

Economía post-pandemia: es posible una hiperinflación en el país?¹

Informe de Berto Zarsala del 11/05/20

Hay consenso en el mercado de que ninguna dolarización masiva ni hiperinflación son un escenario inminente, pero hay ruido. De hecho, la inflación de abril, rondaría el 2%, mucho mejor en comparación con el 3,3% registrado en marzo.

Sin embargo, no cesan las alarmas de algunos medios, y sus economistas de cabecera, sobre el supuesto peligro de un nuevo proceso de hiperinflación teniendo en cuenta las herramientas de ayuda que se implementan en el marco de crisis sanitaria y económica.

Debe tenerse en cuenta que esos instrumentos para apoyar empresas, sectores informales y jubilados, no son solo de carácter local sino internacional, aunque es cierto en otros países, sobretodo en Europa y EEUU hay “espalda” para eso. En cambio en el país estamos inmersos en una crisis de la deuda, y en un proceso recesivo, que se arrastra desde hace varios trimestres.

Alemania está tratando de reanimar su economía mediante un paquete fiscal y monetario del 28% del PBI, EEUU con otro del 30%, Italia con el 21%, etc. Todos los países de una u otra manera implementan medidas intervencionistas: mayor regulación, asistencias y ayudas a distintos sectores, controles de precios y emisión monetaria. En el país con el mismo esquema se habla de descontrol inflacionario, del crecimiento del peso del Estado y de restricción a las libertades, y denuncias similares que meten temor a ciertos sectores de la población.

La inflación, sin dudas, es un grave problema y tenemos que estar alertas y bien informados para saber cómo actuar. Por eso tenemos que hacer las estimaciones oportunas para ver cuán cerca o lejos estamos de ese peligro.

Que es la hiperinflación?

Sucede cuando el aumento de precios supera el 50% mensual durante tres meses seguidos, aunque puede haber otras acepciones. El promedio del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM)², que hace mensualmente el BCRA, estiman, a marzo 2020, una inflación hasta fin de año de 39,3%, y para los próximos 12 meses del 41%, lo que sería el nivel más bajo desde Julio 2019.

Hay que reconocer que los niveles de inflación son altos pero está muy lejos de ser hiperinflacionario. Para demostrar eso analicemos las causas estructurales de la inflación y sus mecanismos de propagación.

El dólar está controlado

El tipo de cambio oficial es una de las variables que alimenta los precios de la economía. Es sobre este dólar por el cual se fijan los precios de las importaciones y demás insumos extranjeros. Prácticamente todos los materiales y bienes importados deben pasar por la aduana para ingresar al país y su valor local se establece en base a dólar oficial. Los dólares alternativos CCL, MEP o blue no tienen influencia en la inflación, excepto por los niveles de expectativas de algunos sectores (veremos más adelante).

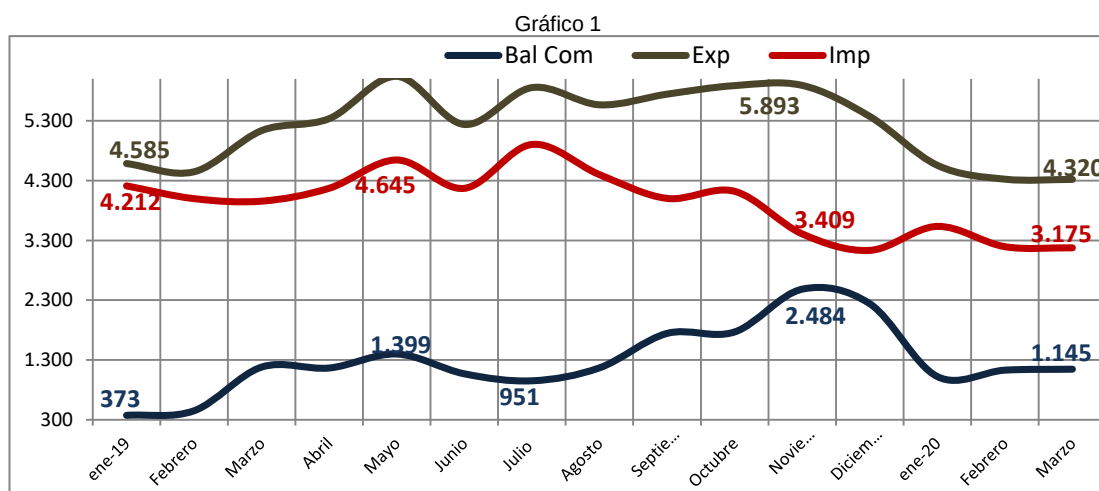
Se deberían considerar otros factores que podrían presionar sobre el dólar:

