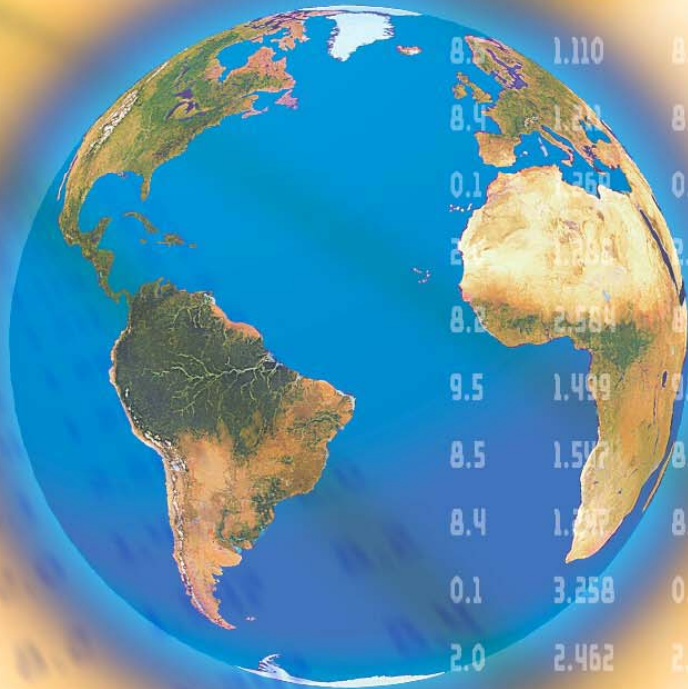


# Econométrica S.A

*economic research and forecasts*

[www.econometrica.com.ar](http://www.econometrica.com.ar)

Conozca nuestro blog:



# 37

1970 - 2007

*años dedicados al Análisis*

*Macroeconómico*

***Argentina***  
***Macroeconomic***  
***Outlook***

**Junio 2007**

**“¿Se Acelera la Tasa  
de Inflación?”**

**Por Juan Sommer**

---

# **Econométrica S.A**

*economic research and forecasts*

Lavalle 465, piso 2° - (C1047AAI) Buenos Aires, Argentina

Tel.: (54-011) 4325 – 9443 o 4322 – 4668

Fax: (54-011) 4322 - 6927

E-mail: [info@econometrica.com.ar](mailto:info@econometrica.com.ar)

Sitio Web: [www.econometrica.com.ar](http://www.econometrica.com.ar)

Sitio Web: [www.econometrica.com.ar](http://www.econometrica.com.ar)

(Clave de acceso II Trim 2007: 0303 )

---

Copyright © 2003

**Econométrica S.A**  
*economic research and forecasts*

# ¿SE ACELERA LA TASA DE INFLACIÓN?”

Por Juan Sommer<sup>1</sup>

Más allá de lo que indican las cifras oficiales de inflación, hay un amplio consenso en cuanto a que la economía argentina ha subido un escalón en materia inflacionaria. Esta situación siempre genera la pregunta si este es un escalón estable o si existen riesgos de entrar en un proceso de aceleración de la tasa de inflación con las consecuencias que ello tendría sobre la continuidad del proceso de crecimiento del nivel de actividad, los salarios reales y el empleo.

Responder a esta pregunta es sumamente complejo ya que interactúan diferentes variables. Por ello, aquí analizaremos sólo algunos de los factores que están incidiendo en la mayor tasa de inflación y evaluaremos si la falta de decisiones de políticas para controlar esos efectos tiene como resultado una aceleración del proceso de inflación. El análisis también lleva a conjeturar acerca de la disposición del Gobierno a tomar esas decisiones.

## 1. SITUACIÓN FISCAL Y AHORRO PÚBLICO

Es imposible atribuir a un solo factor la causa de la aceleración inflacionaria observada en los últimos meses. Han estado confluyendo factores que impulsan una mayor demanda, sobre todo de consumo, con factores externos y aumentos de costos.

El crecimiento de la demanda agregada tiene origen en factores locales como ser:

- a. La reducción del superávit fiscal financiero consolidado de la Nación y las Provincias en gran medida originado en el aumento del gasto corriente y de inversiones a un ritmo superior a la recaudación.
- b. El aumento del empleo y de los salarios de los trabajadores registrados como de los no registrados.
- c. El aumento del crédito al sector privado, principalmente para el mayor financiamiento del consumo.
- d. El efecto riqueza por aumento de los precios de los activos financieros y reales.

Por su parte, se mantuvieron presentes factores externos que impulsaron la economía local como ser:

- a. Los mayores ingresos de capitales.
- b. El aumento de los precios internacionales de los commodities de exportación.

Pero adicionalmente, están operando otros factores que están impulsando el crecimiento de los precios por el lado de la oferta, como:

- a. Los aumentos salariales.
- b. El reacomodamiento de las tarifas de algunos servicios públicos

---

<sup>1</sup> E-mail: [jsommer@econometrica.com.ar](mailto:jsommer@econometrica.com.ar)

## “¿Se Acelera la Tasa de Inflación?”

Por Juan Sommer

principalmente para los grandes usuarios.

- c. Restricciones en la oferta de algunos productos que impulsan los precios de sustitutos como es el caso de la energía y la carne, etc.

Todos estos factores están operando en la economía argentina en la actualidad. Son los mismos que con mayor o menor intensidad han actuado desde la salida de la crisis y posibilitaron el fuerte crecimiento económico observado en los últimos años. Sin embargo, luego del proceso inicial de recuperación de la crisis, el aumento en la demanda agregada, principalmente del consumo a un ritmo mayor que la oferta de bienes y servicios junto con el reajuste de algunos precios, -salarios y tarifas- es lo que está impulsando el aumento en la tasa de inflación.

