

Desinflando: más dilemas que inconsistencias (por ahora)

Informe Mensual N° 99

2 de junio de 2017

Costa Rica 4161 - CABA
(5411) 4862-8992
www.lcgsa.com.ar
contacto: info@lcgsa.com.ar

lcg.

labourcapitalgrowth

Introducción

- **¿Por qué cuesta lograr la reactivación económica y reducir los niveles de inflación?**
- Prevalece la idea de que el **abultado déficit fiscal es la plaga fatal** que provoca varios de nuestros males
 - atraso cambiario,
 - menguada actividad económica, y
 - resistencia caprichosa de la inflación por reducirse.

Aun cuando **sabemos lo nocivo que puede ser** para encarar una estrategia de desarrollo, pensamos que, **en las circunstancias actuales de nuestro país el déficit público no tuvo mayores efectos colaterales (en 2016 y lo que va de 2017).**

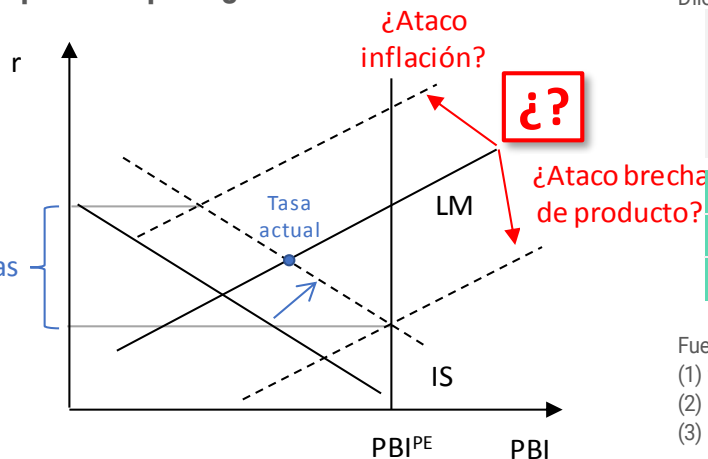
Algunas ideas instaladas

- **El déficit genera atraso cambiario**
 - Sólo en situación de pleno empleo. En recesión, el aumento del consumo de no transables por el mayor gasto público generará mayor actividad y no tanto una suba de precios.
 - En 2016/2017 la inflación se aceleró por la devaluación y aumentos de tarifas. Cuando estos efectos desaparecen, la inflación se reduce, pero el piso es más elevado dado el comportamiento inercial (cada agente intenta preservar el poder adquisitivo de su ingreso).
- **El financiamiento con endeudamiento externo profundiza atraso cambiario**
 - **BCRA compró la mayor parte de estos dólares** (US\$ 10 MM sólo al Tesoro) impidiendo que el dólar baje
 - **En la medida que exista ahorro privado suficiente, la esterilización de estos pesos no generarán presión sobre la tasa de interés.**
 - En 2016 y comienzos de 2017, el déficit público está compensando el superávit privado.
 - El banco central debería insistir y acentuar la intervención cambiaria y poner menos énfasis en la meta de 17% de inflación a la hora de establecer tasas.

Más que *crowding out*, un *crowding in*

- El déficit fiscal colaboró favorablemente, durante 2016 y lo que va de 2017, en el desempeño económico privado.
- De no existir tal déficit, o de haber sido sustancialmente menor, **la recesión se hubiese dibujado con rojos más intensos.**
 - Tal vez las tasas de interés habrían sido más bajas y también los niveles de inflación.
- **Los niveles actuales de tasas de interés no se deben a una presión fiscal sino a una decisión de política para enfrentar la inflación**

Déficit sin pleno empleo: ¿out o in?



