios en dólares y reales, claves para la competitividad, pueden ser ajustados sin una devaluación de "shock".

• En paralelo, la pospandemia dejará, entre tantos pasivos, un incremento probablemente sin precedentes en la pobreza y, por ende, un equilibrio social más inestable. La pregunta es cómo recuperar el terreno perdido por el Covid. Creemos que no están dadas las condiciones para "un fogonazo de crecimiento" en los próximos meses. Sin embargo, podría ser factible reducir la pobreza bajando la inflación. En este informe te contamos cómo.

LAS POSIBLES SALIDAS DE LA PANDEMIA

- En Analytica imaginamos al menos 5 direcciones distintas, aunque no todas excluyentes entre sí, que podría tomar la política económica en la “nueva normalidad”.

1. *Salida con crecimiento acelerado a-la-Néstor Kirchner (2003-2007)*

Un camino muy poco probable dado el contexto externo desfavorable. En especial, para las materias primas. La supuesta oportunidad para aprovechar el exceso de liquidez mundial no estaría disponible luego de la estrategia elegida para la renegociación de la deuda.

2. *La vía de las exportaciones, con un dólar “recontra alto”*

Una vía difícil de implementar con alta inflación y pobreza, debido a que la corrección necesaria se daría a través de una devaluación “de shock”, profundizando aún más la recesión y profundizando la crisis social. Además, traería escasos beneficios debido a la baja demanda internacional de turismo y al pobre desempeño económico de Brasil.

3. *Seleccionando ganadores, con estímulos a sectores dinámicos*

Aunque es un camino interesante, los resultados se revelan muy tarde, con gran financiamiento no disponible y la escala y el derrame de los sectores elegidos podría no ser suficiente para generar “crecimientos chinos” a nivel macro.

4. *Apertura al mundo, liderada por la inversión extranjera directa.*

Incompatible desde lo político, dada la moderada recuperación global esperada para 2021, existen muchos países compitiendo por la gran liquidez internacional, incluso desarrollados. Por otra parte, una mayor apertura tiene riesgos asociados para los niveles de actividad y empleo en la transición.

5. *Estabilización de precios progresiva hacia un Régimen de Inflación Moderada*

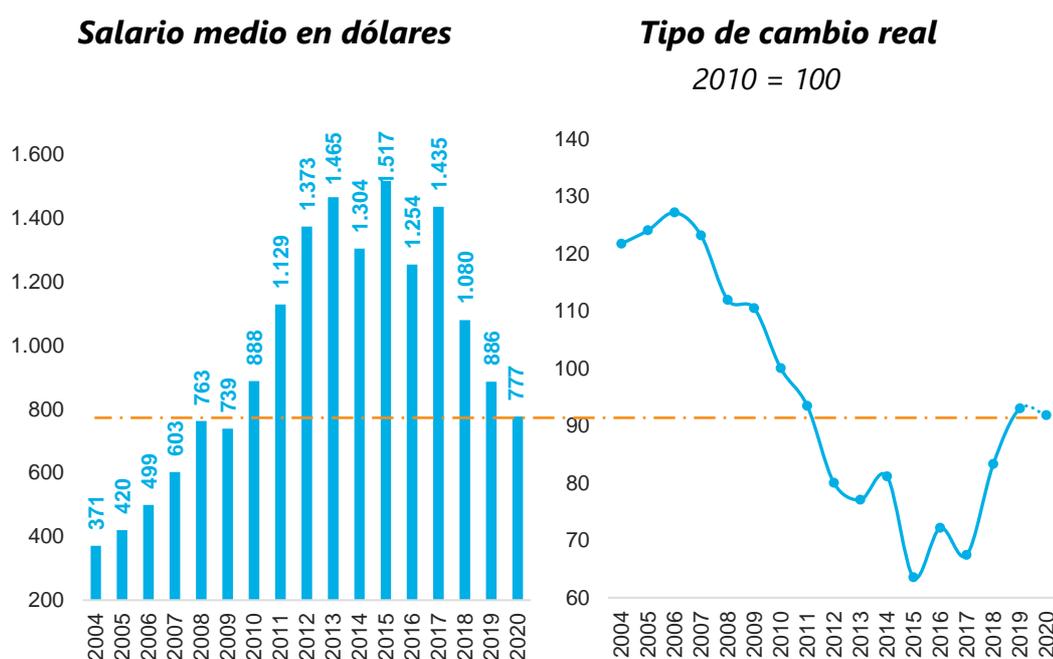
Un programa de estabilización de la inflación sin apelar a la recesión como ancla luce viable debido a las condiciones extraordinarias que deja la pospandemia: baja inercia y puja distributiva, a pesar de los potenciales riesgos fiscales y monetarios. Veamos cómo instrumentar el programa.

