



Red Econolatin

www.econolatin.com

Expertos Económicos de Universidades Latinoamericanas

Nota prospectiva de Econolatin,



Guido Zack y Pablo Mira

Escuela de Economía y Negocios -
Universidad Nacional de San Martín

El ciclo Devaluación-Inflación-Recesión

Buenos Aires, 23 de septiembre de 2019

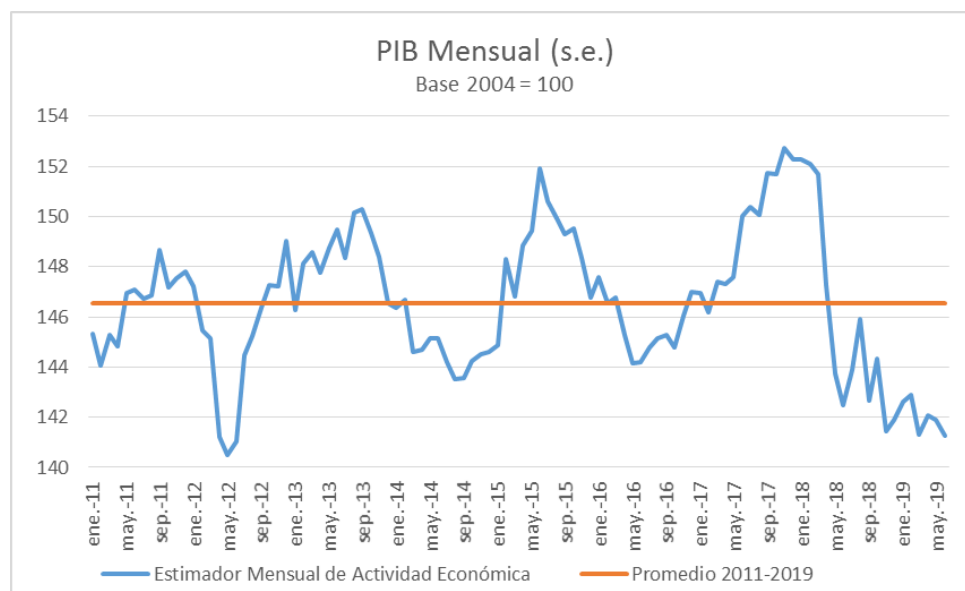
SITUACIÓN ACTUAL

La economía argentina viene atravesando un período de estancamiento con oscilaciones desde hace ocho años. Ese pobre desempeño se reflejó en indicadores sociales como el empleo, el salario real y los niveles de pobreza. Las fluctuaciones del nivel de actividad alrededor de un valor constante mostraron un patrón particular de expansiones de baja duración en los años impares que no llegaron a consolidarse y desembocaron en contracciones prácticamente de la misma amplitud en los años pares (ver Gráfico 1). Pero la última de las recesiones sufridas, asociada a una suma de *shocks* asociados con *Sudden Stops*, se ha distinguido por su duración e intensidad. En efecto, 2019 será el primer año impar desde 2009 con variación negativa del nivel de actividad.

La evolución de las cuentas externas jugó un papel central en el comportamiento macroeconómico (ver Gráfico 2). La falta de dinamismo del producto se acompañó en esta década por crecientes déficits en cuenta corriente, con breves reversiones en años recesivos, al disminuir las importaciones. Las necesidades de crédito internacional

alcanzaron un máximo en 2017 de cerca de 30 mil millones de dólares (cerca de la mitad de las exportaciones de bienes). Las fuentes de financiamiento fueron variando con el tiempo, entre elevados precios de las materias primas que el país exporta, utilización de reservas internacionales, colocación de deuda pública y, finalmente, préstamos de emergencia de organismos internacionales.