Regla de Taylor

Dilema de la tasa de interés

Inflación (abr-17)	Inflación objetivo (2)	Brecha de producto (3)	Coefficiente p/ controlar inflación	Coefficiente p/ controlar PBI	Tasa de interés resultante (1)	Tasa de interés real resultante
a/a . (a)	a/a . (b)	% . (c)	. (d)	. (e)	a/a . (f)	a/a . (g)
27%	17%	11%	0,5	0,5	27,3%	-0,1%
27%	17%	11%	1	0	38,0%	8,2%
27%	17%	11%	0	1	16,6%	-8,5%

Decisión de política

Fuente: LCG

(1) $f = (a-b)*d + c*e + a$

(2) Meta BCRA para diciembre 2017

(3) Calculada a partir de asumir un crecimiento potencial de 2% ia desde 2012

En línea con niveles actuales

La situación actual no es eterna

- Es **imperioso reducir el déficit vigente** pero el ritmo necesario y su motivo son diferentes.
 - Argentina y su pasado no pueden seguir seduciendo a los mercados internacionales con una deuda creciente por mucho tiempo
- Y **cuando el sector privado deje de ser tan superavitario** y la reactivación se afiance, ahí sí la gradual reducción del déficit fiscal **será indispensable** para que la demanda agregada no tensione sobre la oferta.
 - Podría requerir un ajuste todavía mayor en el futuro si el crecimiento fuera más elevado o si un eventual mayor margen cambiario, a partir de un tipo de cambio más elevado, mejorara las cuentas externas.
 - Esto podría ocurrir algunos meses adelante, pero no es el ahora que se muestra con un exceso de capacidad instalada.

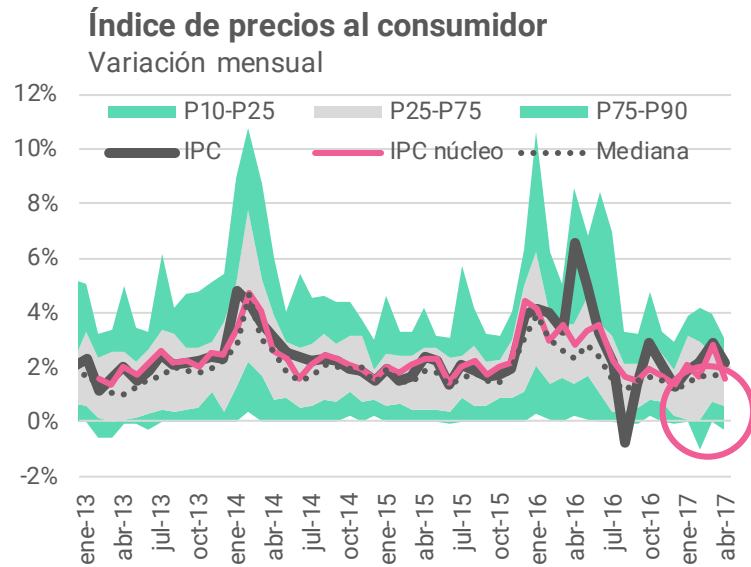
El gradualismo fiscal, así como fue planteado y con todos los desafíos que conlleva, sigue siendo la mejor estrategia, sin costos colaterales excepto el de un mayor endeudamiento.

Características de la inflación argentina

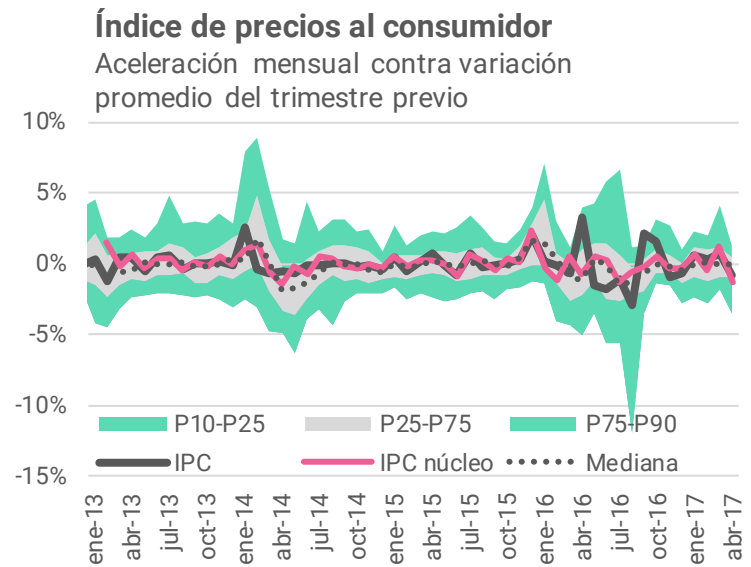
- En los últimos 13 años la inflación anual sistemáticamente por encima de los dos dígitos y en los últimos 10 por sobre el 20% ia.
- Se enquistó en proceso de toma de decisiones, imponiendo **alto componente inercial en la suba de cada año**.
 - **Muy resistente a la baja:** 90% de las categorías relavadas con aumentos mensuales en sus precios persistentemente.
 - **Y relativamente constantes:** salvo post correcciones del tipo de cambio, los aumento de precios no aceleraron, pero tampoco desaceleraron.
- Devaluación de la moneda trajo aparejado un aumento de la volatilidad de los precios y provocó, al menos inicialmente, un **set de precios relativos más caótico**.