## 2. ¿CUÁL ES LA VERDADERA TASA DE INFLACIÓN?

Es difícil determinar cual es la verdadera tasa de inflación de la economía argentina actual. Los cambios de “métodos” y de metodología para medir el IPC han quitado credibilidad al índice oficial y han impulsado mediciones alternativas desde el sector privado. Estas mediciones incluyen: a) la comparación de la variación en la recaudación de impuestos asociados al crecimiento del PBI con el crecimiento de éste en términos reales, b) observar la discrepancia entre la variación del IPC de Capital y Gran Buenos Aires con la de igual índice medido en el la principales ciudades del interior del país, que se supone que está menos afectado por los cambios de método y metodología, y c) efectuar estimaciones

ad-hoc de los componentes del IPC afectado por el cambio de medición.

Obviamente, cualquier método que se emplee está mostrando que la inflación de los primeros cinco meses de este año es bastante superior a lo que muestran las cifras oficiales. Por ejemplo, en los primeros cinco meses de este año el IPC de Capital y GBA fue del 3,4%, mientras que el IPC del interior del país para el mismo periodo fue del 5,9%. Sin duda la diferencia entre los índices de una y otra región es notoria, aspecto que no se observaba en el pasado. El IPC Nacional, que promedia ambos índices, lo que implica aceptar el de Capital y Gran Buenos Aires, registra una suba del 4,5%.

Por otro lado, cuando se hace la comparación a nivel de componentes del índice la diferencia se concentra en los rubros de alimentos, indumentaria y educación, siendo alimentos y educación rubros afectados por los cambios de metodología. Otros rubros, como es el caso de salud, con variaciones similares en una y otra región, sólo indican que algunos cambios metodológicos también fueron aceptados en el interior.

Si se supone que la verdadera inflación está reflejada en el índice del interior, su valor anualizado sería del 14,8%, claramente un escalón arriba del diagnóstico y pronósticos oficiales. Y aún si se supusiera que la inflación es el promedio de los índices del interior y de Capital y Gran Buenos Aires, el valor anualizado sería 11,0%. (ver Gráfico N 1).

Algunos analistas que estiman en forma independiente la variación de los componentes afectados por los cambios

metodológicos están señalando que la inflación mensual “verdadera” estaría entre el 1,2% y 1,4%, consistente con la anualización de las variaciones del índice del interior.

Finalmente, también debe señalarse que tanto el índice de precios al por mayor como el índice de precios de la construcción están mostrando valores muy superiores al IPC. En los primeros cinco meses del año, las variaciones fueron del 5,1% y del 9,4%, respectivamente.

### **3. NO HAY CAMBIOS EN LOS EJES DE LA POLÍTICA ECONÓMICA PESE A LA MAYOR INFLACIÓN**

La mayor tasa de inflación no ha generado hasta el presente cambios en la política económica del Gobierno. El Gobierno sigue sosteniendo que es preferible una tasa de inflación “un poco” más alta que la internacional a implementar políticas económicas tendientes a reducirla con consecuencias sobre la tasa de crecimiento económico.

Para el Gobierno mantener un superávit fiscal es un objetivo para evitar cualquier aceleración inflacionaria al permitir financiar los gastos sin emisión ni endeudamiento. Al mismo tiempo se apoya en el crecimiento económico sostenido para asegurar ese superávit y financiar con los recursos fiscales que el crecimiento posibilita el aumento en el gasto público para cubrir salarios, jubilaciones, subsidios a las prestaciones de servicios públicos e inversiones en infraestructura.

Por esta razón y porque está convencido que el apoyo político que puede obtener de los distintos sectores está estrechamente relacionado con el crecimiento del empleo y de los salarios reales y con la política de gasto público que puede llevar adelante a partir del aumento de la recaudación impositiva de los tributos asociados con el crecimiento del nivel de actividad como ser: el IVA, Ganancias, de la Seguridad Social y de Transacciones financieras, difícilmente sea propenso a adoptar medidas fiscales tendientes a incrementar el superávit primario para desacelerar el ritmo de crecimiento económico, sobre todo si estas decisiones deben ir por el lado del gasto. Sin embargo, queda pendiente la respuesta a cual será la reacción del Gobierno si continúa la tendencia actual de disminución de ese superávit.

Tampoco podemos suponer que el Gobierno va a utilizar a la política monetaria como instrumento de control de la inflación. Como se verá más adelante, la política monetaria apunta sólo a esterilizar una parte de la liquidez que se genera por la compra de dólares que hace el Banco Central. No hay una política dirigida a reducir la demanda agregada a través de aumentos en las tasas de interés, que, por otro lado, en el marco de una política de tipo de cambio fijo tendría efectos negativos, ya que incentivaría aún más el ingreso de capitales.

Hasta ahora para acotar la tasa de inflación y actuar sobre las expectativas inflacionarias el Gobierno apostó a los controles de precios y negociaciones sectoriales, incluyendo en ellas restricciones a la exportación de algunos productos tales como carnes, trigo y

## “¿Se Acelera la Tasa de Inflación?”

Por Juan Sommer

lácteos. Todo ello complementado con tarifas domiciliarias de servicios públicos, de transporte y precios de combustibles prácticamente fijas, compensando a los productores con subsidios. Pero, si nos guiamos por los datos, en la actualidad, los controles de precios tienen mayor impacto en las estadísticas del INDEC que en la realidad y tanto estos controles como la “*estabilidad*” de las tarifas y precios de combustibles se hacen más difíciles de sostener con tasas de inflación de dos dígitos que profundiza las distorsiones de precios relativos.

En ese contexto, el Gobierno ha convalidado aumentos de salarios al sector privado por encima de la tasa de inflación en las negociaciones paritarias con claros objetivos de mejorar la distribución del ingreso. Si bien no hay información sobre el aumento promedio de las negociaciones de este año, se estiman que estarían en alrededor del 20%. Nada hace pensar que ese proceso de demandas salariales por encima de la tasa de inflación verdadera no se repita en el año próximo.

Por ello, estimamos que en el futuro inmediato la tasa de inflación “*verdadera*” se mantendrá al menos en los niveles actuales, con algunos factores que pueden tender a aumentarla como por ejemplo, un reacomodamiento de tarifas domiciliarios de los servicios públicos, que se anunció para la energía eléctrica a partir de febrero de 2008 y se insinúa para el transporte de pasajeros.

