

# La disyuntiva cambiaria: inflación vs competitividad

Informe Mensual Abril

Viernes 30 de abril de 2010

**labourcapitalgrowth**

Castañeda 1873 – Oficina 17  
(5411) 4787-2326  
[www.lcgsa.com.ar](http://www.lcgsa.com.ar)  
contacto: [info@lcgsa.com.ar](mailto:info@lcgsa.com.ar)

## Editorial

La discusión parlamentaria sigue empantanada. La oposición logró rechazar en Diputados el DNU de las reservas, a la vez que aprobó (de forma ajustada) en el Senado el proyecto de coparticipación íntegra del impuesto al cheque. No obstante, nuevamente debió sufrir más de la cuenta para obtener la mayoría (aun en un proyecto en el cual se suponía contaba con una mayoría holgada) y dio pie para que el oficialismo objetara la aprobación del cambio en la distribución bajo el argumento de que se requería una mayoría especial (muy probablemente éste sea el motivo que utilice el Gobierno para justificar políticamente el veto presidencial una vez que el proyecto sea aprobado en Diputados).

Con respecto a la interminable saga generada en torno a las reservas, e independientemente del rechazo que aprobó Diputados, el Gobierno se encamina a aprobar una ley “espejo” que le permitirá darle una forma legal más adecuada al instrumento; lo que implica que podrá disponer de esos fondos *a piacere*. Adicionalmente, la Justicia ratificó el fallo que obliga a retrotraer la composición de la Comisión Bicameral de Seguimiento a los DNU, con lo cual volverá a tener paridad (8 miembros por la oposición y 8 miembros por el oficialismo).

El clima político pareció caldearse con la profundización de los conflictos con la prensa (ahora ya en cabeza directamente de los periodistas), las acusaciones cruzadas de venta de información privilegiada en el Ministerio de Economía y la denuncia en sede judicial del ex embajador argentino en Venezuela con respecto a recurrentes casos de corrupción en la particular relación comercial entre Argentina y el país caribeño. Con las elecciones presidenciales en el horizonte cercano, todo hace presumir que la situación política se tornará cada vez más compleja.

Ajena a los ruidos políticos la actividad económica consolida su recuperación, y aumentamos nuestra proyección de crecimiento del PBI en 2010 al intervalo 4,5%/5%. De la mano de la recuperación de la actividad la inflación ha vuelto a acelerarse, principalmente como consecuencia de las subas en los precios de los alimentos (también aumentamos la proyección de inflación a 27,5% dic-dic). La evolución de los primeros cuatro meses del año deja un piso muy elevado para lo que resta del año, lo que inevitablemente genera una ampliación de la brecha en la distribución de los ingresos: por un lado los asalariados formales (con ingresos que ajustan de la mano de las negociaciones salariales) y por otro los trabajadores informales y los beneficiarios de planes sociales que ven como el poder de compra de su ingreso se erosiona de la mano de la mayor inflación (en especial en alimentos).

Como hemos mencionado reiteradamente, la inflación es la consecuencia natural de la configuración de políticas macro fuertemente expansivas que buscan priorizar el crecimiento de la economía a corto plazo al costo de permitir una mayor inflación. Con la doble determinación que pasa a tener la política monetaria (a la histórica cambiaria se le agrega la fiscal, con un BCRA que financia al Tesoro a través de la emisión) y una política de ingresos que convalida incrementos (piso) del 25% nominal para los sectores formales, todo el peso del “combate inflacionario” recae en la utilización del tipo de cambio nominal como ancla del sistema.

El problema es que esta política no está exenta de costos, ya que trae aparejada una inevitable erosión del colchón de competitividad. Así, el Gobierno se enfrenta a la disyuntiva de sostener la competitividad o ponerle un techo a la inflación. Históricamente, el kirchnerismo se ha mostrado muy prudente en términos del manejo cambiario. Para dilucidar si mantendrá este comportamiento a futuro, vale la pena analizar con más detalle cuál es la foto actual y las perspectivas futuras en términos de competitividad.

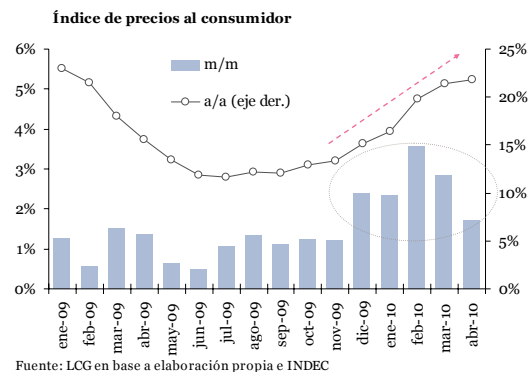
## En alza

Desde diciembre la inflación se aceleró. El IPC mostró todos los meses variaciones superiores al 2%. Así, el primer trimestre acumuló un incremento del 8,8% (con respecto a diciembre) y **la variación interanual del mes de marzo volvió a ubicarse (después de 12 meses) por encima del 20%**. De analizar la evolución del primer trimestre (lo cual debe tomarse como un mero cálculo indicativo y no como una proyección, ya que enero y marzo son meses que históricamente muestran una estacionalidad alta y que además se vieron afectados por las fuertes subas en el precio de la carne), el 2010 cerraría con una inflación del 40% (dic c/ dic).