1) El superávit comercial: si bien las exportaciones han tenido una caída en los últimos meses (-7% entre 1T20/1T19), mantienen cierta estabilidad desde enero 19, en cambio las importaciones lo han hecho a mucha mayor velocidad por la recesión (-19% entre 1T20/1T19).

¹ <https://www.ambito.com/opiniones/hiperinflacion/por-que-no-va-haber-hiperinflacion-siete-razones-entender-n5099548> y <https://www.baenegocios.com/columnistas/No-hay-riesgo-de-hiperinflacion-20200421-0121.html>

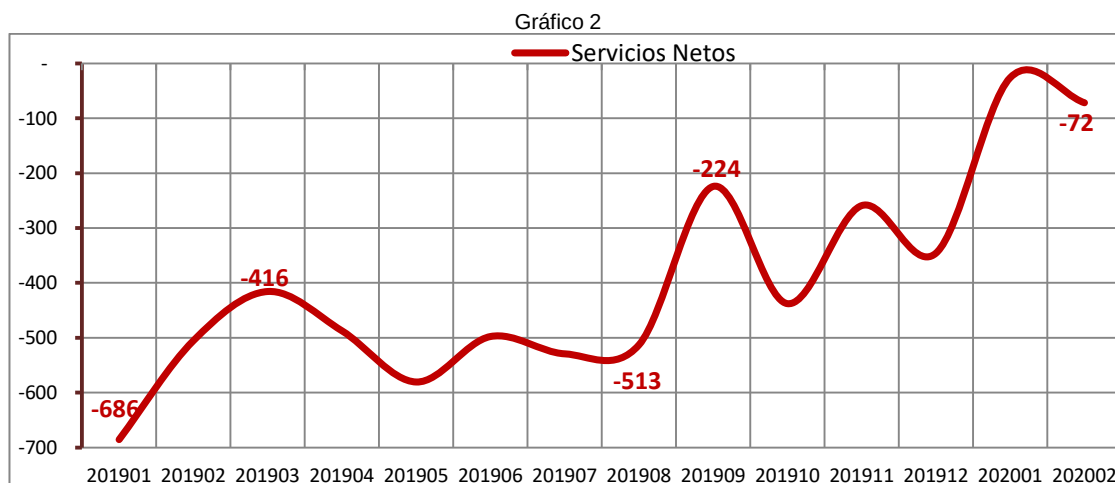
² http://www.bcra.gov.ar/PublicacionesEstadisticas/Relevamiento_Expectativas_de_Mercado.asp

Como se observa en el gráfico 1, mejora el saldo comercial a favor (+65% entre 1T20/1T19), y por tanto el país antes que perder dólares por motivos de la economía real podrá acumularlos.



Fuente: <https://www.indec.gob.ar/indec/web/Nivel4-Tema-3-2-40>

- 2) El gobierno ha suspendido el pago de dólares (ya sea por reperfilamiento, renegociación o default) para cumplir con su deuda en moneda extranjera para este año, por lo cual la salida de divisas con fines financieros no actuará.
- 3) El control de cambios permite regular y controlar los movimientos del dólar y frenar los ataques especulativos (aunque esto último depende también de otros factores).
- 4) La demanda de dólares para viajes y turismo, por un tiempo, tampoco estará activa. Se observa a continuación, en el gráfico 2, como ha caído el saldo de la balanza de servicios desde enero 2019 (US\$ -686 millones) hasta el marzo 2020 (US\$ -72 millones). En el marco de la actual crisis de divisas, y la pandemia, por un tiempo largo seguirá con la misma tendencia.