Hasta aquí no hemos hecho referencia a la política cambiaria. Sin embargo, la política cambiaria es clave para agregar o quitar puntos a la tasa de inflación. El Gobierno anuncia que pretende mantener

el tipo de cambio real para incentivar las exportaciones y fomentar el proceso de sustitución de importaciones para lograr un superávit de balance de pagos y reducir la vulnerabilidad de la economía argentina a shocks externos. En los últimos años este objetivo fue consistente con la cuasi fijación del tipo de cambio nominal respecto del dólar porque otras monedas como el Euro y el Real se han apreciado contra el dólar. De esa forma, se evitó que la política cambiaria agregara a la inflación sin afectar el tipo de cambio multilateral real.

Estimamos que por la mayor tasa de inflación y porque algunas monedas, como el Real, difícilmente se sigan apreciando contra el dólar, no alcanzará con fijar el dólar para mantener el tipo de cambio multilateral. Por ello, las decisiones que tome el Gobierno en materia cambiaria serán relevantes a la evolución de la inflación.

En este marco, la pregunta que se debe hacer es si efectivamente la política actual es sostenible sin que la tasa de inflación alcance niveles que pongan en riesgo el crecimiento de la economía. Como es evidente por lo dicho hasta aquí, descontamos que el Gobierno triunfa en las elecciones de octubre próximo.

### **4. EL COMPONENTE EXTERNO EN EL PROCESO DE CRECIMIENTO**

Para abordar las preguntas planteadas más arriba debemos caracterizar el contexto externo en el que se desenvolverá la economía argentina por lo menos en 2007 y 2008.

Hay poca discusión respecto de que el contexto internacional ha sido un motor importante en el crecimiento económico argentino y para la sustentabilidad de la política económica. El fuerte aumento registrado en los precios internacionales desde 2002 y el nivel relativamente bajo de las tasas de interés internacionales contribuyó significativamente al crecimiento económico de los últimos años (ver cuadro N 2).

Mirando hacia adelante, aunque en economía siempre existen circunstancias no previstas, no hay en la actualidad muchas razones para concluir que los precios internacionales y los movimientos de capitales hacia las economías emergentes cambien negativamente en un horizonte de dos años.

Por un lado, los indicadores de la evolución de la economía americana más recientes muestran que el ritmo de desaceleración del crecimiento no es tan fuerte como se pensaba unos meses atrás. Además, el crecimiento sostenido de Europa y de economías emergentes como China y la India pueden compensar parte de la desaceleración del crecimiento de los Estados Unidos sobre la demanda de commodities, particularmente los que ofrece Argentina. Más aún, el desarrollo de los biocombustibles constituye un factor adicional de crecimiento de la demanda de los commodities producidos por nuestro país. Por ello, las perspectivas de los precios internacionales de los commodities de exportación de nuestro país son de continuidad de altos valores.

Por el otro, aunque las decisiones que se tomen en los países desarrollados para controlar las expectativas de mayor inflación pueden tener consecuencias

sobre los movimientos de capitales hacia los países emergentes, estimamos que no serán de tal magnitud como para revertir la tendencia de ingresos de capitales hacia esos países. Mantenemos esta hipótesis pese a que en la actualidad el aumento en las tasas de interés en Europa y la reversión de las expectativas de reducción de las tasas de corto plazo y los aumentos de las tasas de más largo plazo en Estados Unidos junto con las pérdidas de algunos Fondos con activos inmobiliarios de Estados Unidos de alto riesgo, está afectando los flujos de capitales a las economías emergentes, con mayor impacto en Argentina por la crisis energética.

Ambas hipótesis sobre el escenario internacional, precios internacionales relativamente alto y tasas de interés relativamente bajas y condiciones de mercado estables, son condición necesaria para sostener el proceso de crecimiento de la economía. Cambios en este contexto pondrá tensiones en la situación fiscal y en la monetaria-cambiaria.

## **5. EL OBJETIVO DE LA POLÍTICA FISCAL ES MANTENER EL SUPERÁVIT CON AUMENTO EN LOS GASTOS.**

Las cuentas públicas de los últimos años muestran una reducción del superávit primario y financiero del sector público consolidado desde el pico de 2004 con 5,3% y 3,7% del PBI, respectivamente. Ello fue producto de gastos aumentando a un ritmo superior a los ingresos. La reducción en el superávit fiscal se verificó tanto en la Nación como en las Provincias, aunque en estas últimas fue más notoria.

## “¿Se Acelera la Tasa de Inflación?”

Por Juan Sommer

Veamos lo que aconteció en 2006 y en los primeros cinco meses de 2007. En 2006 el superávit primario se redujo en 0,5% del PBI respecto del 2005, siendo el de la Nación del 3,5% del PBI y el de las Provincias el 0,4% del PBI.

En los primeros 5 meses de este año, el superávit primario de la Nación aumentó un 1,3% en términos nominales, excluyendo la transferencia de activos de las AFJP al sistema de reparto. Ello en un contexto de ingresos tributarios creciendo al 30% pero con gastos primarios aumentando en el 40% (Ver Cuadro 3).

Es interesante observar que tanto la tasa de crecimiento de los ingresos como de los gastos está fuertemente afectada por la política de Seguridad Social. Los ingresos de Seguridad Social, en el que pesan los aumentos en el empleo y en los salarios pero también los jubilados que se han acogido a la moratoria con pago de sus deudas en cuotas deducibles de la jubilación, crecieron el 46,2%. Por su parte, el crecimiento de los gastos en Seguridad Social, en el influyen el aumento en las jubilaciones otorgadas a mediados de 2006 y a comienzos de 2007 y el crecimiento del número de jubilados, principalmente por efecto de la moratoria mencionada anteriormente que aumentó el número de beneficiarios en más de un millón, fue del 66,4%. Es decir, tanto los ingresos como los gastos en Seguridad Social crecieron muy por encima de los demás ingresos y gastos.