**Algunas condiciones mejoraron en lo que va 2017
(menor difusión de los aumentos y variaciones más acotadas)**

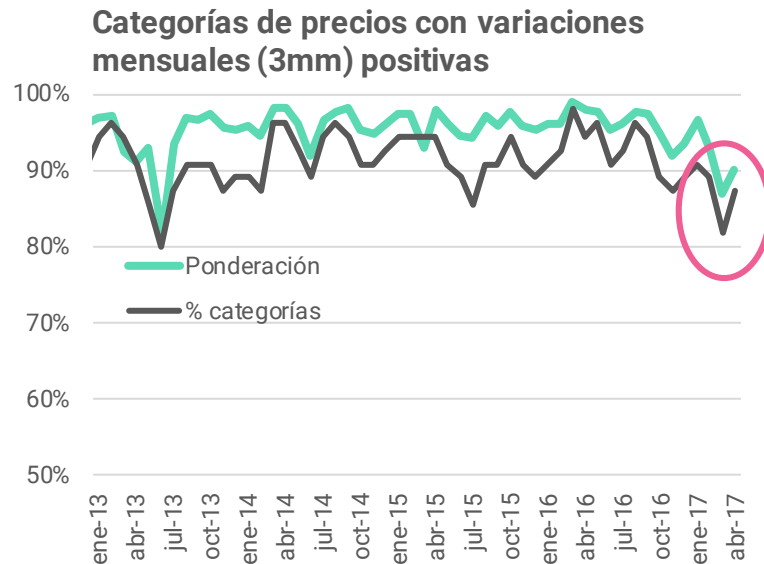
Características de la inflación argentina