Fuente: http://www.bcr.gov.ar/PublicacionesEstadisticas/Mercado_de_cambios.asp

Respecto a la cotización del dólar, el tipo de cambio oficial mayorista se ubica en \$67 y registra un aumento del 12% en lo que va del año, con el control del Banco Central, frente a un incremento de precios que podría llegar al 10% incluido abril³.

Ahora bien, aclarado este detalle del intercambio comercial, preocupa que el BCRA en vez de estar comprando dólares está vendiendo, sobretudo en estos momentos de alta temporada de liquidación de exportaciones, principalmente sojeras. Es más, entre marzo y abril el BCRA habría comprado US\$ 526 millones. De ahí en adelante se transformó en un vendedor neto, en abril las ventas netas fueron de US\$ 547 millones, y en el acumulado del año un saldo positivo de apenas US\$ 112 millones.

³ Sin olvidar que el dólar en Brasil sigue trepando arriba de 5 reales.

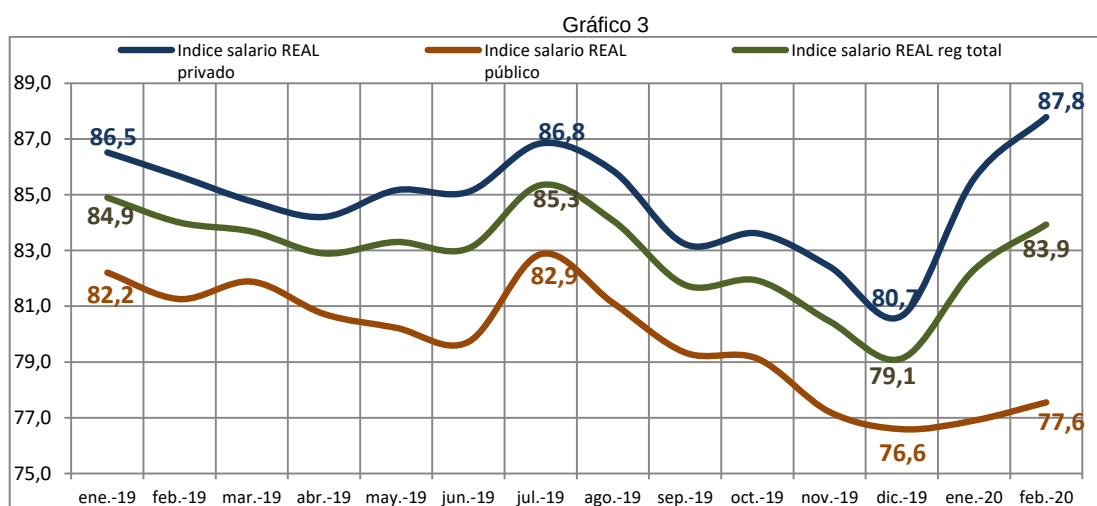
Esto afecta sin dudas las reservas brutas del BCRA que acusan una caída y se encuentran en niveles de US\$ 43.000 millones, y también a las netas que están por la zona de US\$ 10.000 millones. Obviamente es una alarma para los que siguen esta variable y que presiona sobre las expectativas del tipo de cambio informal (ver más adelante).

Los salarios

La segunda variable que influye en los precios son los salarios. La recesión anterior más la derivada de la pandemia hace que existan acuerdos entre empresas y su personal para pagar salarios, incluso con quitas de hasta 50%.

El gráfico 3 es un buen cuadro de situación acerca del contexto salarial del sector formal de la economía (ni hablemos de los informales). El salario real (ajustado por inflación) privado está prácticamente al mismo nivel de principios del 2019, después de caer sensiblemente a fines del año pasado. Por su parte el salario del sector público viene de una caída sistemática desde mediados del año pasado.