**Si bien se trata de un fenómeno generalizado, lo cierto es que la suba de precios estuvo motorizada esencialmente por el alza de los precios de los alimentos y bebidas:** crecieron claramente por encima del índice general (5,3% vs 2,9%, promedio mensual del primer trimestre, respectivamente), aportaron prácticamente el 70% del total de la suba del índice agregado y la variación interanual ya se ubica apenas por debajo del 35%. **La suba de los precios de la carne (+45% con respecto a diciembre) tuvo una importancia central, explicando prácticamente la mitad de la suba de los alimentos.**

Los datos preliminares de abril muestran (estabilización de los precios de la carne mediante) una desaceleración en el ritmo de crecimiento de los precios de los alimentos. Así y todo, y pese a tratarse de un mes con estacionalidad “favorable”, estimamos para abril una variación del IPC en torno al 1,5%.

**La evolución del primer cuatrimestre deja un piso elevado para lo que resta del año: se requiere un incremento promedio mensual de 1,5% para cerrar**



**con una variación del 25% dic-dic.** Dado el contexto macroeconómico actual, es una meta que luce por demás exigente.

**El problema inflacionario no es un fenómeno reciente en nuestro país sino que ya lleva casi 5 años** (desde sep-05 van 55 meses con variaciones interanuales de dos dígitos). En este contexto, la recesión de 2009 permitió atenuar, sólo de forma momentánea y parcial, esta problemática: **pese a una caída del PBI superior al 3%, la inflación “sólo” fue del 15%** (con una desaceleración de 8,5 pp con respecto a la de 2008). Una vez que la economía volvió a cobrar impulso, la inflación se aceleró nuevamente. Y, a diferencia del pico de 2007/08, en esta oportunidad no aplica el argumento de la “inflación importada” ya que los precios de los *commodities* se mantienen relativamente estables.

**Además de los costos en términos de pobreza y desigualdad** (la inflación castiga más a los sectores de menores recursos, en especial a los beneficiarios de planes sociales con montos que no ajustan de forma automática y a los asalariados informales) **y de inversión** (la incertidumbre achica el horizonte económico de las empresas), **la aceleración de la inflación implica riesgos crecientes para una economía tan “entrenada” en términos inflacionarios como la nuestra.** Pese a que resulta imposible determinar cual es el valor umbral a partir del cual la economía generaliza los mecanismos indexatorios y la inflación pasa a tener un componente eminentemente inercial, lo cierto es que una variación piso del IPC del 25% es un nivel lo suficiente alto como para empezar a preocuparse. De hecho, la combinación de crecimiento e inflación del 2009 es una clara señal en este sentido.

En otras palabras, **cuanto más tiempo se tarde en implementar una política antiinflacionaria en serio, más costoso será en el futuro (en términos de nivel de actividad) lograr una convergencia a niveles más**

**labourcapitalgrowth**

Castañeda 1873 – Oficina 17  
(5411) 4787-2326  
[www.lcgsa.com.ar](http://www.lcgsa.com.ar)  
contacto: [info@lcgsa.com.ar](mailto:info@lcgsa.com.ar)

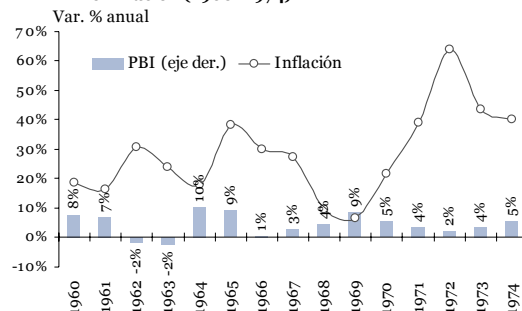
**razonables.** La experiencia pasada en nuestro país muestra que una vez que la economía comienza a operar con niveles inflacionarios superiores al 15/20%, resulta muy complicado el retorno a variaciones de un dígito: esto sucedió entre 1945 y 1952 (variación anual promedio del 24,5%), 1960 y 1967 (25,5% anual promedio) y durante el período 1970-74 (38,3% anual promedio, que lejos de desacelerarse hizo eclosión con el célebre “Rodrigazo” y una inflación promedio del 180% en 1975). Algo similar ocurrió en Chile durante los ‘80s y en Colombia desde los ‘70s hasta finales de los ‘90s.

Obviamente, **el abordaje de esta problemática debe ser integral** (esto es, se deben coordinar las políticas fiscal, monetaria, cambiaria y de ingresos) **y gradual** (no con programas de *shock* sino moderando las expectativas del sector privado y propendiendo a una desaceleración progresiva de los índices inflacionarios). Esto implica que **los frutos de un programa antiinflacionario recién podrían palparse en el mediano plazo (post 2011)**. Pero por otra parte, si se mantiene el ritmo inflacionario del primer trimestre el Gobierno pagará crecientes costos políticos a corto plazo. ¿Cuáles son las señales que brinda el Gobierno?

