

## Inflación

### Panorama actual:

Actualmente dos temas dominan la agenda en los medios periodísticos y el ámbito político y económico: gasto público e inflación. Sobre el primero mucho se ha dicho, enfatizando alternativamente sobre la brecha entre ingresos y gastos, la discrecionalidad del gasto, las vías de financiamiento, etc. Las condiciones macroeconómicas actuales permiten vislumbrar que, salvo escenarios realmente extremos, la situación fiscal hacia 2011 está relativamente bajo control: el déficit fiscal (como porcentaje del PBI) es moderado pero aún más bajo que en crisis anteriores; bajo ratio deuda / PBI; condiciones externas aún positivas; entre otras. Es por ello que aquí analizamos la inflación, a la que consideramos como el principal desafío a enfrentar.

Asimismo, los datos de febrero vuelven a marcar un alerta en el frente inflacionario. De acuerdo con el relevamiento de Buenos Aires City los precios se incrementaron un 2,9% mensual (2,8% de acuerdo a FIEL), lo que implica una variación anual del 18%. Para peor, el alza de precios continúa acelerándose<sup>1</sup>: en febrero la tasa de inflación anualizada fue de 41%, frente a 31% de enero, 24% de diciembre y 17% de noviembre.

Respecto al fenómeno inflacionario se dan explicaciones contrapuestas entre oficialismo y sectores opositores. La posición gubernamental puede resumirse (de forma simplificada) al decir que la inflación es un fenómeno “de oferta”: la expansión de la demanda agregada (estimulada por la política económica) ha llevado la capacidad productiva a su máximo potencial y es la escasez de bienes y servicios en sectores estratégicos lo que explica el aumento de los precios. Se combina esta explicación con el poder de mercado en ciertos sectores, en los cuales los empresarios deciden aumentar los precios en contra de los consumidores para incrementar su rentabilidad. De acuerdo con esta visión, la solución a la inflación es simple: expandir el crédito a las empresas para que éstas inviertan y puedan satisfacer la demanda de bienes vía aumento de cantidades y no de precios; además de una política de defensa de la competencia que permita “desconcentrar” los mercados con competencia restringida.

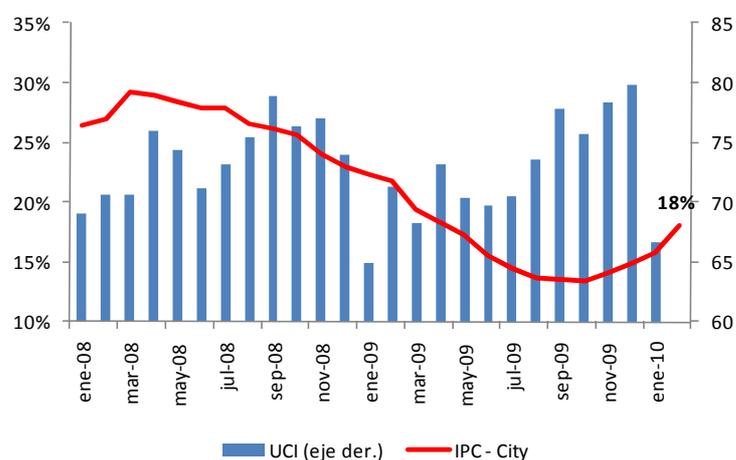
Consideramos que esta explicación posee fallas tanto en su diagnóstico como en sus recomendaciones. Por el lado del diagnóstico, no es posible observar con exactitud que la capacidad productiva de la economía haya llegado a sus límites. Incluso a nivel desagregado, es difícil mantener esta afirmación sin considerar explicaciones alternativas. En el **Gráfico 1** se observa la inflación anual (de acuerdo al IPC – City) y el indicador de Utilización de Capacidad Instalada (UCI) elaborado por el INDEC. Mediante un análisis simple no puede detectarse una correlación significativa entre ambas series, tal como plantea la hipótesis oficial: el crecimiento del UCI del segundo semestre de 2009 puede corresponderse con el aumento de la producción derivado de la salida de la recesión. Analizando el indicador de capacidad instalada por sectores productivos tampoco se encontró evidencia a favor de la hipótesis. A modo de ejemplo, se