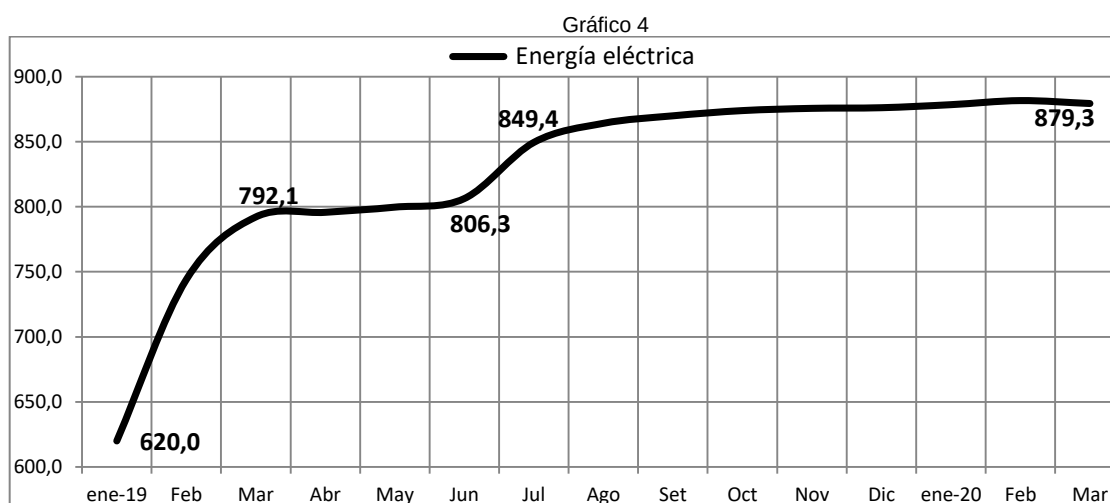
Además varios sectores económicos no podrán discutir paritarias este año por lo que la presión salarial no sumará a los precios. Más aún el desempleo desencadenado por la cuarentena tendrá impacto a nivel de los arreglos salariales.



Fuente: <https://www.indec.gob.ar/indec/web/Nivel4-Tema-4-31-61>

Las tarifas

Las tarifas de servicios públicos no están subiendo, y tampoco subirán, ya que están congeladas hasta fin de año. Por ejemplo el gráfico 4 hace referencia al índice de precios mayorista del servicio de energía eléctrica. Desde julio del 2019 prácticamente está planchado y obviamente seguirá así por varios meses. Por lo tanto por este lado parece que difícilmente se marche a una hípér.

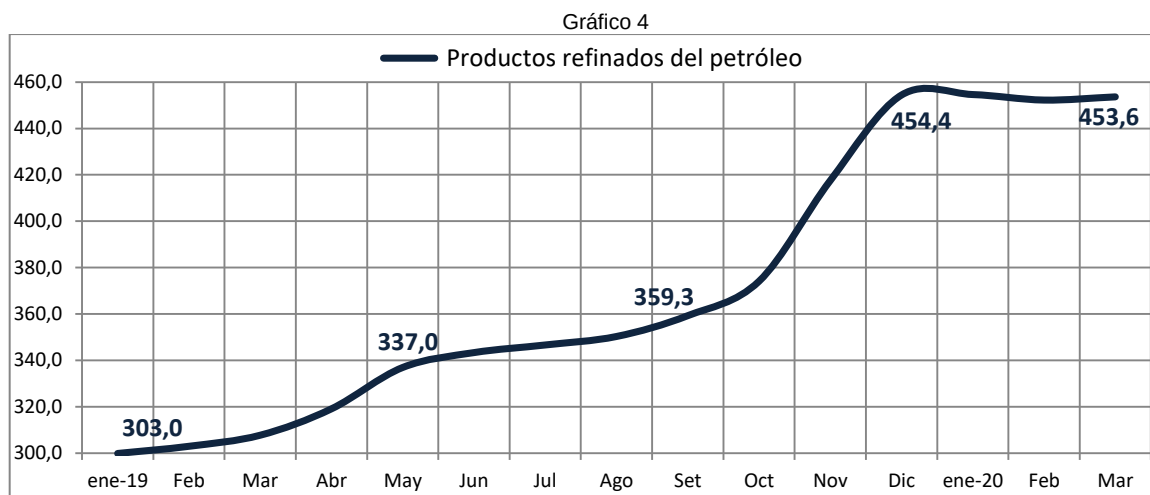


Fuente: <https://www.indec.gob.ar/indec/web/Nivel4-Tema-3-5-32>

Los combustibles

El precio del combustible explica mucho sobre los precios, por el impacto que tiene en el transporte, en la industria, y en las familias en general. Pero en estos momentos el barril de petróleo está en la “lona”, incluso en valores negativos hace unas semanas como han informado los medios. Incluso en las provincias petroleras se habla de sostener artificialmente alto el valor del combustible para no perjudicar al sector de los no convencionales que tienen costos más altos (Vaca Muerta está muy afectada por ello)⁴.