Si descontamos de los ingresos y gastos los de Seguridad Social, se observa que la tasa de crecimiento de los ingresos y gastos no difirió significativamente en los cinco primeros meses del año comparando con igual periodo del año

anterior, 26,3% en los ingresos y 27,8% en los gastos. (Ver Anexo del cuadro 3)

Dentro de los otros componentes del gasto, los que tuvieron un aumento mayor al promedio fueron las transferencias al sector privado, que en el periodo representaron alrededor del 38% del total de gastos primarios excluidos gastos en Seguridad Social, y que en forma creciente incluyen subsidios para cubrir la prestación de servicios públicos concesionados en los que no se autorizaron aumentos de tarifas, con un aumento comparando con igual periodo del año anterior del 35%. También aumentaron fuertemente los gastos en inversiones directas que corresponde a inversiones en infraestructura y en servicios públicos retomados por el Estado o en los que las tarifas de las prestaciones privadas son insuficientes para viabilizar las inversiones por el sector privado, que aumentaron en 42%.

La reducción del superávit en un contexto de aumento en los gastos contribuyó a la expansión de la demanda agregada, particularmente del consumo y consecuentemente del nivel de actividad económica. Se mantendrá esta tendencia en el futuro?

Para analizar estos aspecto es necesario tener presente que la comparación de la evolución del gasto del Sector Público Nacional con igual periodo del año anterior está afectada por el número de jubilados que se acogieron a la moratoria, efecto que desaparecerá después del primer año, aunque permanece el efecto del salto en el nivel de gasto por el pago mensual a esos nuevos jubilados como una nueva base sobre la que se aplicarán los futuros aumentos.

## “¿Se Acelera la Tasa de Inflación?”

Por Juan Sommer

Se puede decir que luego de este salto en el nivel del gasto, el crecimiento en los próximos meses va a estar asociado con la recuperación de los salarios y jubilaciones, con la inflación y los aumentos salariales (transferencias al sector privado y a las empresas reestatizadas) y con las inversiones en infraestructura, principalmente energía.

Es decir, mientras se mantenga la política de intentar mejorar la participación en el ingreso de los asalariados y jubilados, y no se reviertan los cuadros tarifarios de las empresas de servicios públicos, el gasto público tenderá a aumentar por encima de la inflación “verdadera”.

Para que ello ocurra, sin un deterioro del resultado primario, se requiere una expansión equivalente en los ingresos fiscales. En ese sentido debe mencionarse que una parte del “salto” en el gasto por aumento en el número de jubilados se compensa con mayores ingresos de los afiliados de las AFJP que se pasaron al sistema de reparto<sup>2</sup>, que también sube el piso de la recaudación, al menos por un tiempo. Para alcanzar ese crecimiento en los ingresos se requiere un fuerte aumento de los impuestos relacionados con el nivel de actividad. Y ese crecimiento de la actividad deberá ser mayor cuanto mayor es la tasa de inflación sobre todo si se mantiene el tipo de cambio cuasi fijo, para compensar la falta de ajuste de los derechos de exportación e importación y

de las cuotas de la moratoria de los nuevos jubilados.

Las proyecciones de Econometría, que suponen un crecimiento económico del 8,0% en 2007 y del 6,5% en 2008, registran un deterioro del superávit primario (excluyendo transferencia de los activos de las AFJP al sistema de reparto) en el primero de estos años de alrededor del 0,9% del PBI, lo que llevaría el superávit de 3,5% del PBI en 2006 a 2,6% del PBI en 2007. En cambio, en 2008 el superávit sólo se reduciría un 0,1% adicional.

El cuadro fiscal no se limita al resultado primario de la Nación. Es necesario incluir las cuentas de las Provincias y también el pago de intereses de la deuda tanto nacional como provincial. Las cuentas de las provincias están mostrando una marcada reducción del superávit primario del 1,4% del PBI que habían alcanzado en 2004 al 0,4% del PBI en 2006, con expectativas de una nueva baja en este año. Dado el fuerte componente de salarios que tienen los gastos provinciales es difícil pensar que se observará un cambio positivo en esos resultados (ver Cuadro N 4).

En lo que respecta a los pagos de intereses de la deuda, debe tenerse presente que la nueva deuda que se toma para cubrir los vencimientos de la existente devengan, en promedio, tasas de interés más altas y aunque la existencia de un superávit financiero positivo permite cancelar deuda pública, la tendencia es de crecimiento de los servicios de la deuda respecto del PBI.

En resumen, las tendencias que se observan en la política fiscal marcan una

<sup>2</sup> No se toma en cuenta los activos (no ingresos) que recibe el Fisco por los traspasos de afiliados de las AFJP al sistema de reparto. Al respecto véase: “Hacia un Nuevo Engaño Estadístico: El Tesoro Nacional Tomaría como Ingreso Corriente los \$20.000 que transfieren al Régimen de Reparto” Por Mario Brodersohn. Econometría S.A - Informe Especial N 370. Mayo 2007

reducción del resultado global, más por efecto de los resultados de las provincias y el pago de intereses, pero también por las cuentas primarias de la Nación, particularmente en 2007. El aumento del gasto público por aumento de jubilaciones, salarios, transferencias al sector privado e inversiones, que responden a objetivos del Gobierno, coadyuvan en la reducción del superávit primario. Si esas políticas no afectan aún más el resultado primario es por la alta tasa de crecimiento de la economía. En otros términos, el Gobierno puede sostener la política de aumento de salarios públicos y jubilaciones en términos reales y de compensar con subsidios los aumentos de salarios de los prestadores de servicios con tarifas congeladas, sin afectar mayormente el superávit fiscal en la medida que la economía crezca a tasas altas.

