

Nº 171

JULIO 2018

cene

CENTRO DE ESTUDIOS DE LA
NUEVA ECONOMÍA
UNIVERSIDAD DE BELGRANO



EL REGRESO DE LA ESTANFLACIÓN

INDICADORES DE LA NUEVA ECONOMÍA

Informe de coyuntura

Boletín del Centro de Estudios de la Nueva Economía de la Universidad de Belgrano

Director: Lic. Víctor A. Beker

Número 171 – Julio de 2018

EL REGRESO DE LA ESTANFLACIÓN

Todo indica que el presente año se caracterizará por un proceso de estanflación; esto es: la combinación de estancamiento con inflación.

Tradicionalmente, se pensaba que estanflación era un oxímoron. Se solía asociar a los procesos inflacionarios con aumentos en la demanda global que generaban, por un lado, incrementos en la producción y, por otro lado, precios en alza.

Pero, al menos desde los años 70, apareció en el mundo la combinación de ascensos de precios con caídas en el nivel de actividad.

El fenómeno no es novedoso para la economía argentina. Tras la crisis de 2001/2002, nuestro país atravesó un período de estanflación entre fines de 2008 y comienzos de 2009. Mientras los precios al por menor crecían a un ritmo anual de entre 20 y 25%, la actividad se contraía entre un 3 y 4% en comparación con igual período del año anterior, como consecuencia del conflicto con el campo y la crisis financiera internacional.

A partir del segundo trimestre de 2012 y hasta fin de ese año, la economía argentina evolucionó con una inflación anual de entre 24 y 25%, mientras se registraba simultáneamente una caída en la actividad del orden del 2-3% interanual. El cepo cambiario instaurado a fines de 2011, la contracción en la industria automotriz a partir de la menor demanda de Brasil y una leve sequía explicaron el retroceso.

Tras la devaluación de enero de 2014, la economía retrocedió durante todo ese año a una tasa del 3-3,5% interanual, mientras la variación anual de precios se ubicaba en torno al 35%.

A fines de 2015 se registró un nuevo retroceso en la actividad, asociado con el recambio de gobierno, mientras la inflación anual superaba el 25%.

Finalmente, a partir de febrero de 2016 se verificó otra caída en el nivel de actividad que se prolongó hasta mediados del año, mientras los precios crecían a un ritmo cercano al 40% anual.

El proceso de estanflación a la vista sería así, el sexto episodio de esta índole a partir de la salida de la crisis de 2001/2002.

Ajuste: la clave es el sector externo

Desparecida la oferta de 5.000 millones de dólares puestos sobre la mesa por el Banco Central en un último y desesperado intento por fijar un techo de 25 pesos a la cotización de la divisa, ésta trepó por encima de dicho límite. A partir del ingreso de los fondos del FMI, se puso en vigencia un sistema de venta diaria de 100 millones de dólares por parte del Banco Central. También se mantuvo la tasa de interés de referencia en el 40%, se ofrecieron LETEs en dólares y se elevaron los encajes bancarios. Todo ello permitió estabilizar relativamente el tipo de cambio tras una devaluación del 34% en poco más de un mes.

Como ya señalamos en ocasiones anteriores, la devaluación tiene como efecto producir un cambio en los precios relativos entre los bienes transables - aquellos susceptibles de ser comercializados internacionalmente- y los no transables. Al incrementarse los primeros, se reduce el consumo interno de bienes exportables, aumentando su disponibilidad para la exportación. Al mismo tiempo, se encarecen los bienes importados, reduciendo la cantidad demandada. El resultado esperado es un aumento de las exportaciones y una contracción de las importaciones, mejorando así la balanza comercial que, en 2017, registró un déficit de 8.471 millones de dólares. También debería mejorar el saldo de la balanza de cuenta corriente -que suma al resultado de la balanza comercial el de los servicios reales y financieros así como las transferencias unilaterales-, que el año pasado registró un déficit de 30.792 millones de dólares.

La corrección del desequilibrio externo sería la principal novedad económica que aportaría el 2018.

Obviamente, los aumentos de precios en exportables como importables se traducirán en algunos puntos adicionales de la tasa de inflación, cuyos mayores impulsores siguieron siendo, hasta ahora, los ajustes tarifarios (ver N° 166: *Los aumentos tarifarios fueron determinantes en la inflación de 2017*).

La combinación de devaluación y ajustes tarifarios ya se dio en 2016. El resultado fue una inflación anual del 40%. Por ahora, la tasa estimada para el corriente año tiene un piso del 30%.

El incremento en el precio de los combustibles -siguen a la cotización del dólar- repercute sobre los costos tanto del transporte como de la energía. Por lo tanto, parece difícil evitar nuevos reajustes de tarifas.

