

¿Qué eligirá Cristina?

Gustavo Reyes
Economista Jefe IERAL Mendoza
Junio de 2013

Los problemas económicos de nuestro país son múltiples y entre los principales se encuentra el desbalance de las cuentas fiscales, la inflación y el atraso del tipo de cambio real. Estos tres grandes problemas están totalmente inter-relacionados entre sí. El déficit fiscal es financiado con emisión monetaria que causa y profundiza el problema inflacionario y, a su vez, éste último es el determinante de la caída del poder adquisitivo del tipo de cambio oficial. Por otro lado, estas últimas dos variables junto con el atraso de las tarifas públicas profundizan el desbalance de las cuentas fiscales generando el complejo círculo vicioso en el que se encuentra actualmente la economía de Argentina.

Al actual gobierno le restan más de dos años de mandato y por lo tanto, dado los problemas explicados, es esperable que en algún momento las autoridades económicas nacionales tomen algún tipo de medidas que intenten encauzar estos problemas. Obviamente el comportamiento del mundo junto con las medidas que pueda implementar o no el gobierno serán los determinantes de la evolución macroeconómica de Argentina en los próximos años.

El escenario económico internacional es incierto para los próximos años pero en términos de probabilidades parece dable asumir que el panorama económico mundial difícilmente pueda ayudar tanto a nuestra economía como lo ha hecho en la última década. Si bien la principal economía mundial (Estados Unidos) comienza a consolidar un nuevo ciclo expansivo, la evolución de las tasas de interés internacionales y los precios de las commodities pueden dejar de ser tan favorables. Nadie conoce con exactitud el momento en que Estados Unidos comenzará a subir sus tasas de interés, pero la excepcionalidad de tasas de interés casi nulas de corto plazo probablemente finalice en algún momento de 2013 o 2014. Este hecho junto con la desaceleración que presenta actualmente la economía de China pueden dificultar la continuidad de los altos precios de las commodities.

La contrapartida optimista a este último escenario es la posibilidad que el gobierno de nuestro país pueda concesionar la explotación de “Vaca Muerta”. Dada la magnitud de

este yacimiento, en caso de poder concesionarse, un nuevo boom de financiamiento externo podría producirse y nuevamente el sector externo a través de Inversiones Externas Directas podría empujar fuertemente a la economía de nuestro país.

Dado que en el corto plazo aún no se vislumbran certezas concretas sobre “Vaca Muerta”, es posible asumir que el escenario externo relevante para Argentina no resulta tan favorable como lo ha sido en los últimos años. En este contexto, el escenario macroeconómico de nuestro país pasaría a depender de las acciones de política económica que tome el gobierno nacional.

Antes de describir los posibles escenarios alternativos, es importante mostrar el punto de partida en el que se encuentra actualmente la economía de nuestro país en términos de algunas de las variables macroeconómicas más importantes:

- Actividad Económica: **baja**, en términos desestacionalizados en el primer cuatrimestre del 2013 se encuentra al mismo nivel del cuarto trimestre del 2011.¹
- Tasa de Inflación: **alta**. La inflación anual del mes de abril de 2013 fue del 23.8%.²
- Tipo de Cambio Real (TCR): **bajo**. El valor del dólar oficial a precios de mayo de 2013, ajustándolo por el IPC de Argentina y de Estados Unidos, se encuentra un 40% por debajo del promedio histórico entre 1944 y 2012.³
- Brecha Cambiaria (BC): **alta**. La BC promedio entre el dólar “blue” y el oficial durante el primer semestre del 2013 asciende al 60%. Este guarismo duplica la brecha promedio registrada en los 80’s (30% - agosto de 1982 y diciembre de 1989).
- Tasa de Interés (TI): **baja**. La TI Badlar (plazo fijo mayoristas) promedio de bancos privados relevada por el Banco Central en mayo de 2013 fue del 15% anual, un nivel muy por debajo al de la tasa de inflación.

¹ Ver Indicador Global de Actividad desestacionalizado. Fuente O. Ferreres <http://www.ojf.com>

² Variación últimos 12 meses en IPC relevado por Buenos Aires City, Dir. de Estadísticas de San Luis, Dir. de Estadísticas de Salta e IPC del Congreso de la Nación.

³ Para el IPC Argentina se utiliza como fuente Indec hasta 2006, luego se utiliza el promedio de las Direcciones de Estadísticas Provinciales.

Este escenario de bajo nivel de actividad económica y alta inflación con problemas fiscales y atraso cambiario, ha sucedido muchas veces en nuestro país con distintas magnitudes. La evolución de las cuentas fiscales, de la emisión monetaria y del tipo de cambio son claves para entender los caminos alternativos que pueden tener el resto de las variables macroeconómicas. Dependiendo de la combinación de políticas que adopte el gobierno, es posible en forma más o menos simplificada analizar los diferentes escenarios alternativos.