## **6. LA POLÍTICA MONETARIA SE CONCENTRA EN SOSTENER EL TIPO DE CAMBIO**

La política monetaria actual se concentra en absorber mediante la emisión de Letras y Notas del Banco Central<sup>3</sup> una parte importante de la expansión monetaria que genera su intervención en el mercado para fijar el tipo de cambio. La magnitud de la absorción está relacionada con el objetivo de mantener el agregado monetario M2 dentro de pautas preestablecidas supuestamente consistentes con tasas de inflación inferiores a los dos dígitos. Adicionalmente, fija el piso a las tasas de interés de mercado a través de la

<sup>3</sup> Podría utilizar otros mecanismos de absorción como el incremento de los requisitos de liquidez, pero hasta el presente ha utilizado este instrumento en forma limitada.

determinación de las tasas de las operaciones de pase y de los instrumentos de absorción monetaria.

El relativamente bajo excedente financiero en pesos para comprar dólares que tendrá el Gobierno en este año (Ver Cuadro 5) aumenta la intervención del Banco Central en el mercado de cambios, requiriendo una mayor absorción para acotar M2.

La política monetaria del Banco Central nos plantea dos preguntas. En primer lugar, si contribuye a acotar la tasa de inflación o si al priorizar el objetivo de sostener el tipo de cambio respecto del dólar en un mercado cambiario con fuerte oferta excedente, aquel objetivo pasa a segundo plano. La segunda pregunta tiene que ver con la sostenibilidad en el tiempo de la política monetaria actual, evaluando su contribución a morigerar la tasa de inflación y el efecto cuasifiscal de la política de esterilización, que está relacionado con el costo del endeudamiento del Banco Central y el rendimiento de las reservas que acumula al comprar dólares.

### **6.1. LA POLÍTICA MONETARIA Y EL CONTROL DE LA TASA DE INFLACIÓN**

El Cuadro N6 muestra la estimación de Econométrica de las compras de dólares que estimamos efectuará el Banco Central en 2007. De acuerdo con las proyecciones del Balance de pagos y cambiario también se espera una fuerte intervención en 2008. En 2007 proyectamos un superávit cambiario del sector privado de U\$S 15,3 mil millones. De este total, como máximo se proyecta que el Tesoro Nacional comprará U\$S 2,0 mil millones.

## “¿Se Acelera la Tasa de Inflación?”

Por Juan Sommer

Por su parte, suponemos que la demanda de base monetaria, circulante del público y encaje de los bancos, crece en el equivalente a US\$ 4,2 mil millones (alrededor del 15%) y la amortización de redescuentos es equivalente a US\$ 1,0 mil millones. En ese escenario, el Banco Central absorbería colocando deuda el equivalente a US\$ 8,1 mil millones.

La reciente emisión del Bonar V en pesos por \$1.500 millones reduce la necesidad de absorción del Banco Central por un monto equivalente en la medida que el Tesoro utilice esos recursos para comprar dólares o los depositase en el Banco Central. (Ver Cuadro de Financiamiento del Sector Público). En cambio, no tendría ese efecto sustitución si se depositan en el Banco de la Nación<sup>4</sup>.

Es decir, mientras se mantengan los actuales precios internacionales de los commodities de exportación de Argentina se observará un importante excedente de oferta de divisas en el mercado de cambios que adquirirá el Banco Central emitiendo pesos para sostener el tipo de cambio.

A pesar del aumento de la tasa de inflación observada desde comienzos de año el Banco Central no ha modificado significativamente su política. La importante liquidez que inyecta al mercado financiera las compras de dólares por el Banco Central provocaron desde comienzos de año una reducción en las tasas de interés pasivas. El Banco Central convalidó esa situación

reduciendo desde febrero en adelante, en forma suave pero continua, las tasas de las colocaciones de LEBAC. Sólo recientemente aumentó en 25 puntos básicos las primas de las operaciones de pase, levantando levemente el piso para inversiones financieras alternativas de corto plazo.

En la actualidad, las tasas de interés pasivas son negativas en términos reales respecto de los índices de precios oficiales y mucho más respecto la verdadera variación de precios. Ello se sostiene esencialmente porque no hay mayores expectativas de devaluación del peso. También la reciente emisión del BONAR V en pesos a 5 años a la tasa del 11,7% se explica por el mismo motivo.

Por ello, no sorprende el fuerte crecimiento del crédito al sector privado a una tasa del 35% anual en los últimos dos años, aunque esas variaciones tengan como punto de partida un nivel relativamente bajo. Como puede verse del Cuadro 7 si bien la mayor parte de la expansión del crédito se destinó a financiar el consumo (Préstamos personales, tarjetas de crédito, hipotecarios y prendarios), también se una importante expansión del crédito a empresas.

En resumen, se puede decir que la política monetaria del Banco Central no tiene efectos restrictivos el crédito al sector privado, sólo está orientada a establecer un piso, relativamente bajo y negativo en términos reales, a la tendencia declinante de las tasas de interés. Por otro lado, en el marco de la política que está siguiendo los aumentos en las tasas de interés tendrían el efecto no deseado de acentuar la oferta de dólares. Al respecto, es

<sup>4</sup> En realidad, como parte de los Bonos fueron colocados a inversores del exterior que así ingresaban fondos sin el depósito del 30%, se generó una mayor oferta de dólares que seguramente tuvo como contrapartida mayores colocaciones de LEBAC o NOBAC

interesante observar en el primer trimestre del año las compras de dólares del Banco Central se originaron en mayor medida en ingresos de capitales que en el resultado de operaciones comerciales cuando se compara con igual periodo del año anterior. Por ejemplo, el balance de pagos del primer trimestre de este año muestra que los ingresos de capitales del sector privado (Capitales más errores y omisiones) fue de U\$S 2,6mil millones. Este monto se compara con U\$S 940millones de igual periodo del año anterior. Por otro lado, si se compara los resultados de la cuenta comercial del balance cambiario (movimiento de divisas) con los del balance de pagos (movimiento de mercaderías) surge que mientras en el primer trimestre de este año ingresaron más divisas que las exportaciones netas de mercaderías por casi U\$S 1,0mil millones, en igual periodo del año anterior el ingreso de divisas fue levemente inferior al saldo del balance comercial.