## Quinta a fondo

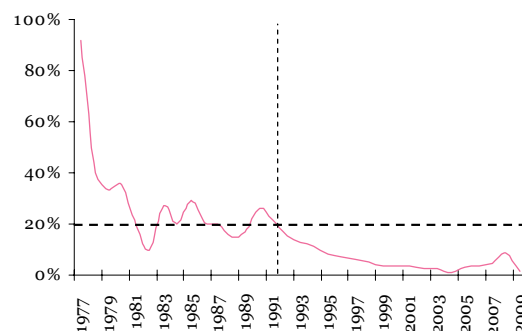
**La configuración de la política macro (fiscal, monetaria y de ingresos) es claramente inflacionaria.** Todo ello, **en un contexto en el cual la combinación entre el oscurantismo estadístico y la falta de señales claras hace que el componente de expectativas tienda a exacerbar las presiones inflacionarias generadas por la propia política económica.** El Gobierno, además de seguir negando la inflación, no hace explícito ante la opinión pública si le preocupa la cuestión inflacionaria ni cuáles son las herramientas que, eventualmente, utilizará para

**PBI e inflación (1960- 1974)**



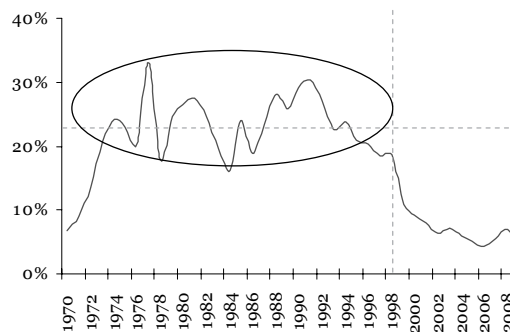
Fuente: LCG en base a Indec y Mecon

**CHILE: inflación**



Fuente: LCG en base a Banco Central de

**Colombia: inflación**



Fuente: LCG en base a Banco Central de

combatirla. Analicemos con más detalle el componente macro de la inflación.

### 1. *POLÍTICA FISCAL*

El eje central de la política económica del kirchnerismo es el crecimiento del gasto público. Los números son elocuentes: en los últimos 5 años, el gasto primario creció casi 20 puntos más que la inflación y 10 puntos más que los ingresos genuinos.

#### **Gasto público vs. inflación e ingresos**

	2006	2007	2008	2009	2010
<b>GASTO PRIMARIO</b>	<b>28%</b>	<b>48%</b>	<b>35%</b>	<b>30%</b>	<b>35%</b>
Inflación	11%	16%	25%	15%	25%
<b>GP vs. inflación</b>	<b>+ 17</b>	<b>+ 32</b>	<b>+ 10</b>	<b>+ 15</b>	<b>+ 10</b>
Ingresos genuinos	26%	30%	31%	12%	27%
<b>GP vs. ing.</b>	<b>+ 3</b>	<b>+ 18</b>	<b>+ 4</b>	<b>+ 18</b>	<b>+ 8</b>

Fuente: LCG en base a la Sec. de Hacienda

**El gasto público creciendo a altas tasas es una constante que va a perdurar hasta el 2011.** Pero hay un detalle: cada año que pasa sostener el ritmo de aumento del gasto se torna más riesgoso. A partir de 2008 los ingresos tributarios no alcanzaron más para financiar el gasto. Ni siquiera a pesar de que la presión tributaria estaba en niveles récord y la distribución de impuestos a las provincias era la mínima en años. Sin importar los daños colaterales, a partir de ese año, el Gobierno apela a los stocks con tal de sostener el ritmo de crecimiento del gasto. **La ANSES, el BCRA y el Banco Nación son completamente funcionales a los pedidos de fondos del Tesoro.**

Un vez más, **en 2010 la política fiscal será muy expansiva (inflacionaria).** El gasto tiene un piso 35% de

**aumento: aportará 2 puntos al crecimiento del PBI.** El gasto seguirá yendo más rápido que los ingresos y que la propia inflación, retroalimentándola. **Desde que el Gobierno le fue encontrando la vuelta al financiamiento del BCRA<sup>1</sup>, gasto público y emisión pasaron a ser sinónimos.** Cada incremento del gasto será financiado con nueva emisión. **El año pasado el BCRA le “pasó” \$ 32.000 M, en 2010 serán más de \$ 50.000 M.**

## 2. POLÍTICA MONETARIA

**Las condiciones monetarias actuales son pro-inflación:** tasas de interés muy negativas (se consume, no se ahorra) y un tipo de cambio real todavía por arriba del nivel de equilibrio (implica emisión para comprar el excedente de divisas del comercio exterior). Adicionalmente, la contracara del combo BCRA versión 2010 (reservas internacionales + cuasifiscal + adelantos transitorios) es la enorme expansión de la base monetaria que tendrá lugar este año.

**La política monetaria pasa a estar doblemente determinada:** a la tradicional dependencia cambiaria (emisión para “monetizar” el superávit comercial y sostener el tipo de cambio nominal) se le agrega la dependencia fiscal (el BCRA emite para financiar los desequilibrios fiscales del Tesoro). Este año, **el BCRA emitirá más de \$ 80.000 M (60% de la base monetaria) para cumplir con estos dos objetivos.** Una parte lo absorberá la economía (mayor crecimiento y demanda de dinero), otra el sistema financiero (la liquidez vuelve al BCRA) y finalmente ajustará el impuesto inflacionario. Los primeros dos tienen un límite: **lo que la**

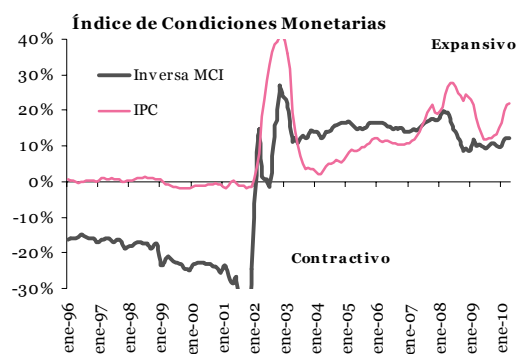
<sup>1</sup> En 2008 modificó la Carta Orgánica del BCRA para ampliar los límites de financiamiento al Tesoro para 2009 a través de los adelantos transitorios por \$ 18.000 M. En 2009, el BCRA le transfirió como reservas internacionales los fondos de la capitalización del FMI por US\$ 2.500 M. Además, como ha sido costumbre en los últimos años le transfirió la totalidad del resultado cuasifiscal. Finalmente, en 2010 financiará al Tesoro con reservas internacionales.