---

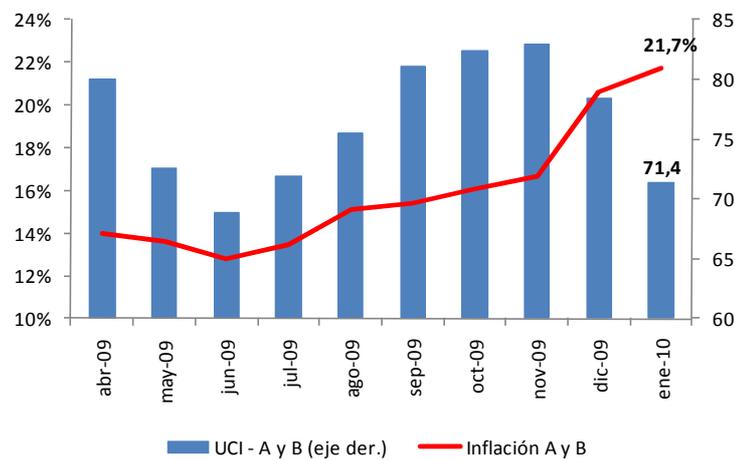
<sup>1</sup> Anualizando la variación mensual del índice se obtiene un indicador aproximado de la aceleración inflacionaria.

presenta en el **Gráfico 2** lo que ocurre en el sector de Alimentos y Bebidas, en el cual los precios continúan aumentando a pesar de una caída en la utilización de la capacidad instalada.

**G1 – Inflación y Capacidad Instalada**



**G2 – Alimentos y Bebidas**



Fuente: Elaboración propia en base a Buenos Aires City, FIEL e INDEC

En cuanto a las recomendaciones, consideramos que éstas no solucionarían el problema. Una política de expansión crediticia no tendría efectos significativos en el contexto bancario actual. La gran liquidez de los bancos y las bajas tasas de interés nominales (negativas en términos reales) generan una oferta crediticia bastante generosa. El problema reside en una demanda de créditos bastante alicaída, tal como se analizara previamente (ver **Newsletter N° 11**). La recesión dejó a empresas y familias con poca capacidad para tomar créditos, mientras que la incertidumbre respecto al futuro de la economía local y el aumento en la aversión al riesgo impactaron negativamente en los deseos de endeudarse. Además, los grandes proyectos de inversión no se financian, generalmente, vía créditos bancarios.

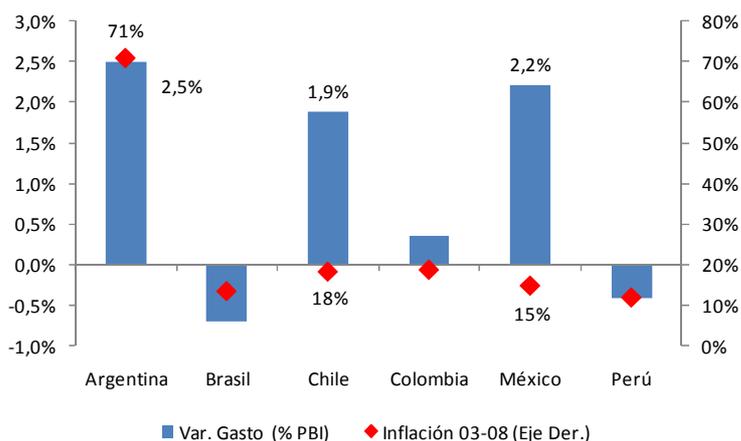
No obstante, los problemas con la propuesta no concluyen en este punto. Supongamos que empresas de “sectores estratégicos” toman crédito para expandir su oferta de bienes y servicios y así satisfacer la creciente demanda. Las nuevas inversiones demoran un tiempo en ponerse en funcionamiento, por lo que existe un plazo temporal en el cual el problema inflacionario persiste (a menos que por algún motivo la demanda se retraiga). Asimismo, las inversiones demandan materiales, maquinarias, espacio físico, etc. Si la hipótesis de restricción de oferta es correcta, entonces el incremento de la demanda (derivado de la inversión) sumará aún más presión sobre los precios. En la medida que los proyectos de inversión se pongan en funcionamiento disminuirán las presiones sobre los precios, pero estos son fenómenos locales: estarán restringidos a los sectores que realizaron la inversión y no necesariamente a la economía en su conjunto. Es por ello que consideramos que esta solución incrementaría los problemas inflacionarios.