Es decir, en un mercado con oferta excedente de divisas y con tipo de cambio cuasi fijo no cabe esperar que la política monetaria sea efectiva como un instrumento controlar la tasa de inflación.

## 6.2. EL COSTO CUASIFISCAL DE LA POLÍTICA MONETARIA

Para determinar el “costo cuasifiscal” de la política de absorción monetaria del Banco Central es necesario tener en cuenta la variación de sus activos (aumento de las reservas internacionales menos reducción de redescuento) netos de los pasivos (LEBAC más pases) y el diferencial de rendimiento de ambos.<sup>5</sup>

<sup>5</sup> En realidad habría que agregar otros activos y pasivos en el análisis si la intención fuera efectuar

Como resultado de la proyección de la situación financiera del Gobierno Nacional y de la política monetaria del Banco Central surge que en 2007 la relación aumento de reservas a aumentos de pasivos no monetarios es de 1,51 (el cociente entre 13,3/8,8). Eso significa, suponiendo un tipo de cambio fijo, que la tasa pagada por los pasivos puede superar a la percibida por los activos hasta un máximo de 51% para no deteriorar la posición financiera del BCRA. Si esta diferencia es mayor (menor) habrá una pérdida (ganancia) cuasifiscal incremental por el flujo de las operaciones del año.

Por otro lado, si la relación aumento de reservas a aumento de pasivos disminuye porque, por ejemplo, la necesidad de intervención del Banco Central es mayor que la prevista, y el objetivo de M2 se mantiene, aumentaría el efecto cuasifiscal.

Teniendo en cuenta que las tasas de interés de las colocaciones de reservas son actualmente, en promedio, del 5,2% y que el costo promedio de la deuda del Banco Central es del 10,5%, el deterioro cuasifiscal por las nuevas operaciones de 2007 sería de alrededor de U\$S 248 millones, lo que representa alrededor del 0,1% del PBI

Este efecto incremental negativo se agrega a una posición superavitaria, estimada en U\$S 296 millones, computando los rendimientos del stock de reservas internacionales y el costo financiero de las NOBAC y LEBAC de fin de diciembre de 2006, a las tasas mencionadas en el párrafo anterior.

un estudio profundo. Ese no es el caso, ya que sólo queremos mostrar la magnitud del tema y la tendencia.

## “¿Se Acelera la Tasa de Inflación?”

Por Juan Sommer

Este ejercicio supone que no varían las tasas de interés ni el tipo de cambio. ¿Cuál es la evolución esperada de las tasas de interés y del tipo de cambio? Las expectativas sobre este último las analizaremos más adelante, pero podemos adelantar que no esperamos una caída del tipo de cambio nominal que acentuaría el déficit cuasifiscal, ni un aumento significativo. En lo que respecta a las tasas de interés internacionales, puede esperarse algún aumento en la del Euro y el Yen, pero no debe descartarse una reducción de las tasas en dólares de más corto plazo. Es decir, no deben esperarse cambios que alteren en forma relevante el rendimiento de las reservas. Por otro lado, hemos señalado que no cabe esperar en lo inmediato aumentos de importancia en las tasas de interés en nuestro país. El Banco Central tenderá a evitarlo por su impacto sobre el ingreso de capitales y también por el efecto cuasifiscal de la medida. De todos modos, una mayor tasa de inflación puede derivar en aumentos en las tasas de interés en términos nominales.

En conclusión, aunque se está produciendo un deterioro en el resultado cuasifiscal del Banco Central, la tendencia es gradual y no impacta mayormente sobre la expansión monetaria. El resultado cuasifiscal crecerá si se generase una mayor brecha entre las tasas de interés de los instrumentos de absorción monetaria y la de las reservas internacionales, lo que puede ocurrir si no se reduce la tasa de inflación.

### **7. ¿SEGUIRÁ EL GOBIERNO MANTENIENDO EL TIPO DE CAMBIO REAL?**

Aunque el Banco Central tenga dificultades para cumplir con los objetivos de controlar M2 no dejará caer el tipo de cambio nominal para generar una menor intervención en el mercado cambiario. Este comportamiento es aceptado por el mercado. Pero, el Gobierno ha anunciado en forma reiterada que sostendrá el tipo de cambio real para seguir favoreciendo la expansión de las exportaciones y la sustitución de importaciones.

Veamos que ocurrió hasta con el tipo de cambio real y que deberá ocurrir para que se verifique el cumplimiento de este último propósito.

El Cuadro N8 muestra la evolución del tipo de cambio real multilateral. Allí se observa que a partir del segundo trimestre de 2003, el tipo de cambio real multilateral, no bajó. Por el contrario hasta abril de ese año muestra una leve depreciación del peso. Respecto del tipo de cambio de fin de la convertibilidad, se observa una devaluación real del 126%. Por supuesto este no es el tipo de cambio real de las exportaciones agropecuarias sujetas a retenciones y tampoco el tipo de cambio real desde fines del año pasado si en lugar de la tasa de variación del IPC oficial, tomamos una estimación de la real. Pero ajustando ese índice hasta el presente se observaría sólo una leve apreciación del peso.

La estabilidad del tipo de cambio real multilateral observada pese a tasas de inflación de Argentina superiores a las de los países con mayor ponderación en el índice, es decir, Brasil, Estados Unidos y la Comunidad Europea, fue posible porque se apreciaron las monedas de Brasil y de la Comunidad respecto del

## “¿Se Acelera la Tasa de Inflación?”

Por Juan Sommer

dólar. Tomando el tipo de cambio respecto de cada una de estas monedas por separado se observaría que el tipo de cambio real respecto del dólar sufrió una devaluación del 91%, respecto al promedio de 1999/2001 mientras que respecto del Euro se devaluó en 163% y del Real en 157%, en el mismo periodo.