Ello requeriría que el Banco Central permita deslizarse al tipo de cambio a efectos de evitar caer nuevamente en un proceso de atraso cambiario similar al registrado hasta el estallido de mayo pasado.

¿Qué pasó con las metas de inflación?

En el marco del acuerdo con el FMI se anunció que no habría metas de inflación para 2018.

Las metas anunciadas para 2018 -primero, 5% y luego, 15%- se estrellaron ante la pétrea realidad. Tras ello, se optó por no anunciar ningún objetivo inflacionario para el año en curso, aunque se planteó un 22% de aumento entre junio de 2018 y el mismo mes de 2019.

El esquema de metas de inflación parte del supuesto que la inflación es un fenómeno puramente monetario y que puede ser combatido utilizando exclusivamente la política monetaria. El segundo supuesto es que la tasa de interés es el canal adecuado para transmitir la política monetaria. De este modo, un aumento en dicha tasa contrae la oferta monetaria, lo cual deprime la demanda de bienes. El tercer supuesto es que los precios nominales son flexibles tanto al alza como a la baja.

En países de alta inflación como la Argentina, la inflación es un fenómeno multicausal: generalmente se mezclan componentes monetarios, no monetarios e inerciales. Por ello, el éxito de cualquier estrategia antiinflacionaria que se encare requiere de un enfoque integral que ataque al conjunto de los factores inflacionarios.

Utilizar sólo la tasa de interés para combatir la inflación es como querer matar a un elefante con una pistola calibre 22, aunque sus disparos sí puedan ser letales para el nivel de actividad. Es que el peso de los bienes sujetos a comercio internacional -exportables e importables- en la canasta de consumo promedio se ubica por debajo del 50%: el resto son bienes no transables. Por lo tanto, el manejo de la tasa de interés como herramienta antiinflacionaria tiene, en el mejor de los casos, impacto sobre menos de la mitad de los bienes que se consumen. Y genera atraso cambiario como ocurrió en los últimos dos años antes del estallido de mayo pasado.

En segundo término, el escaso desarrollo financiero de la Argentina, donde la relación crédito o depósitos respecto del PBI es muy reducida, torna baja o nula la efectividad de la tasa de interés como canal de transmisión de la política monetaria. La tasa de interés es tan sólo el costo de oportunidad de la tenencia de dólares y sólo opera sobre el mercado cambiario.

En cuanto a la flexibilidad de los precios, existe abundante experiencia de que en la realidad -no en los manuales teóricos- los nominales son mucho más flexibles hacia arriba que hacia abajo. En consecuencia, la contracción de la demanda opera primordialmente haciendo caer la cantidad producida antes que generar una baja en aquellos.

Adicionalmente, si se pretende que las metas operen sobre las expectativas, deben ser creíbles. Sólo así pueden servir para anclar las expectativas de los agentes económicos.

Como puede advertirse, ninguna de las condiciones para el éxito de un esquema antiinflacionario se verificó en los últimos dos años. No es de extrañar que el fracaso haya sido el resultado.

La devaluación de mayo eliminó casi todo el atraso cambiario

El tipo de cambio real trepó un 22% en mayo. El atraso cambiario con relación a diciembre de 2015 cayó a tan solo 11%. Es decir que, para restablecer el tipo de cambio real vigente a fines de diciembre de 2015, la cotización del dólar a fines de mayo debería haber sido de \$ 28,67. Sin embargo, debe tenerse en cuenta que el fracaso de la cosecha por las condiciones climáticas adversas puede requerir un tipo de cambio más elevado que el de aquel momento.

Para la mejora en el tipo real de cambio fue determinante el aumento en la cotización de la divisa americana del 22%, mientras que el aumento en el índice de precios de los servicios se vio neutralizado por un incremento equivalente en la inflación estadounidense.