Al menos cinco escenarios son posibles de imaginar dependiendo exclusivamente de las acciones que implementen las autoridades económicas en el futuro. Cada uno de ellos generará una dinámica diferente tanto de corto como de mediano plazo en las principales variables macroeconómicas (actividad económica, inflación, TCR, BC y TI). Estos escenarios se detallan en el cuadro siguiente y se explican a continuación:

Escenario de Argentina de Mediano Plazo

Posibles Escenarios

	Sin Ajuste Explícito	Con Ajuste Explícito	
Sin Salto Devaluatorio	A	E	
Con Salto Devaluatorio	B	Con Credibilidad	Sin Credibilidad
		C	D

- **Escenario A: Sin Ajuste Explícito y sin Salto Devaluatorio**

En este escenario, la economía continúa su ritmo actual y el gobierno no realiza ningún tipo de ajuste explícito. El ritmo de devaluación, puede acelerarse (aunque no necesariamente) un poco como lo sucedido en los últimos meses pero continúa por debajo de la tasa de inflación.

En el corto plazo, ante la falta de ajuste fiscal, el ritmo de emisión monetaria continúa en niveles entre el 35% y 40% anual y por lo tanto, la tasa de inflación actualmente cercana al 24% anual podría subir un escalón. El TCR sigue

cayendo ya que la devaluación continúa por debajo de la inflación. Esta caída permanente del TCR determina que la BC pueda seguir ascendiendo mientras que la TI probablemente también suba otro escalón para amortiguar un poco las presiones sobre el mercado cambiario. En este contexto, el nivel de actividad económica difícilmente se recupere y es dable asumir que continuará en niveles bajos.

En el mediano plazo, como las cuentas fiscales continúan deteriorándose y el único medio de financiamiento es el monetario, la tasa de inflación pasa a ser bastante más alta que la actual presionando al alza a la TI. La constante caída del TCR además de elevar aún más la BC, aumenta la probabilidad que se presenten serios problemas en el mercado cambiario. En este contexto, el nivel de actividad económica también puede presentar un importante problema.

- **Escenario B: Sin Ajuste Explícito y con Salto Devaluatorio**

En este escenario, si bien el gobierno no realiza ningún tipo de ajuste en sus cuentas públicas, a diferencia del contexto anterior, decide producir un salto en el tipo de cambio oficial. La magnitud de este salto podría abarcar un rango desde un valor intermedio entre el dólar blue y el oficial hasta el valor del dólar blue. Este tipo de medida probablemente se traduciría en un mayor desdoblamiento cambiario con algunas transacciones que continuarían realizándose a un valor muy cercano al actual dólar oficial (comercial?), otras al nuevo dólar intermedio (financiero? y/o tarjeta para turismo?) y otras al dólar blue (atesoramiento?). Luego de este salto devaluatorio, los dos primeros tipos de cambios podrían continuar siendo fijados por el Banco Central (con alguna tasa de devaluación) mientras que la cotización del blue probablemente seguiría dependiendo de las fuerzas del mercado aunque no necesariamente continuaría siendo ilegal.

Bajo este escenario, ante la falta de ajuste fiscal y con el salto devaluatorio, la tasa de inflación en el corto plazo podría subir bastante junto con la tasa de interés (que podría reflejar expectativas de nuevos saltos devaluatorios). El TCR mejoraría para aquellas actividades incluidas en el tipo de cambio intermedio. La BC dependiendo de las expectativas de nuevos saltos devaluatorios, podría subir o no.

En el mediano plazo, como las cuentas fiscales continúan deteriorándose, la inflación y las tasas de interés siguen creciendo al ritmo de la emisión monetaria y de las expectativas por nuevos saltos devaluatorios. Este contexto es compatible con permanentes tensiones en los mercados cambiarios y problemas en los niveles de actividad.

- **Escenario C: Ajuste Explícito, con Salto Devaluatorio y con Credibilidad**

En un escenario con credibilidad, el anuncio de un plan consistente de ajuste en las cuentas fiscales puede reducir en el corto plazo las expectativas de inflación aún con un salto devaluatorio. En este contexto, debido al anuncio del ajuste, la gente “espera” que en el futuro la tasa de inflación se reduzca sustancialmente, y por esto se “negocian” paritarias y contratos con menores tasas de inflación implícitas. Estas menores expectativas de inflación son las que permiten reducir la tasa de inflación, bajar la tasa de interés y reactivar la economía en el corto plazo. Un ejemplo histórico de este escenario ideal es el plan Austral de junio de 1985 donde, a partir de las altas tasas de inflación y la necesidad de un ajuste fiscal, se anunció un programa de ajuste con un salto devaluatorio y rápidamente cayó la inflación y se reactivó la economía. Otro ejemplo es el plan de Convertibilidad de abril de 1991 (en este último caso, el salto devaluatorio no fue realizado con el anuncio del programa sino unos meses previos al mismo).