### Combo BCRA: financiamiento al Tesoro

Millones de US\$

	2009	2010
1. Reservas	2.505	6.569
2. Cuasifiscal transf. al Tesoro	1.207	5.774
3. Adelantos transitorios	4.773	2.284
<b>TOTAL</b>	<b>8.485</b>	<b>14.627</b>

Fuente: LCG en base a BCRA

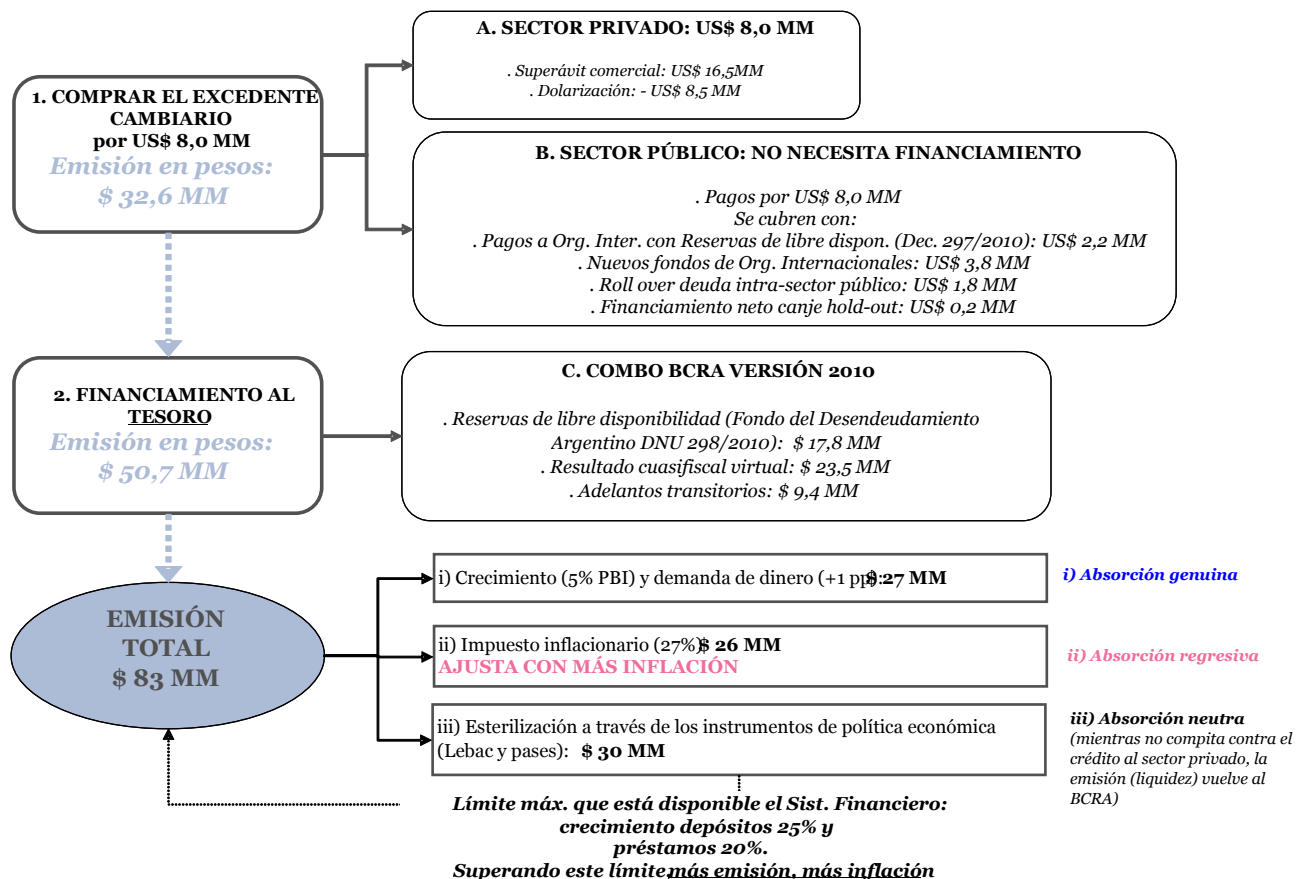


Fuente: LCG en base a BCRA



economía no pueda absorber, ajustará con más inflación.