El gráfico 4 también es ilustrativo de la tendencia del índice de precios de los combustibles. Desde diciembre pasado que se encuentran estable y se supone que seguirán un tiempo de esa manera. O sea por este lado no se puede decir que se trata de un valor descontrolado que presiona sobre los precios.



Fuente: <https://www.indec.gob.ar/indec/web/Nivel4-Tema-3-5-32>

La emisión monetaria

La economía ortodoxa dice que la inflación es un fenómeno exclusivamente monetario⁵: “la inflación es un fenómeno monetario debido a un aumento más rápido de la cantidad de dinero que de la producción, a pesar de que, evidentemente, las causas del incremento de la Oferta Monetaria pueden ser varias”.

Por eso se debe analizar qué ocurre con la masa monetaria en la actualidad, pues sin duda es un factor que puede influir. El crecimiento de la base monetaria ha sido del 48% este año (1T), respecto del mismo periodo del año pasado, y el M2 (que agrega los depósitos en cta. cte. y plazo fijo) un 60%. Pero si medimos entre el 15/01/20 (nivel mínimo del año) respecto del 4/5/20 el crecimiento ha sido del 51%, o sea en 3,5 meses creció casi lo mismo que en un año.

Por otro lado la inflación registrada los últimos 12 meses, hasta marzo, fue del 50%, lo que indica que hasta ese momento el dinero había crecido a una velocidad muy similar que la dinámica de precios. Sin embargo en los últimos 3,5 meses fue todo lo contrario.

Si medimos entre el 20/03 (inicio de la cuarentena) y el 06/05 la base creció un 16%, pero si comparamos el 30/04 y el 4/05 el incremento fue del 26% (en solo 3 días). Las licitaciones del Banco Central de la semana pasada indican que ha operado en los últimos días a través de distintos instrumentos financieros para absorber fondos y se observa que la demanda de pesos es alta antes que estar en caída⁶.

⁴ <https://www.ambito.com/economia/provincias/industria-del-petroleo-crisis-espera-definicion-del-barril-criollo-n5100216>

⁵ Héctor D'Agostino (Instituto de Economía/CGCE Rosario) <https://economia4punto0.files.wordpress.com/2020/05/142-inflacion3b3n-la-foto-la-pelc3adcula-siempre-y-en-todo-lugar.pdf>

⁶ Se estima la suba del monto de Pases y Leliq en más de \$814.000 millones.

De todas formas queda la sensación que el gobierno no dispuso de un mecanismo de reabsorción efectivo en el sistema financiero para quedarse en pesos. Las tasas de interés de los plazos fijos quedaron muy por detrás de la inflación.

A fines de marzo, los plazos fijos a las empresas tenían una tasa del 30%. Quince días después tenían una tasa de plazo fijo del 15%. Incluso la tasa Badlar, que es la que se paga por los grandes depósitos, quedó también descolocada.

Tampoco el congelamiento de la base monetaria, o la reducción del déficit fiscal, es una garantía de reducción de los incrementos de los precios. Para eso revisar la historia más reciente, la del gobierno de MM. Entre mayo 2018 y mayo 2019 (entre el acuerdo con el FMI y las PASO) la base aumentó el 30% y el nivel general de precios el 57%. Es cierto que puede haber un “retardo” en los ajustes pero lo cierto es que en nuestro caso cuando más se apretó el déficit fiscal, y el crecimiento de la emisión, peor fue el resultado en materia de inflación.

Por eso, se verá en los próximos meses, sobre todo cuando se inicie la normalización de las actividades económicas, el impacto que puede tener esta masa monetaria a nivel de los precios a partir de la demanda de pesos que acompañará necesariamente un mayor nivel de actividad.

Velocidad de circulación del dinero

Los pronósticos apuntan a que la base monetaria como mínimo se puede duplicar de aquí hasta fin de año (vimos que en un solo día aumentó el 26%). Se estima una expansión neta de al menos \$300.000 millones por mes. Eso daría un incremento de la base a un ritmo de 15% mensual.