LLEGÓ EL TIEMPO DE COORDINAR EL DOWNSIZING

- Las condiciones iniciales están dadas para iniciar un proceso de estabilización “no traumático”, esto es, que no afecte adicionalmente los niveles de actividad, empleo y pobreza. A la moderación de la inercia inflacionaria y de la puja distributiva, que implican que la inflación futura puede desengancharse de la pasada, se suma que los precios relativos están en un nivel sostenible, al menos por un par de años, hasta que la economía mundial se ponga de pie.
- Salarios, tasas de interés y tipo de cambio real se ubican en niveles de 2012, cuando la inflación oscilaba entre 20 y 25% y la brecha cambiaria promediaba 40%. Esto implica que no es necesaria una corrección violenta de estos precios, que obviamente se trasladaría inmediatamente a los niveles futuros de inflación, como ocurrió con el drástico ajuste de tarifas iniciado en 2016.

UN PUNTO DE PARTIDA COMPETITIVO

El salario en dólares de 2008 y el tipo de cambio real de 2011



Fuente: Analytica en base a BCRA e INDEC

- Ahora bien, no todo está ya preparado para iniciar el proceso de convergencia. Hay cuentas pendientes a considerar, a saber:
 - Los agregados monetarios se encuentran 4 ó 5 puntos por encima de los niveles de 2012, especialmente el M2 Privado (suma del circulante más los depósitos a la vista del sector privado).

- El déficit primario de 2020 cerrará en niveles preocupantes, en torno al 6% del producto. Además, las tarifas de los servicios públicos están pendientes de revisión, al igual que el Ingreso Familiar de Emergencia (IFE), que de continuarse un año más en las condiciones actuales implicaría un salto de 3 puntos del gasto primario en relación al PBI.

- Es claro que con un Presupuesto Nacional para 2021 y un Programa Monetario consistentes todo puede ordenarse. Según nuestras estimaciones, un programa de estabilización con objetivos de M2 privado no generaría déficit cuasifiscal, el gran responsable en los años '80s del colapso de los Planes Austral (1985-86) y Primavera (1987-89). En la "nueva normalidad", adicionalmente, debería reestructurarse el IFE original, y finalmente, una economía que no crecerá a tasas chinas sólo será necesario un cuadro de tarifas públicas que preserve el autoabastecimiento para evitar los cuellos de botella de los años 2013-15. El desfasaje no es insuperable: por caso, las tarifas de energía eléctrica hoy cubren cerca del 60% del costo, mientras que en 2015 sólo lo hacían en un 15%.

- Queda por resolver la dinámica futura en el mercado de trabajo. Según nuestra lectura, el reparto de tareas es claro: las centrales empresarias "preservan el empleo", la CGT permite el ajuste de los salarios a la baja y el gobierno pone sobre la mesa un plan de estabilización, con prudencia fiscal.

- En suma, el camino de la estabilización con crecimiento moderado, eventualmente con algo de "selección de sectores ganadores" para el arranque, es el indicado para la economía pospandemia. Es una trayectoria sin devaluaciones bruscas (el peronismo busca no devaluar, por historia), con tasas de interés por debajo de la inflación, y una brecha cambiaría entre 30 y 50%. En este contexto, los salarios reales subirían algo por encima de la inflación y la actividad rebotaría, pero no mucho más. Recién después de 12-18 meses, estabilizados los niveles de inflación en torno a 1,5% y 2% promedio mensual y con el mundo recuperándose, sería la hora de volver a crecer con fuerza.

- Buscar una recuperación con tasas chinas, por el contrario, es inviable por el descontrol de la nominalidad y el desborde de la brecha cambiaría que seguramente desataría. No hay condiciones para que el mercado absorba los 4 puntos del PBI de "exceso de liquidez" a través de un crecimiento rápido sino se baliza un sendero fiscal y monetario prudente. Incluso con un buen resultado del canje de deuda.