### LA DOBLE DETERMINACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA



Fuente: LCG en base a Sec. de Hacienda, Sec. de Finanzas y BCRA

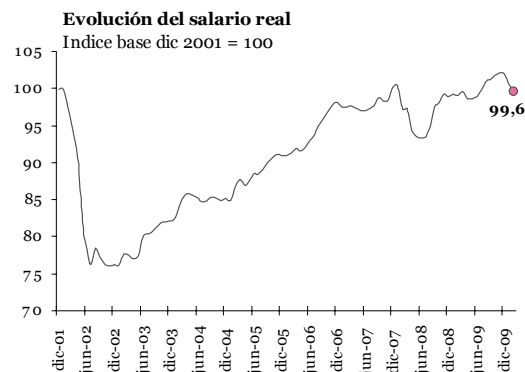
### 3. POLÍTICA DE INGRESOS

Tampoco se puede esperar una moderación por el lado de la política de ingresos. El Gobierno ha dado sobradas muestras de que priorizará el vínculo con los sindicatos (pieza clave en el “control de la calle”) y promoverá acuerdos salariales con un piso del 25%. Además, se trata de una política muy rentable y de bajo costo para el Gobierno: permite sostener el poder adquisitivo de

los asalariados formales, el peso de los salarios en el total del gasto primario nacional es muy pequeño (a diferencia de lo que sucede en las provincias) e indirectamente aumenta la recaudación de la ANSES.

**Dada esta configuración macro claramente expansiva, todo el peso de la “política antiinflacionaria” del Gobierno debería recaer en la política cambiaria. El problema es que esta estrategia no está exenta de costos:** la combinación de un tipo de cambio nominal cuasi fijo con un diferencial inflacionario de 20 pp con respecto a nuestros socios comerciales inevitablemente trae aparejado un acelerado proceso de apreciación real. Eliminado el superávit fiscal desde 2009, esto implicaría **la evaporación de otro de los pilares económicos sobre los cuales se sustentó la recuperación post colapso de la convertibilidad.**

Así, al Gobierno se le plantea una complicada disyuntiva: o bien se “preocupa” por la competitividad de la economía y promueve una depreciación más acelerada del tipo de cambio (que en un contexto de inflación creciente puede morderse la cola, si el salto inicial en el tipo de cambio real –TCR- se erosiona rápidamente por la aceleración de la inflación) o bien se “preocupa” por la suba de los precios y (sin decirlo) pone todo el peso de la política antiinflacionaria en el ancla cambiaria (atenuando el impacto del alza de los inflación sobre el humor popular pero a costa de un deterioro más acelerado del TCR que afecte a las industrias “sensibles”). Para dilucidar cuál sería la posible respuesta del Gobierno, debe analizarse más detalladamente cuál es el margen existente en materia de competitividad.



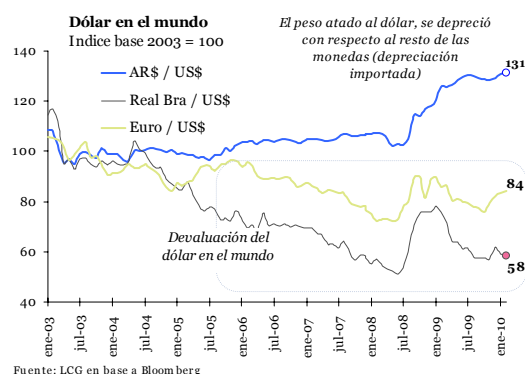
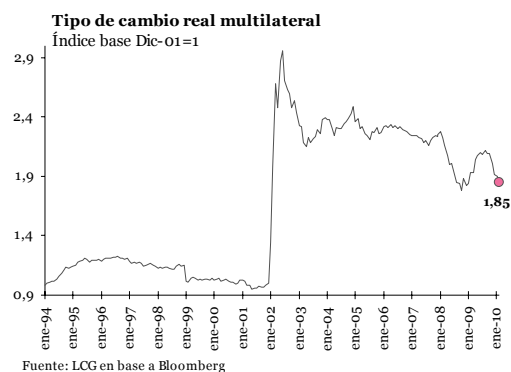
Fuente: LCG en base a Indec

## La foto actual

El tipo de cambio real fuertemente depreciado jugó un rol central en el crecimiento argentino de los últimos años. Además de la protección natural que brindó a industrias locales “sensibles” promoviendo la sustitución de importaciones, estimuló los sectores transables de la economía (logrando un crecimiento más equilibrado en términos regionales que en los ‘90s) y, en paralelo con el salto discreto de los precios de los *commodities*, fue una importante fuente de ingresos para el Tesoro. Obviamente, un desempleo por encima del 20% y altos niveles de capacidad ociosa fueron las condiciones que permitieron combinar simultáneamente tipo de cambio competitivo, baja inflación y fuerte crecimiento de la economía (una verdadera anomalía para la historia económica de nuestro país).

**Pero sustentar la competitividad de la economía de forma permanente en un TCR depreciado no es sostenible en el tiempo:** una vez que la economía comienza a operar más cerca de su PBI potencial, y en un contexto de políticas económicas claramente expansivas, el costo de un TCR depreciado empieza a manifestarse en una mayor inflación (que progresivamente va erosionando la competitividad cambiaria, devolviéndole capacidad adquisitiva en dólares a los asalariados domésticos).

Esta creciente tensión se hizo evidente desde 2007, pero una ayuda proveniente del exterior permitió postergar (momentáneamente) el proceso de revaluación gradual del peso: la depreciación mundial del dólar le permitió a la Argentina (que tenía su tipo de cambio prácticamente atado a la divisa estadounidense) “importar” competitividad del resto del mundo. Así, pese a la aceleración inflacionaria la economía pudo mantener la competitividad.