Pero el confinamiento detiene todo, entre ellos uno de los indicadores de la híper que es la aceleración en la circulación de billetes y bienes, algo que está totalmente ralentizado en esta situación.

Esa reducción de la velocidad ahora ocurre por la cuarentena. Hay gente que vio sus ingresos recortados, o anda sin ingresos, y los que sí están cobrando no tienen mucho en qué gastar. Por otra parte, las transacciones bancarias más básicas se hicieron complicadas entonces aumenta la demanda del público por quedarse con los billetes y monedas.

Tampoco es fácil irse al dólar. Funciona el cepo lo cual limita las posibilidades de quien tenga pesos para correr hacia el dólar.

En síntesis, con respecto a la velocidad de circulación, se resume en que a pesar que no crece tanto (por ahora) la emisión monetaria y hay caída de la demanda de dinero, la gente no puede ir al dólar ni tampoco gastarlo en bienes porque hay una importante destrucción de capacidades productivas.

El consumo está en retracción

La recesión que se arrastra desde hace 2 años y la cuarentena aceleran la caída de la actividad económica. En este caso hay pocas posibilidades de que las empresas aumenten sus precios, al contrario la fuerte retracción actúa como un contenedor de los precios. Las empresas reducen sus márgenes de ganancias o venden a pérdida, para mantenerse en el mercado. Tampoco especulan reteniendo sus productos como en una híper, sino que la tendencia es dar facilidades y descuentos para entregarlos.

Por eso por ahora por el lado de la demanda no se provoca una aceleración de precios: la inflación anualizada desde hace cuatro meses viene cayendo (en diciembre fue de 54%, en marzo fue de 48%) y la inflación de abril, según las previsiones de las consultoras privadas, podría rondar el 2%, todo un triunfo en comparación con el 3,3% registrado en marzo.

Expectativas

Sin embargo, la disparada tipo de cambio informal, dólar bolsa MEP y contado con liquidación CCL, a la zona de los \$110 y el blue a \$120, si bien en el corto plazo no tiene

efecto sobre los precios, en el mediano es una señal que no debería pasar desapercibida para la conducción económica.

Con la brecha puede suceder:

- i) altera el mercado cambiario oficial y pueda influir en la tasa de inflación,
- ii) a medida que los importadores tengan mayores restricciones para acceder a dólares oficiales, el vínculo entre precios y dólar informal se tornará más directo,
- iii) si el nuevo escenario derivara en un deslizamiento más acelerado del tipo de cambio oficial se reflejaría inmediatamente en la tasa de inflación, y
- iv) de persistir el dólar informal por encima de los 100 pesos se corre el riesgo de que parte de los precios de la economía empiece a tomar como referencia el dólar informal más alto y menos el dólar oficial más bajo.

No queda claro el papel del BCRA. En un primer momento el BCRA compraba dólares en el mercado por el superávit comercial, en cambio desde el 15 de abril en adelante perdió esa posibilidad porque se dispararon los tipos de cambio "libres".

Luego, con la exigencia para los fondos de inversión de disminuir la tenencia de dólares se consiguió una leve baja en estos tipos de cambio, pero el dólar blue ya se había instalado en los \$120 y luego los otros tipos de cambio volvieron al mismo nivel. El registro de los niveles de reservas netas y brutas del BCRA tampoco ayuda para bajar la presión sobre las expectativas.

En síntesis, el problema es que las expectativas inciden lógicamente en las decisiones, y en la economía pesan especialmente. El dólar es un deporte nacional y eso afecta a los formadores de precios. La incertidumbre y un pasado poco feliz juegan en contra, por supuesto.

Conclusión

En suma, vemos que por ahora existen muchos motivos para descartar la idea de una hiperinflación. Que cuando se habla de ello son solo voces alarmistas sin sustento empírico y que no resisten el menor análisis: se grita mucho pero se analiza poco.

Sin embargo, esto no significa que el problema inflacionario se haya controlado. Sigue latente. La expansión monetaria, el arreglo con los acreedores externos, y las expectativas, se reflejan en los tipos de cambio informales y eso depende de los operadores financieros y del gobierno. Pero por ahora no hay riesgo de hiperinflación.