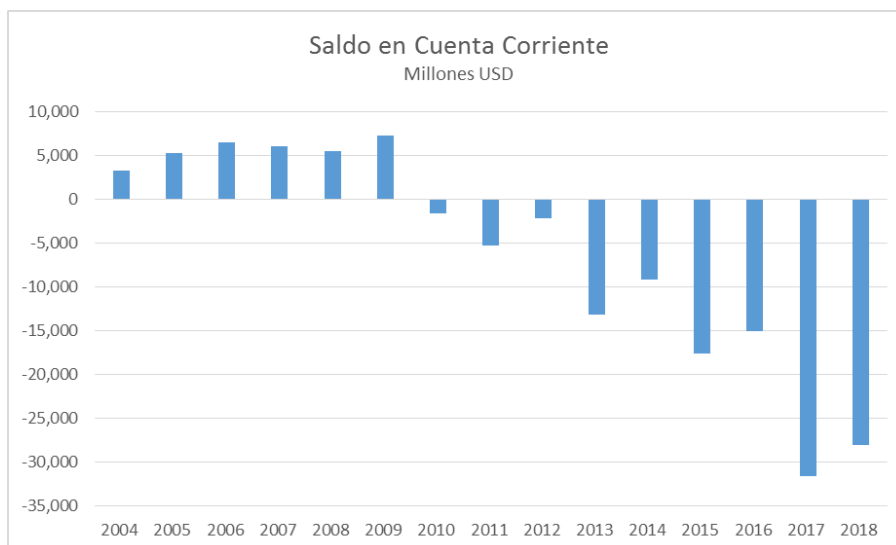
Gráfico 1: Producto Bruto Interno, 2004-2019



Fuente: INDEC.

La debilidad tendencial de las exportaciones fue central en la reducida capacidad de crecimiento de la economía: en 2019 los valores exportados son similares a los de 2007, y los volúmenes son similares a los de 2005. A esto se suma la sostenida demanda por activos externos por parte del sector privado, particularmente elevada en tiempos recientes.

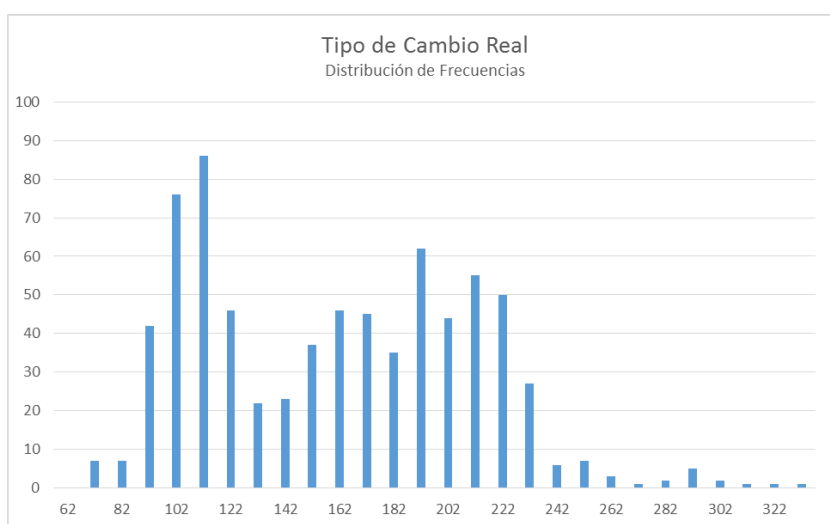
Gráfico 2: Cuenta Corriente del Balanza de Pagos, 2004-2019



Fuente: INDEC.

El estrechamiento de la restricción externa se manifestó en recurrentes episodios de tensión en el mercado de divisas, que se agudizaron en los últimos tiempos. El tipo de cambio real mostró valores históricamente bajos en algunos períodos, cortados por fuertes saltos. Siguiendo un patrón usual, las depreciaciones reales se asociaron con aceleración inflacionaria, bajas de los salarios reales y retracciones de la actividad. En julio de 2019, el tipo de cambio real se encontraba algo por debajo de la media de la distribución (bimodal) del período que arranca en 1958. El Gráfico 3 demuestra que Argentina es un país en el cual el tipo de cambio suele estar usualmente muy apreciado (primera moda) y, como consecuencia de los ajustes posteriores, también usualmente muy depreciado (segunda moda), aunque esta última frecuencia es algo menor.