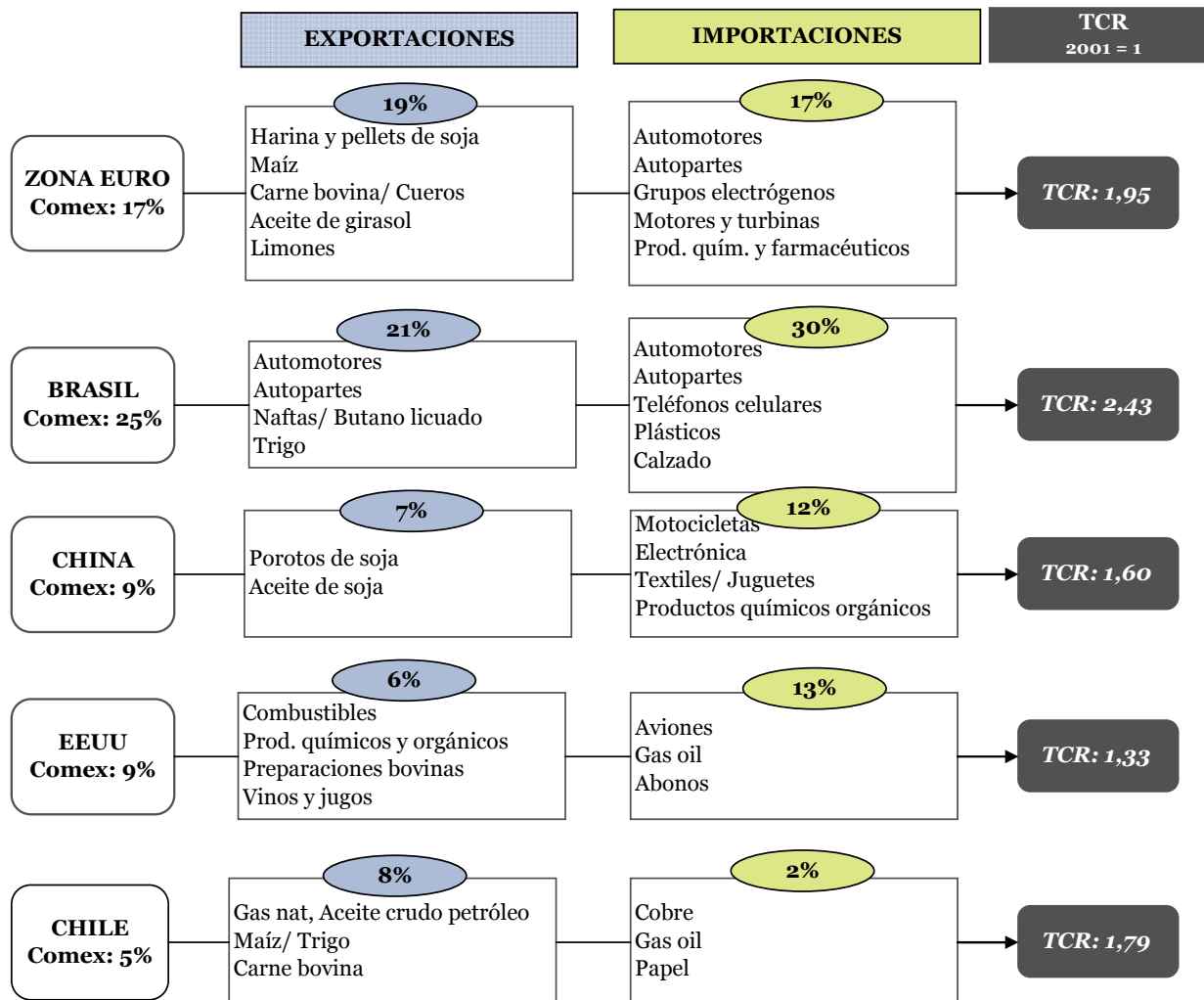


Este proceso se interrumpió con la profundización de la crisis financiera internacional con la caída de *Lehman Bros* y la consecuente apreciación mundial del dólar. En esta oportunidad, el contexto internacional permitió que el peso, al igual que las otras monedas, se depreciaran fuertemente con respecto al dólar: entre sep-08 y sep-09 se depreció un 25% en términos nominales con respecto al dólar estadounidense. Lo que, sumado a la desaceleración del ritmo de crecimiento de los precios domésticos derivada de la recesión, hizo que el tipo de cambio real multilateral (TCRM) se depreciara a lo largo de 2009.

Con un contexto internacional relativamente normalizado, estabilizado el tipo de cambio peso/dólar en torno a los \$ 3,90 y con precios domésticos que volvieron a cobrar impulso, la cuestión referida al proceso de apreciación gradual del peso volvió al centro de la escena: entre nov-09 y mar-10 el TCRM se apreció un 12%.

¿Dónde estamos parados hoy? En primer lugar, debe destacarse que la medición de competitividad de la economía es una cuestión compleja, y debe aproximarse a través de la construcción de distintos indicadores. De forma similar, **la noción de “TCR de equilibrio de largo plazo” también es engañosa, ya que se trata de un concepto que es esencialmente dinámico y que depende de una multiplicidad de factores:** los términos de intercambio, la productividad y las características del mercado laboral, el acceso (o no) y el costo del financiamiento externo, los movimientos de capitales, el sistema monetario internacional, la posición fiscal, las expectativas de inflación, la diversificación de la canasta exportadora, el resultado de la cuenta corriente, el costo local de los insumos no transables, la apertura de la economía, el acceso a mercados del exterior, el equilibrio monetario interno, la estabilidad institucional, etc.