Claramente para avanzar en este tipo de escenario se requiere además de un anuncio creíble de ajuste fiscal, una rápida normalización del Indec, un acuerdo de financiamiento con los organismos internacionales de crédito, el retorno a los mercados de capitales, una reforma en la carta orgánica del Banco Central que asegure su independencia, etc.

- **Escenario D: Ajuste Explícito, con Salto Devaluatorio sin Credibilidad**

En este escenario, las medidas adoptadas en términos fiscales y de tipo de cambios son similares al caso anterior pero la gran diferencia es que ahora la lucha contra la inflación no resulta creíble y por este motivo, las expectativas inflacionarias continúan elevadas y no se produce el círculo virtuoso implícito del escenario anterior.

Un ejemplo histórico de este tipo de escenario es el plan de estabilización de Gómez Morales en 1952⁴ donde se produjo un fuerte ajuste fiscal pero la tasa de inflación no bajó rápidamente.

La dinámica de las variables en este escenario es la siguiente: como el ajuste no es “percibido” por parte de los agentes económicos como “exitoso” en el corto plazo en términos del proceso inflacionario, el salto devaluatorio en este contexto genera un aumento tanto en la inflación como en la TI pudiendo reducir o no la BC (otra vez dependiendo de las expectativas que se generen o no de nuevos saltos devaluatorios). El TCR aumenta como consecuencia del salto devaluatorio pero el nivel de actividad probablemente cae como consecuencia del ajuste fiscal y de la mayor tasa de interés.

En el mediano plazo, si el ajuste se mantiene en el tiempo, la tasa de inflación debería reducirse fuertemente (fruto de la menor expansión monetaria derivada del ajuste fiscal). Con la menor inflación, también bajarían las TI y la BC mientras que el TCR se mantendría elevado. Con estos ingredientes, el nivel de actividad económica volvería a crecer nuevamente en forma significativa.

- **Escenario E: Ajuste Explícito, sin Salto Devaluatorio y sin Credibilidad**

En este escenario, las medidas adoptadas en términos fiscales tampoco logran reducir las expectativas inflacionarias, por lo tanto, en el corto plazo no es esperable que la inflación se reduzca fuertemente sino que caiga levemente o se mantenga en los actuales niveles.

Dado que no se producen saltos devaluatorios, el TCR continúa cayendo en el corto plazo, la BC sigue alta y las TI aumentan debido al ajuste. En este contexto, el nivel de actividad probablemente se contraiga en el corto plazo debido al ajuste en las cuentas fiscales al alza en las TI.

Al igual que en el caso anterior, en el mediano plazo, si el ajuste se mantiene, la tasa de inflación debería caer fuertemente (fruto de la menor expansión monetaria derivada del ajuste fiscal) y con ella, también bajaría la tasa TI. El TCR mejoraría debido a que la devaluación ha pasado a ser mayor que la tasa de

⁴ La tasa de inflación mensual en los tres meses previos al plan ascendía al 4.4% mientras que en los tres meses posteriores al plan fue del 3.3%.

inflación y por lo tanto, la BC también debería caer. Con estos ingredientes, el nivel de actividad económica volvería a crecer nuevamente en forma significativa.

La pregunta del millón es cuál de estos escenarios va a prevalecer en la economía de Argentina en los próximos años. La respuesta obviamente se va a conocer con el tiempo. Si bien hoy asignarle distintas probabilidades a cada uno de estos escenarios es totalmente subjetivo; las preferencias, necesidades y acciones del gobierno serán la clave que determinará el escenario verdadero. De esta forma:

- En la medida que las autoridades comiencen a tomar acciones concretas para solucionar y reconocer tanto el problema como las causas de la inflación y para retornar a los mercados internacionales, el escenario ideal con credibilidad (C) comenzará a tener alguna posibilidad de concretarse.
- En la medida que se privilegie la dinámica de corto plazo, el escenario A (sin ajuste y sin salto devaluatorio) es el que aumenta sus posibilidades. Es preciso aclarar que este escenario puede mutarse en algún momento hacia el escenario B debido a la profundización de los problemas de atraso cambiario.
- Por último, en los casos que resulte muy difícil construir un escenario de credibilidad y en la medida que se privilegie la dinámica de mediano plazo, los escenarios E y D aumentan las probabilidades de implementación. Si bien ambos escenarios implícitamente prevén contexto complicados en el corto plazo, en el mediano plazo ambos permiten solucionar los problemas del desbalance en las cuentas fiscales, la inflación y el atraso cambiario que son la clave del círculo vicioso que actualmente afecta a la macroeconomía de nuestro país.