Mirando hacia el futuro, considerando que Argentina tendrá al menos en los próximos dos años tasas de inflación más alta que los países mencionados, cabe preguntarse si es posible que la apreciación del Euro y del Real respecto del dólar continúe de forma tal que no se requiera una devaluación del peso para mantener el tipo de cambio multilateral en términos reales. Si bien la respuesta no es clara respecto del Euro, es difícil que ocurra respecto del Real. Por ello, es de prever que se observará un deterioro del tipo de cambio multilateral que será mayor cuanto mayor es la tasa de inflación argentina.

¿Que hará el Gobierno frente a esta situación? La expectativa generalizada, que compartimos, es que el Gobierno no intervendrá en el mercado aumentando en forma relevante el tipo de cambio, ya que ello repercutiría sobre las tasas de inflación. Por ello, pensamos que aunque el impacto del deterioro del tipo de cambio sobre el balance comercial no será significativo en lo inmediato, tendrá consecuencias a más largo plazo sobre estas cuentas y también sobre las cuentas fiscales.

### 8. CONSIDERACIONES FINALES

En los últimos meses se ha observado un salto en la tasa de inflación. Este hecho

no ha generado expectativas de que se produzca una aceleración del proceso. Los superávits de cuenta corriente del balance de pagos y fiscal y el tipo de cambio cuasi fijo son un reaseguro contra ese proceso.

Sin embargo, pese a la alta tasa de crecimiento que está registrando la economía en este año se produce un deterioro en las cuentas fiscales y el mismo proceso de inflación tiende a atrasar el tipo de cambio, lo que tenderá a repercutir en el balance comercial. Es decir, se genera un contexto que posibilita un deterioro de ambos superávits. Ello no ha sido relevante hasta el presente porque el tipo de cambio real sigue alto, al igual que los precios internacionales de los commodities de exportación y también porque la economía está creciendo fuertemente.

El deterioro de las cuentas fiscales es producto del objetivo del Gobierno de redistribuir ingresos a favor de los sectores de ingresos más bajos mediante políticas de aumento de jubilaciones mínimas, ingreso al sistema jubilatorio de no aportantes y congelamiento de tarifas de servicios públicos utilizados por esos sectores. El aumento en el gasto público nacional y provincial en salarios y jubilaciones y los mayores subsidios a las empresas prestadoras de servicios, junto con la necesidad de financiar desde el Estado las inversiones en infraestructura vial y energética, son un reflejo de ello.

Además del efecto inmediato sobre el nivel de actividad de la crisis energética, es previsible que, a más largo plazo el crecimiento de la economía tienda a desacelerarse, entre otras razones por la relativamente baja tasa de inversión. Sin

## “¿Se Acelera la Tasa de Inflación?”

Por Juan Sommer

embargo, esa desaceleración en el ritmo de crecimiento no necesariamente redundará en una menor la tasa de inflación, sobre todo si se mantienen el crecimiento del gasto público y continúa la política de ajustes salariales por encima de la tasa de inflación.

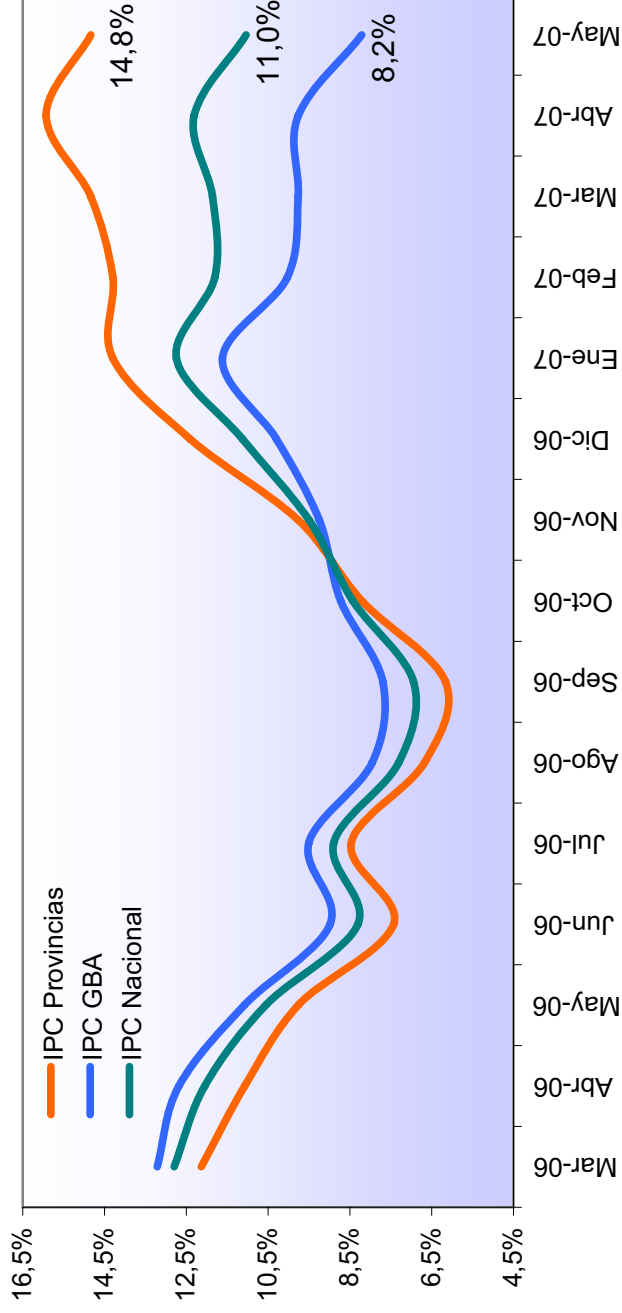
El Gobierno no parece dispuesto a emplear la política monetaria-cambiaria para provocar una baja en la inflación. Sólo dispone de la política fiscal como instrumento para ello. Pero su aplicación corrigiendo distorsiones que existen en las tarifas y precios de algunos bienes implica redefinir, al menos transitoriamente, algunos objetivos. La pregunta es si tomará en 2008 estas u otras decisiones para revertir las tendencias e inducir un crecimiento en la oferta de bienes y servicios que hagan sostenibles el proceso de crecimiento a largo plazo. Es muy probable que si estas decisiones se demoran, la persistencia de tasas de inflación relativamente altas hará más costoso el proceso.