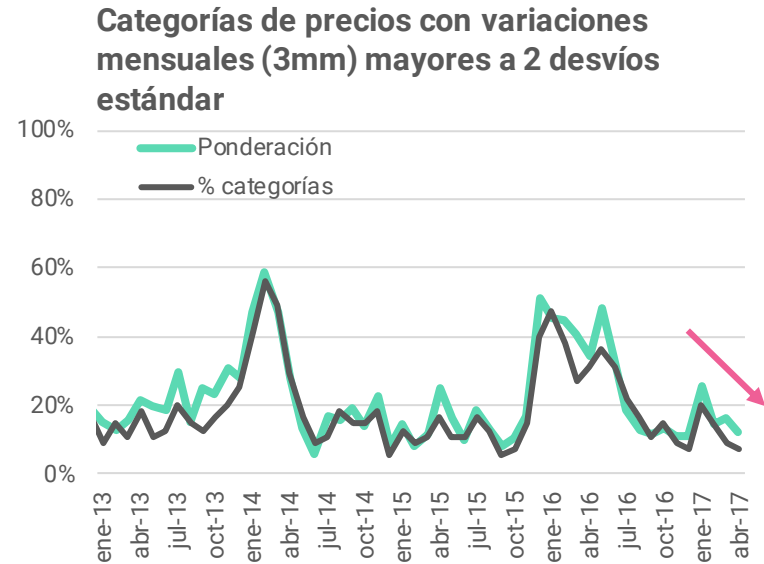
Fuente: LCG en base a IPCBA



Fuente: LCG en base a IPCBA



Fuente: LCG en base a IPCBA



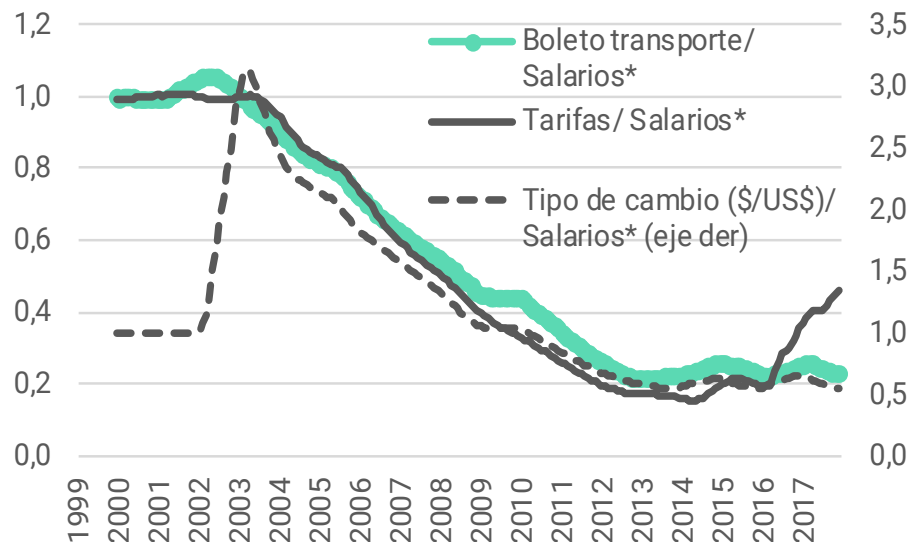
Fuente: LCG en base a IPCBA

Cuán rígidos serán los precios relativos

- El problema de la **desinflación** argentina es que debe ir **acompañado de cambio en los precios relativos** como consecuencia del atraso cambiario y de tarifas
 - Medido en términos de los salarios, las tarifas todavía acumulan un atraso del 50%. Igual que el tipo de cambio. El costo del transporte, sin ajuste previsto en 2017, reflejará un atraso aún mayor (78%).

Ajuste precios relativos

Índice base 1999=100. 12 meses móvil



Fuente: LCG en base a INDEC, Min. Trabajo

* privado formal

Puja distributiva erosionó buena parte de los movimientos en los precios relativos.

Normalizar estos precios en desinflación **impone nuevos** desafíos porque agentes económicos no están dispuestos a aceptarlos al significar una pérdida del poder adquisitivo.

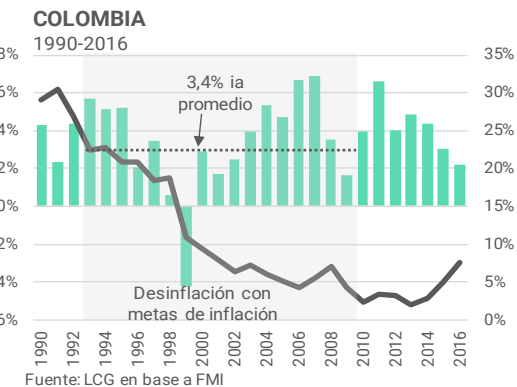
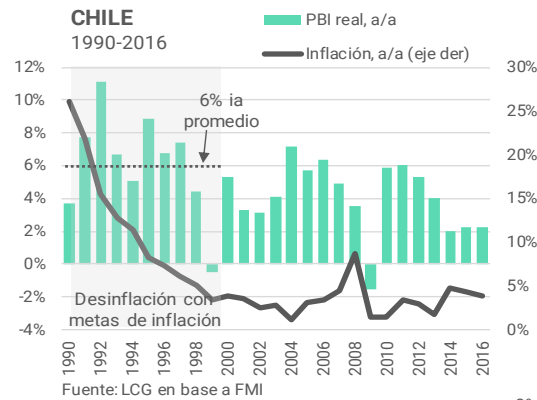
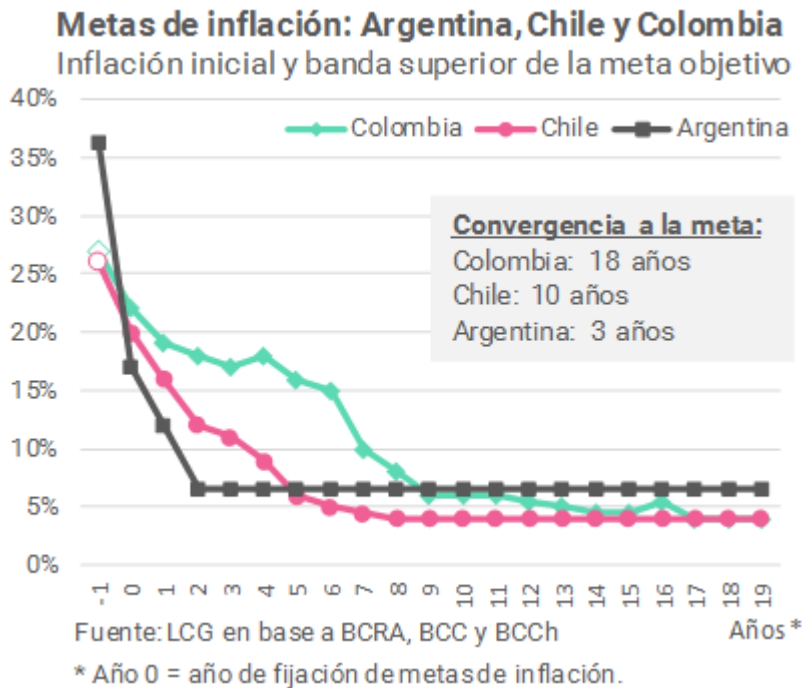
Las cláusulas gatillos acordadas en las partidarias pueden ser letales en caso de precios atrasados