**COMPETITIVAD PAÍS POR PAÍS**



Fuente: LCG en base a Indec

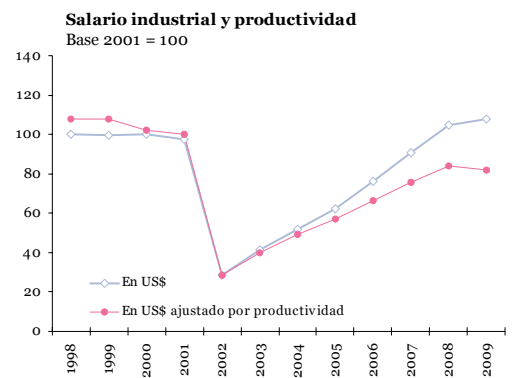
Al analizar el índice del TCRM (esto es, promedio de los TCR reales bilaterales ponderados en función de la importancia de cada país en el comercio con la Argentina) se observa que la situación actual todavía luce holgada: es un 85% superior al valor existente en diciembre de 2001 (1,85 en mar-10 contra 1 en dic-01). El problema es que, como suele suceder con los promedios, el TCRM esconde amplias diferencias internas: mientras que el

**TCR bilateral con los EE.UU. se ubica apenas un 33% por encima de dic-01, en la comparación con Brasil el diferencial es nada menos del 144%. En el caso de China, país cuyo volumen comerciado con la Argentina creció fuertemente en los últimos años y con el cual recientemente surgieron disputas comerciales, el índice se ubica en 1,60 (mucho más cerca de EE.UU. que de Brasil).**

**En el caso del salario industrial en dólares, actualmente ya se encuentra por encima de los valores de diciembre de 2001.** Si se corrige por productividad, la situación se muestra más parecida al TCR bilateral con EE.UU., ya que es un 18% inferior a dic-01 (tendencia que se profundizaría en caso de computar en el cálculo la inflación acumulada en los EE.UU. entre 2001 y 2009, apenas superior al 20%).

¿Cuál es el margen cambiario hoy? Con todas las salvedades realizadas anteriormente, **partiendo de un valor de 1 en diciembre de 2001** (prácticamente el máximo de la apreciación real en nuestro país) **asumimos arbitrariamente como un valor “razonable” del TCRM en el mediano plazo el intervalo que se ubica entre 1,45/1,55.** Obviamente un nivel semejante no implica que no surjan crecientes reclamos de industrias “sensibles” o mayores presiones para reducir los derechos de exportación, pero entendemos que sería un valor que permitiría simultáneamente atenuar las presiones inflacionarias y seguir incentivando al sector transable de la economía.

**Tomando este benchmark arbitrario, la situación actual luce todavía holgada: se encuentra un 20% por encima del techo del intervalo determinado.** Ahora bien, esta es la foto actual. Dado el significativo diferencial inflacionario entre la Argentina y el resto de sus socios comerciales (en un mundo sin inflación), la película nos puede mostrar una historia muy distinta a la foto actual.



## Apreciando el futuro

Para estimar la evolución futura del TCRM se requiere, en primer lugar, proyectar una serie de variables exógenas que tienen una incidencia directa sobre la competitividad de la economía:

- **Economía mundial:** a diferencia del período pre-crisis, la recuperación se está dando de forma asimétrica. Mientras los países emergentes crecen fuerte (empezando a preocuparse más por la inflación que por la actividad), los desarrollados crecen poco (EE.UU.) o muy poco (Europa). Dado este contexto, es esperable que los países desarrollados mantengan una política monetaria muy expansiva (lo que asegura liquidez abundante) y progresivamente vayan disminuyendo los estímulos fiscales. La situación es más complicada en el caso europeo, ya que las profundas asimetrías hacia el interior del bloque hacen prever una progresiva devaluación del euro con respecto al dólar. En cambio, sí asumimos una leve depreciación del dólar con respecto a las monedas de los emergentes. Así, parece difícil que la Argentina se vuelva a beneficiar “importando” competitividad con un dólar muy debilitado, tal como sucedió durante 2007-08.
- **Commodities:** el alza de los precios internacionales le ha permitido a la economía sobreponerse a la restricción externa. De cara al futuro, con las perspectivas de alto crecimiento en los países emergentes, asumimos que los precios se van a mantener en torno a los niveles actuales.
- **Brasil:** por su alta incidencia en nuestra economía, es clave la *performance* de nuestro principal socio comercial. Como vimos, aún con un significativo diferencial cambiario a favor de nuestro país (que, en

buena parte, es la razón que explica el colchón cambiario que aún disfruta nuestro país) el saldo de la balanza comercial es deficitario para nuestro país. Para los próximos años esperamos que se mantenga el crecimiento de la economía en torno al 4,5% y tenga lugar una apreciación muy gradual con respecto al dólar.

Esto en cuanto al contexto externo. Queda la duda con respecto a la respuesta de política interna. A juzgar por la experiencia pasada, y **puesto en la disyuntiva de tener que optar entre utilizar al tipo de cambio como ancla nominal (que permita ponerle un techo a la inflación por debajo del 30%) o preservar la competitividad de la economía, todo parece indicar que el Gobierno se va a inclinar por la primera opción.**

**El kirchnerismo, a diferencia de lo sucedido en otras áreas, ha mostrado siempre una especial prudencia en cuanto al manejo de la política cambiaria:** cuando se produjo el salto inflacionario en ocasión del conflicto con el campo el Gobierno permitió una apreciación del 10% del tipo de cambio nominal, a la vez que en el peor momento de la crisis internacional (agravada domésticamente por la estancamiento de las AFJP) el Gobierno prefirió un deslizamiento cambiario más gradual al recomendado al costo de sacrificar reservas y permitir una rápida apreciación del TCR. Seguramente, en ambas ocasiones primó el temor al posible impacto sobre la salida de los depósitos en momentos de *stress* financiero.