Desde sectores opositores, la explicación más común (aunque existen divergencias entre analistas) a la inflación tampoco resulta satisfactoria. Simplificadamente, se tiende a culpar la expansión excesiva del gasto público como causa del alza de los precios. Consideramos que este argumento

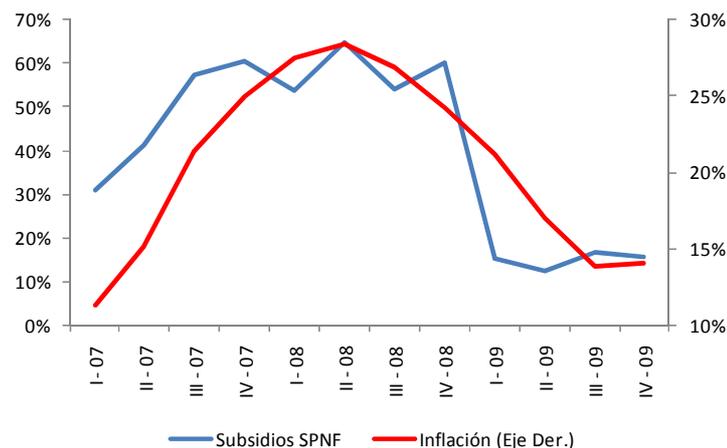
refleja más la posición política frente a la expansión fiscal que a una evaluación correcta de los datos económicos. El incremento en el gasto público no conlleva necesariamente un aumento de los precios. Incluso, como en el caso argentino, parte del gasto se incrementa debido a la inflación.

En el **Gráfico 3** se presenta una comparación entre Argentina y otros países de Latinoamérica. Se muestra la variación del gasto total del Gobierno Central (en % del PBI) entre 2005 y 2008 y el incremento en el nivel de precios en dicho período<sup>2</sup>. En 2008, el gasto del Gobierno Central era de 18,8% del PBI, habiéndose incrementado en 2,5 puntos porcentuales (p.p.) en 3 años. La inflación acumulada en dicho período fue del 71%. Por el contrario, Chile (con un gasto de 21,2% del PBI en 2008) presentó un incremento de 1,9 p.p., mientras que México (con un gasto de 18,7% del PBI) evidenció un aumento de 2,2 p.p. En ambos casos, la inflación acumulada fue sustancialmente menor a la Argentina (18% para Chile y 15% para México). Esta comparación sencilla implica que mediante esquemas macroeconómicos previsibles y consistentes es posible expandir el gasto y no experimentar problemas inflacionarios severos. La ausencia de una política antiinflacionaria creíble, consistente y persistente en el tiempo es lo que genera los problemas que sufre la economía local.

**G3 – Inflación y Gasto Público: 2005 - 2008**



**G4 – Variación subsidios SPNF e Inflación**



Fuente: Elaboración propia en base a ASAP, Buenos Aires City, CEPAL, INDEC y Mecon

También se mencionó previamente que parte del gasto público se encuentra sujeto a la evolución de la inflación. Esta “indexación” del gasto es evidente en las remuneraciones pagadas a los empleados públicos, pero no lo es tanto en otro rubro importante: los subsidios. Mientras que por remuneraciones el Sector Público Nacional gastó en 2009 \$33.777 millones, en subsidios al sector privado no financiero se gastaron \$52.476 millones (4,7% del PBI o el equivalente a un poco más de tres veces el déficit fiscal consolidado entre Nación y Provincias estimado para 2009). De este total, el 63% fue a sectores económicos mientras que el 37% restante fue destinado a las familias. La política oficial de mantener las tarifas de los servicios públicos sin grandes modificaciones, en un contexto de costos crecientes para las empresas producto de la inflación, derivó en un aumento sistemático de los subsidios otorgados. El esquema se retroalimenta y genera costos más