El sacrificio de la actividad para romper la inercia inflacionaria

- La **cuestión inercial**, medida como la inflación previa, fue mucho más relevante que la variabilidad del tipo de cambio y que la presión de la demanda agregada (reflejada a través de una estimación rápida de la brecha de producto, como mostramos antes).
- **Por cada punto de la inflación, 0,7 son explicados por la dinámica de la inflación pasada**
 - *Alcanzar gradualmente la meta de 17% a diciembre, con un tipo de cambio estabilizado en los niveles actuales exigiría aumentar la brecha de producto a 14%, lo que implicaría registrar una caída de 1,6% ia del PBI en 2017.*
 - *Asumiendo un tipo de cambio de \$18 a diciembre (escenario base según LCG), la caída del PIB en 2017 debería ser de 4% ia.*

Chile y Colombia no fueron tan agresivos...

- Las metas de inflación tuvieron un sesgo menos ambicioso y más gradualista en la lucha contra la inflación



La lograda **desinflación con crecimiento** pudo lograrse con una política monetaria, tomando la situación fiscal planificada como dato, **no se excedió en su intento por moderar la inflación si ello implica sacrificar mucho la actividad económica** (máxime si se encontraba lejos del pleno empleo).

... aun cuando reflejaban una menor distorsión de precios relativos

- Chile y Colombia arrancaron los procesos de desinflación con **precios relativos que presumían no significar falencias en términos de competitividad.**
 - La apreciación real cambiaria que sucedió al proceso de desinflación (que derivó en fuerte deterioro de cuenta corriente) no significó dudas sobre su sostenibilidad.
 - Los precios relativos alcanzados **mostraron implícitamente un acuerdo entre los distintos agentes (internos, externos, salario, capital) que evitó ser atacado y terminó siendo sostenible.**

Argentina presenta fenomenal descalabro de precios relativos que impone una inflación latente y riesgo de espiralización

(Tipo de cambio atrasado y déficit de cuenta corriente de 2,6% (amortiguado por control sobre importaciones y bajo PBI), tarifas)

Conclusiones

Insistir por mucho tiempo con tasas de interés que estimulan el atraso cambiario para cumplir una meta demasiado exigente atentaría contra la posibilidad de lograr un proceso de desinflación con crecimiento.

Aun en su afán de bajar la inflación, tanto Chile como Colombia **incumplieron (momentáneamente) sus metas con tal de no sacrificar crecimiento económico.**

Desvíos de las metas por un error de cálculo (pe. no se contempló ajuste de tarifas) podrían asumirse y explicarse, destacando a la vez la reducción nada despreciable de los niveles de inflación, para luego insistir, al año siguiente, con metas decrecientes pero razonables, tan graduales como se impusieron Chile y Colombia en su momento, que no pierdan rápidamente credibilidad.