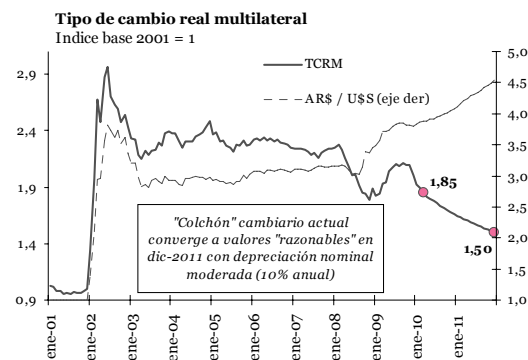
**De cara al futuro, pesan más los motivos en el sentido de mantener la prudencia cambiaria:** 1) hoy por hoy, es la única herramienta disponible de política económica para “combatir” a la inflación, 2) en el contexto actual, un deslizamiento más acelerado del tipo de cambio podría retroalimentar a la inflación y evaporar rápidamente las ganancias de competitividad (al costo de una mayor inflación),



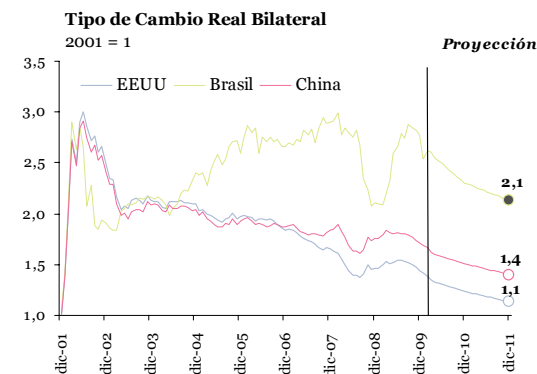
3) el Gobierno parece sentirse “cómodo” con una inflación en el intervalo 20%/25%, principalmente por el impacto positivo que tiene sobre la recaudación, 4) con la utilización de las reservas “infinitas” y la disponibilidad latente de cajas locales (FGS de la ANSES, bancos, etc.) el Gobierno difícilmente necesite de una devaluación por motivos fiscales, y 5) en última instancia, un tipo de cambio más apreciado “castigaría” a sectores opositores al Gobierno (productores agropecuarios, industriales exportadores) intentando mantener la protección selectiva para los industriales en sectores sensibles más cercanos al Gobierno.

Así, asumimos una inflación del 27,5% en 2010 y del 25% el año próximo (en ambos casos dic/dic) en combinación con un leve depreciación del tipo de cambio (promedio anual del 10%, llegando a \$/US\$ 4,50 en dic-11). Tomando conjuntamente estos supuestos con el relativamente favorable escenario internacional planteado anteriormente, **la foto hacia finales de 2011 luce bastante complicada en términos de competitividad de la economía: el TCRM se ubicaría dentro de nuestro intervalo de “equilibrio” (aunque con una tendencia claramente descendente). Sólo con Brasil se mantendría un “colchón” cambiario relevante, mientras que el TCR bilateral con China se ubicaría en 1,40 (por debajo del piso del intervalo determinado) y con EE.UU. apenas un 10% por encima de diciembre de 2001.**

Si bien el TCR no alcanzaría un valor excesivamente apreciado (de hecho, la balanza comercial será todavía fuertemente superavitaria en 2011, por encima de los US\$ 14.000 M), **el problema principal que enfrentará el nuevo gobierno es la inercia que heredará de la gestión kirchnerista.** Como mencionamos anteriormente, cuanto más se demore el combate en serio a la inflación, más costosa resultará el éxito de las políticas antiinflacionarias (en términos de nivel actividad) y más prolongado el período de conver-



Fuente: LCG en base a BCRA y Bloomberg



Fuente: LCG en base a Bloomberg

gencia hacia valores razonables (un mal indicativo en términos de crecimiento e inflación es lo sucedido en 2009). Si bien el próximo Gobierno tendrá un margen para actuar sobre las expectativas inflacionarias (normalización del INDEC y anuncio explícito de combate a la inflación mediante), la inercia previa y los numerosos ajustes pendientes (tarifas servicios públicos, transporte público, sectores regulados, etc.) dejan un piso elevado para el 2012, que estimamos en torno al 20%.

Así, **la Argentina se encamina irremediabilmente hacia un sendero de apreciación real**, lo que implica la evaporación de uno de los principales pilares sobre los cuales se sustentó la recuperación de los '00s. **La próxima administración iniciará su gestión con un margen de maniobra relativamente acotado: erosión del superávit fiscal y del colchón de competitividad, inercia inflacionaria y ajustes pendientes, un gasto público en máximos históricos, un complejo entramado de subsidios, un conflicto distributivo latente por los recursos entre la Nación y las provincias, y una situación social agravada por la alta inflación.**

Obviamente, y en comparación con otras transiciones de la democracia, también dispondrá de algunas fortalezas (superávit externo, reservas, crecimiento económico, ¿acceso al financiamiento externo?), pero lo cierto es que **inevitablemente deberá afrontar, y con menos herramientas disponibles, todas las tensiones económicas que la gestión kirchnerista fue sistemáticamente postergando para más adelante.**

Está prohibida su reproducción y circulación no autorizada expresamente.