<sup>2</sup> La elección del período se basó en la disponibilidad de información respecto al gasto público (último dato disponible: 2008) y nivel de precios (dato disponible más antiguo: Diciembre 2005) por países.

altos de salida: desmontar el esquema de subsidios implicaría una suba de tarifas importante con un impacto inflacionario de magnitud. En el **Gráfico 4** puede observarse la relación entre el ritmo de expansión de los subsidios al sector privado no financiero y la tasa de inflación.

¿Qué soluciones plantean quienes sostienen al gasto como principal impulsor de la inflación? Los más moderados, una disminución en la tasa de crecimiento del gasto público (acorde al crecimiento de los ingresos) con una gradual reducción de subsidios a empresas; los más extremistas, un ajuste importante. La solución de los “moderados” posee el inconveniente de que la política gradualista de descongelamiento tarifario igualmente genera inflación (más moderada que un tarifazo abrupto, aunque más persistente en el tiempo por las distorsiones acumuladas). La solución de los “extremistas” arroja la economía nuevamente en una recesión: para solucionar la inflación se estaría fomentando el desempleo, la pobreza y una distribución del ingreso regresiva.

#### Explicaciones alternativas

Consideramos que ambas explicaciones predominantes (aunque no son las únicas dentro del debate) no resultan completamente satisfactorias para explicar el fenómeno inflacionario actual. Quienes argumentan a favor de la inflación “de oferta” no brindan información que permita fundamentar su posición. Para ellos, la oferta debe ajustarse a la demanda. Si ésta (por las políticas públicas u otros factores) se incrementa, entonces la oferta también debe incrementarse. El problema es que no consideran que todo aumento de oferta (mediante inversión) inicialmente generará demanda adicional y, por lo tanto, más presiones sobre los precios. Asimismo, dejan de lado las consideraciones temporales del problema: aumentar la capacidad productiva es un proceso que lleva meses y/o años, por lo que las soluciones no son de corto plazo. Por último, sostienen (a nuestro criterio, erróneamente) que deben otorgarse más préstamos para lograr un aumento de la inversión, sin considerar que lo que actualmente restringe la expansión crediticia son aspectos de demanda por parte de empresas y familias y no de oferta.

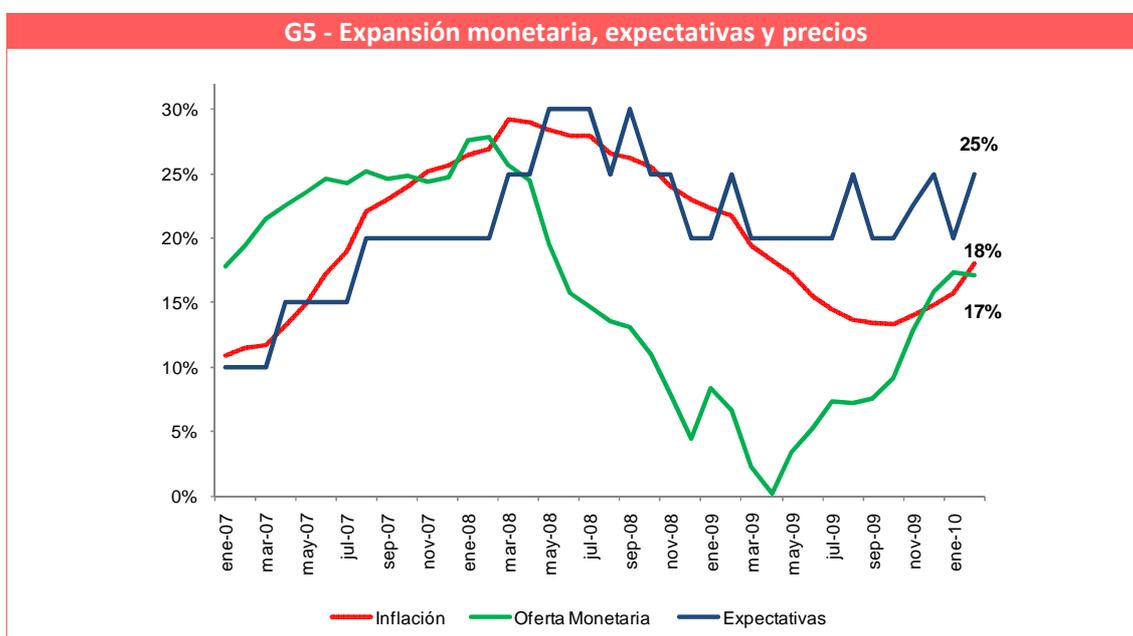
La otra posición en el debate sostiene que la inflación es producto de la demanda, más que de la oferta. Es por ello que plantean que la demanda debe ajustarse a la oferta y no al revés. Asimismo, al considerar que el gasto público (componente de la demanda agregada) se encuentra sobre-expandido, una reducción del mismo es pertinente para lograr el ajuste macroeconómico deseado. Las fallas aquí radican en que una política gradualista de descongelamiento tarifario (que lograría un ahorro fiscal) impacta plenamente sobre el sector privado, mientras que la política de ajuste llevaría a “la paz de los cementerios”.