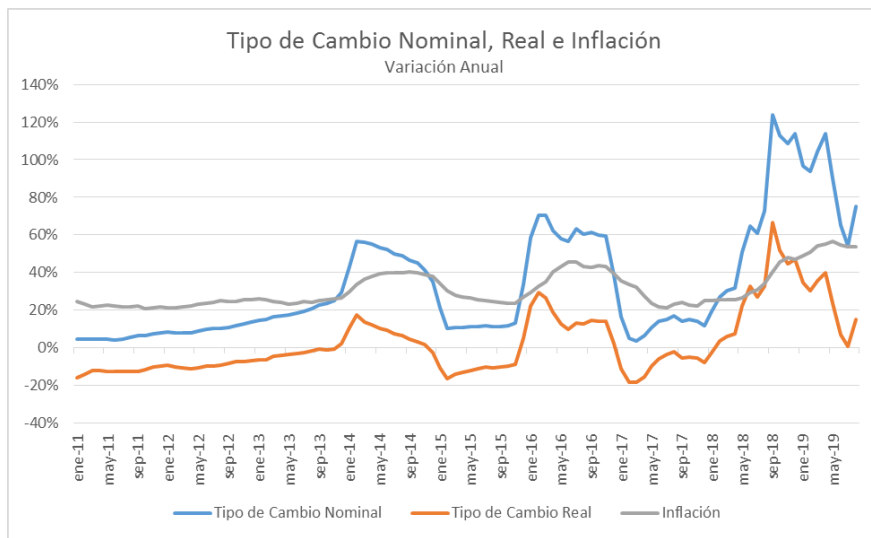
Gráfico 3: Tipo de cambio real Distribución de frecuencias 1958-2019



Fuente: BCRA

El ritmo de inflación tuvo amplias oscilaciones, con una tendencia creciente. Los movimientos de los precios al consumidor se correspondieron, por un lado, con un componente inercial característico de los regímenes de inflación moderada/alta y, por otro, con las variaciones en los niveles de salarios, tipo de cambio y precios regulados (básicamente servicios públicos).

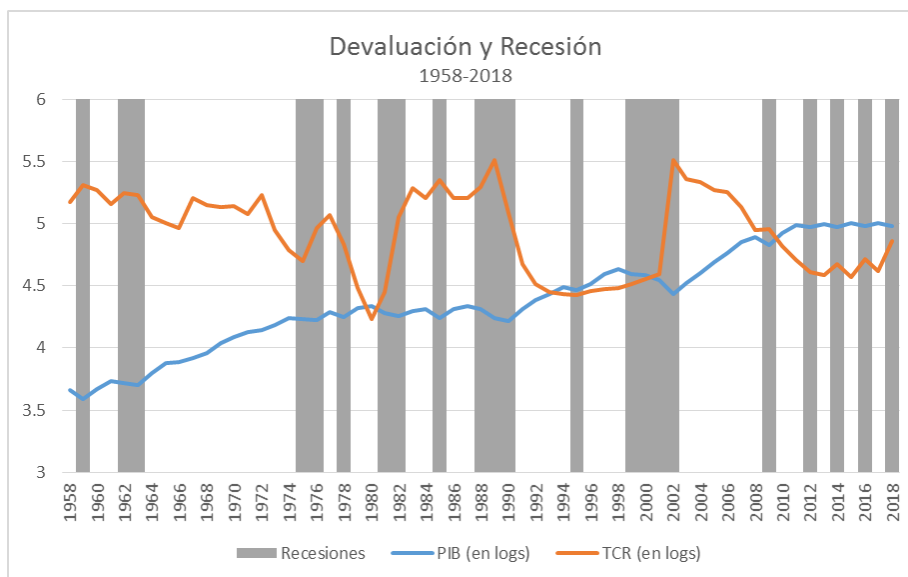
Gráfico 4: Tipo de Cambio Nominal y Real, Inflación 2011-2019



Fuente: INDEC y BCRA.

Pero las aceleraciones de precios estuvieron inequívocamente asociadas a los movimientos cambiarios. El Gráfico 4 muestra claramente que cada salto del tipo de cambio nominal indujo una aceleración de precios, mitigando su impacto sobre la competitividad real. Como consecuencia de estos desarrollos, las devaluaciones tienden a impactar negativamente sobre la demanda agregada, en especial sobre las capas con menor capacidad de ajustar sus ingresos nominales, como los trabajadores informales, dando lugar a caídas de la actividad económica, como muestra el Gráfico 5.

Gráfico 5: Producto Bruto Interno y Tipo de Cambio Real 1958-2019



Fuente: INDEC y BCRA.

