

## Riesgo de inconsistencias



Las negociaciones salariales están sobre el tapete. El Ministro Alfonso Prat-Gay presentó una pauta inflacionaria de 20%/25% para 2016 que apunta a coordinar las expectativas de inflación. Se busca convencer a la gente que la inflación bajará a 20%/25% para alinear todo el sistema de precios detrás de ese “número”; incluidas las paritarias salariales.

En este marco, la consistencia del Programa Económico es fundamental para que haya credibilidad y se cumpla la pauta de inflación. Por el contrario, con inconsistencias, la credibilidad desaparece y la probabilidad de incumplimiento aumenta. Las inconsistencias surgen cuando el público no cree en la política, ya sea porque el objetivo de inflación entra en conflicto con otros objetivos de política (cronograma fiscal), o porque la política que en algún momento fue óptima deja de serlo.

De acuerdo con el programa (gradual) fiscal presentado y según nuestras estimaciones, el Gobierno tiene necesidades financieras por 10,3% del PBI (US\$ 50 mil millones) en 2016. La mitad del financiamiento provendría de organismos internacionales, intrasector público y del BCRA que, según Prat-Gay, emitiría \$ 165 mil MM para asistir al Tesoro. Para cumplir con la pauta inflacionaria (20%/25%), la mitad de esta emisión debería ser absorbida con “nuevas” Lebac (\$ 82.500 millones adicionales). La carga financiera total del BCRA ascendería a 7% del PBI.

En este marco, en 2016 se necesita colocar deuda por un “piso” de US\$ 25 mil millones (5% del PBI) para cumplir con ambas cosas: cronograma fiscal y pauta de inflación. Sin embargo, aún arreglando con los holdouts, existe el riesgo de que la Argentina no pueda emitir toda la (nueva) deuda necesaria. Si no se puede emitir toda la deuda necesaria, el BCRA deberá emitir más pesos y la

política económica empezará a sufrir de inconsistencia dinámica.

La política se torna inconsistente porque emitir “poco” impide cumplir con el programa fiscal y/o porque mantener la inflación baja (con elevada tasa de interés) deja de ser óptimo, ya que como contrapartida aumenta el desempleo (más aún sin el maquillaje de crear empleo público “a lo K”). En este marco, la puerta de salida termina siendo un BCRA emitiendo más, con lo cual la tasa de inflación se eleva, la devaluación es mayor, la variación del PBI real más débil y el poder adquisitivo del salario menor. De acuerdo con este análisis, cuanto menos deuda se pueda colocar y más tenga que emitir el BCRA, mayor será la inflación promedio anual.

Este potencial escenario puede mirarse a través del vaso medio vacío o a través del vaso medio lleno. Sin todo el financiamiento necesario y con inconsistencia dinámica de la política económica, el vaso medio vacío queda en evidencia cuando observamos que existe la probabilidad de que la inflación promedio anual de 2016 termine siendo superior a la pauta oficial del 20%/25%. Por el contrario, el vaso medio lleno queda en evidencia a través de tres aspectos.

Primero cuando tenemos en cuenta que, dado que la política monetaria impacta con un retardo de entre 10 y 18 meses, la anterior gestión del BCRA había dejado una inflación subyacente del 48% anual (como herencia) para 2016. Segundo, cuando recordamos que en 2014 Kicillof devaluó 32% (punta a punta) y 48% (promedio) y la inflación fue 39% anual. Tercero, cuando tenemos en cuenta que es probable que la inflación anualizada del segundo semestre de 2016 cumpla la pauta del 20%/25% aún cuando la inflación promedio anual de 2016 sea mayor. Esto dependerá de cuánta deuda se pueda colocar y cuánto termine emitiendo el BCRA.

En este escenario, es probable que a lo largo de 2016 la inflación tenga una trayectoria descendente lo cual, de la mano del sinceramiento del tipo de cambio, permitiría ganancias (¿15/18%?) de competitividad en el tipo de cambio real; lo opuesto a lo acontecido con Kicillof en 2014 cuando la inflación más que se “devoró” la devaluación en tan sólo 6, 8 meses. Es decir, sería un error extrapolar la actual dinámica de precios para todo el resto del año. De acuerdo con este análisis y siguiendo lo propuesto por mi colega Javier Milei, lo mejor sería particionar las paritarias en 2016. Si la realidad convalida nuestro análisis, se habrá dado un fuerte golpe en la lucha contra la inflación.

Por Diego Giacomini

Buenos Aires, 7 de febrero de 2016.