Una explicación alternativa puede esbozarse a partir de la teoría económica. La escuela neo-keynesiana permite analizar el problema inflacionario desde otra óptica. En el corto plazo, características particulares de los mercados (poder de mercado, duración de los contratos, “costos de menú”, etc.) implican rigideces en los precios, con la posibilidad de que la política monetaria posea efectos reales sobre la economía. Sin embargo, en el largo plazo, la visión neo-keynesiana sostiene que la política monetaria es neutral, es decir que no posee efectos duraderos sobre la economía sino que solo posee efectos sobre las variables nominales (precios).

Bajo esta posición, entonces, un esquema de tipo de cambio real (TCR) alto (subvaluado) permite expandir la economía real en el corto plazo mediante la devaluación nominal de la moneda. No obstante, en el largo plazo los efectos de la política serán neutrales provocando un aumento de

precios. Por otra parte, como en el esquema de TCR alto la política monetaria queda subordinada a la cambiaria la inflación pasada queda convalidada por la expansión de la oferta monetaria.

Varios años de TCR subvaluado impactaron positivamente sobre el crecimiento de la economía, pero también han generado aumentos de precios. Aparentemente, y en línea con la teoría, la economía habría abandonado el corto plazo neo-keynesiano, adentrándose en el plazo temporal donde la política monetaria resulta inflacionaria y neutral. Asimismo, las expectativas del sector privado fueron adecuándose al modelo económico: la inflación pasada implica una mayor devaluación futura para mantener un TCR subvaluado, por lo que los agentes económicos esperan aumentos de precios futuros. El fenómeno puede observarse en el **Gráfico 5**, donde se ve la correlación existente entre la inflación, la variación anual de la oferta monetaria (medida por el M2 del sector privado) y las expectativas de inflación.



**Fuente: Elaboración propia en base a Buenos Aires City, BCRA y CIF – UTDT**

Hacia futuro puede esperarse una continuación de la historia reciente: el mantenimiento de un TCR subvaluado o por encima de su nivel de equilibrio generará una inflación creciente. Para peor, los problemas fiscales (que no son de magnitud crítica) pueden empeorar las expectativas del sector privado y sumar así otro factor al alza de precios. En la medida que no se desarrolle un plan antiinflacionario creíble, consistente y persistente en el tiempo<sup>3</sup>, los pronósticos de inflación superarán el 25% que actualmente proyectan diversos analistas y consultoras.

<sup>3</sup> Alternativamente podrían implementarse medidas que aumenten el nivel del TCR de equilibrio (mayor ahorro nacional, por ej.) y así dar margen a un incremento de su nivel efectivo. Las consideraciones técnicas de este tipo de soluciones deberían considerar las consecuencias sobre el crecimiento de la economía y la distribución del ingreso, excediendo el espacio de la presente newsletter.