En definitiva, el último episodio cambiario de la Argentina no es muy diferente a los sufridos en los años anteriores. Sin embargo, como es natural, cada nuevo episodio ocurre desde una situación económica y social más deteriorada. En efecto, por el lado macroeconómico, el país ya utilizó todos los recursos en divisas disponibles, y deberá sostener obligadamente superávits de cuenta corriente. Conseguir este superávit es más costoso ahora por el peso de los intereses de la deuda externa pública. Por el lado social, el desempleo ya superó el 10% de la población económicamente activa mientras que la pobreza se sitúa en torno al 35% de la población (máximos desde 2006 y 2008, respectivamente).

ESCENARIOS A FUTURO

El ciclo devaluación-inflación-recesión genera dilemas sobre el normal funcionamiento de la economía en el corto plazo y plantea severas restricciones a la política económica futura en el mediano y largo plazo.

Corto plazo

Argentina está lejos de haber superado sus crisis cambiarias y en los últimos años la sensibilidad de la economía a las novedades se ha vuelto especialmente elevada. Esto vale tanto para el ruido interno provocado por los últimos sucesos eleccionarios, como para la absorción de eventuales *shocks* externos, incluso de aquellos cuyo impacto directo sobre la economía local es más bien lejano. A esto se ha sumado en las últimas semanas la inestabilidad de las expectativas generada por la indefinición del Fondo Monetario Internacional respecto del desembolso de 5.400 millones de dólares correspondiente al mes de septiembre.

Por lo tanto, en el corto plazo es muy difícil que el país logre recuperar el crecimiento económico. Lo más probable es que el ajuste continúe de la mano del déficit de cuenta corriente. Al respecto, si bien el país exhibe un superávit comercial (no virtuoso, pues se debe a la caída en las importaciones provocada por la recesión), aún no alcanzó un saldo positivo en la cuenta corriente, debido al elevado pago de los intereses de la deuda externa inducido por el fuerte endeudamiento de los últimos cuatro años. Es por eso que las condiciones del "reperfilamiento" o restructuración de la deuda son fundamentales para conocer no solo las posibilidades de crecimiento en el corto, sino también en el mediano y largo plazo.

Mediano y Largo Plazo

En el mediano plazo Argentina se enfrenta a dos importantes dilemas. El primero tiene que ver con evitar un escenario de

aceleración perpetua de la inflación que dispare la institucionalización de mecanismos de indexación formal o informal. En efecto, en tanto los agentes buscan cubrirse de los efectos de la aceleración inflacionaria, existe una tendencia natural a proponer ajustes de ingresos con mayor frecuencia. Pero esta es un arma de doble filo, pues la indexación perpetúa la inflación en niveles permanentemente más altos. El escenario de mediano plazo más problemático para la Argentina de hoy es el riesgo de ingresar en un Régimen de Alta Inflación que muchas veces es el preludio de una hiperinflación.

El segundo dilema tiene que ver con las crecientes dificultades que enfrentan las autoridades para ejercer una política macroeconómica virtuosa. En su objetivo de intentar morigerar los movimientos cambiarios, Argentina necesitaría estimular de alguna manera sus exportaciones para generar divisas genuinas. Sin embargo, dada la estructura primarizada de las ventas externas del país, esta empresa es sumamente difícil. Por un lado, el efecto del tipo de cambio sobre nuestras ventas externas ha sido históricamente bajo, a la vez que en un contexto inflacionario como el actual no ha sido efectiva en lograr una mayor competitividad duradera. Por otro, el crecimiento de los principales socios comerciales de la Argentina se ha mostrado esquivo, y no siempre se traduce directamente en mayores exportaciones, lo que sugiere la necesidad de alcanzar la diversificación productiva para competir en el mundo.

En definitiva, Argentina no dispone de un escenario favorable si las obligaciones en dólares y la fuga de capitales continúan estrangulando el funcionamiento local. Posibilitar un crecimiento moderado con especial énfasis en el aumento de exportaciones podría lograr compatibilizar los objetivos interno y externo. Solo luego de varios años de crecimiento sin crisis externas, la fuga de capitales podría moderarse y, en el mejor de los casos, estimular la repatriación de capitales. Al mismo tiempo, el crecimiento de la productividad permitiría un aumento paulatino de los salarios reales, sin que ello repercuta sobre la inflación, y así estimular el mercado interno, recomponiendo el empleo y las condiciones sociales.