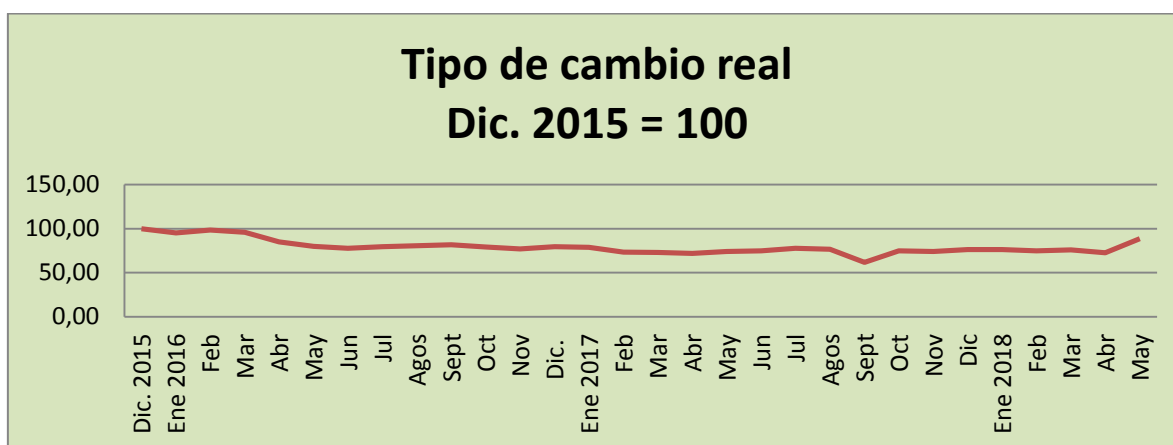
Recordemos que el tipo de cambio real se calcula tomando como base el valor del dólar en diciembre de 2015 luego del levantamiento del cepo cambiario. Se estima la evolución de dicho tipo de cambio hasta el presente y se le agrega la inflación en Estados Unidos medida por el índice de precios al productor; finalmente se divide por la evolución del Índice de Precios al Consumidor para el rubro servicios. Mientras la inflación americana mide la pérdida de poder adquisitivo del dólar, la inflación local de los servicios aproxima la pérdida de valor del peso en términos de los bienes no comercializables.

Tipo de cambio real

(Dic. 2015 = 100)

Dic. 2015	100,00
Ene 2016	95,17
Feb	98,23
Mar	95,98
Abr	85,11
May	79,86
Jun	77,70
Jul	79,51
Ago	80,72
Sep	81,58

Oct	79,18
Nov	77,09
Dic	79,57
Ene 2017	78,80
Feb	73,51
Mar	72,91
Abr	71,89
May	73,93
Jun	74,93
Jul	77,68
Ago	76,68
Sep	61,78
Oct	74,92
Nov	74,10
Dic	76,17
Ene 2018	76,27
Feb	74,84
Mar	75,72
Abr	72,71
May	88,69



Índices de inflación

Publicamos a continuación las variaciones mensuales y anuales disponibles de índices de precios al consumidor nacional y para la región del Gran Buenos Aires, ambos suministrados por el INDEC así como los de las provincias de Córdoba, Mendoza, Neuquén, San Luis y Santa Fe junto con el de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires.

Distrito	Var. Mayo	Var. Anual
Nación	2,10%	26,30%
GBA	1,90%	26,40%
C.A.B.A.	2,30%	27,17%
Córdoba	2,07%	26,66%
Mendoza	3,40%	29,90%
Neuquén	2,67%	26,21%
San Luis	2,50%	26,40%
Santa Fe	2,70%	26,40%

Significativa mejora en la situación fiscal

En mayo, la situación fiscal mostró un avance en dirección al equilibrio. El Índice de Equilibrio Fiscal no sólo avanzó un 8,4% con relación a abril pasado, sino que también se incrementó un 13,3% en comparación con igual mes del 2017.

Recordamos que el índice de equilibrio fiscal se calcula como el cociente entre los gastos y los ingresos totales. El valor 100 indica una situación equilibrada (ingresos iguales a los gastos); por encima de dicho valor denota superávit y por debajo, déficit.

La recuperación del IEF se basó en un avance del 8,5% en los ingresos, mientras los gastos permanecieron prácticamente sin cambios respecto de abril. Si bien los gastos primarios se incrementaron en el mes, los pagos de intereses fueron menores a los registrados en abril, compensando aquel aumento.

Índice de Equilibrio fiscal

	Ingresos	Gastos	IEF
Ene 16	120332	120880	99,55
Feb	99942	117320	85,19
Mar	107124	138844	77,15
Abr	116284	129041	90,11
May	135288	148999	90,80
Jun	128958	174057	74,09
Jul	142925	168640	84,75
Ago	127290	164523	77,37
Sep	129870	168784	76,94
Oct	126983	189942	66,85
Nov	145024	159085	91,16
Dic	233422	292721	79,74
Ene 17	170256	175812	96,84
Feb	136489	166489	81,98
Mar	160941	196022	82,10
Abr	159557	208569	76,50

May	156937	200982	78,09
Jun	161650	253502	63,77
Jul	185137	217858	84,98
Ago	168486	200031	84,23
Sep	166702	217879	76,51
Oct	168754	230686	73,15
Nov	172670	218592	78,99
Dic	190505	340613	55,93
Ene 18	203130	229020	88,70
Feb	172966	200704	86,18
Mar	195942	233838	83,79
Abr	192963	236423	81,62
May	209415	236754	88,45