# CUADRO 1

## IPC Provincias, GBA y Nacional

Variación últimos 5 meses (anualizado)



Fuente: Econométrica SA en base a INDEC

## Cuadro 2

### Evolución de los Precios de los Principales Granos

En puertos argentinos - precios en dolares por tonelada - Precio promedio anual y variación % interanual

Período	Trigo		Maíz		Soja		Girasol	
	Grano	PTOS.ARG. % var	Grano	PTOS.ARG. % var	Grano	PTOS.ARG. % var	Grano	PTOS.ARG. % var
2002	145,8	19,0	98,7	12,9	198,0	15,5	233,3	23,7
2003	157,7	8,1	102,7	4,0	238,4	20,4	246,8	5,8
2004	140,3	-11,0	105,4	2,6	268,1	12,4	251,8	2,0
2005	132,8	-5,4	91,3	-13,4	230,7	-14,0	260,0	3,3
2006	171,2	29,0	125,7	37,6	233,8	1,4	232,3	-10,7
2007 (hta. May)	195,2	14,0	161,2	28,3	275,0	17,6	281,4	21,2

Fuente: Econométrica S.A en base al Ministerio de Economía (Dirección de Mercados Agroalimentarios)

## Cuadro 3

### Sector Público Nacional - Base Caja

en millones de pesos - Acumulado a Mayo

	5 meses		Diferencia	
	2007	2006	en \$	en %
<b>Ingresos</b>	<b>58.835</b>	<b>45.032</b>	<b>13.803</b>	<b>30,7%</b>
Triburarios	40.008	32.040	7.968	24,9%
Seguridad Social (sin Transf AFJP)	14.507	9.924	4.583	46,2%
No tributarios (sin privat.)	4.321	3.068	1.253	40,8%
<b>Gasto Primario</b>	<b>48.355</b>	<b>34.684</b>	<b>13.671</b>	<b>39,4%</b>
Remuneraciones	6.767	5.297	1.470	27,8%
Bienes y Servicios	2.377	1.831	545	29,8%
Seguridad Social	17.343	10.422	6.921	66,4%
Trans. al Sector Privado	9.955	7.375	2.581	35,0%
Trans. a Provincias	5.113	4.700	414	8,8%
Universidades	1.807	1.367	439	32,1%
Otros Gastos	811	347	463	133,4%
Gastos de Capital	4.182	3.345	838	25,0%
Inversión Real Directa	2.589	1.823	765	42,0%
Inversión Financiera + otras	1.594	1.522	72	4,7%
<b>Resultado Primario</b>	<b>10.481</b>	<b>10.348</b>	<b>132</b>	<b>1,3%</b>
Intereses	5.308	3.471	1.838	52,9%
<b>Resultado Financiero</b>	<b>5.172</b>	<b>6.877</b>	<b>-1.705</b>	<b>-24,8%</b>

Transferencias AFJP a Reparto	1.542	-		
<b>Result. Prim. con Trans. AFJP</b>	<b>12.022</b>	<b>10.348</b>	<b>1.674</b>	<b>16,2%</b>

Nota: Neto de Transf. Automáticas a Provincias

Fuente: Econométrica S.A en base al Ministerio de Economía

#### ANEXO

Ingresos sin Seg. Social.	44.328	35.108	9.220	26,3%
Gasto Primario sin Seg. Social	31.012	24.262	6.750	27,8%

## CUADRO 4

### Resultado Fiscal Consolidado en % del PBI

	2004	2005	2006	2007*	2008*
<b>Consolidado</b>	<b>5,3</b>	<b>4,4</b>	<b>3,9</b>	<b>2,6</b>	<b>2,2</b>
Resultado Primario	3,9	3,7	3,5	2,6	2,5
Nacional	1,4	0,7	0,4	0,0	-0,3
Provincial					
<b>Consolidado</b>	<b>1,6</b>	<b>2,3</b>	<b>1,9</b>	<b>2,0</b>	<b>2,1</b>
Intereses Deuda	1,3	1,9	1,8	1,9	1,9
Nacional	0,4	0,4	0,1	0,1	0,2
Provincial					
<b>Consolidado</b>	<b>3,7</b>	<b>2,1</b>	<b>2,0</b>	<b>0,6</b>	<b>0,1</b>
Resultado Financiero	2,6	1,8	1,8	0,7	0,6
Nacional	1,1	0,3	0,3	-0,1	-0,5
Provincial					

\* 2006/08 excluye deuda intra sector público

\* 2007 Excluye transferencia de Especies desde AFJP a Reparto

Fuente: Econométrica en base a MECON

## Cuadro 5

### Programa Financiero 2006 2007

#### Necesidad de Divisas

en millones de dólares

en % del PBI

	2006	2007	2006	2007
<b>1. Ingresos en Pesos</b>	<b>7.593</b>	<b>7.055</b>	<b>3,6</b>	<b>2,8</b>
Superavi Primario	7.593	6.592	3,6	2,6
Colocación deuda en \$	-	463		0,2
(-)				
<b>2. Pagos en Pesos</b>	<b>5.015</b>	<b>5.087</b>	<b>2,4</b>	<b>2,0</b>
Inteses	1.315	1.636	0,6	0,6
Capital	3.700	3.451	1,7	1,4
(=)				
<b>3. Resultado (3=1-2)</b>	<b>2.578</b>	<b>1.968</b>	<b>1,2</b>	<b>0,8</b>
<b>4. Pagos en u\$s</b>	<b>6.252</b>	<b>8.141</b>	<b>2,9</b>	<b>3,2</b>
Inteses	2.453	3.109	1,2	1,2
Capital	3.798	5.033	1,8	2,0
<b>5. Necesidad de Financiamiento</b>	<b>3.674</b>	<b>6.174</b>	<b>1,7</b>	<b>2,4</b>

Fuente: Econométrica S.A

Econométrica S.A  
*economic research and forecasts*

# Cuadro 6

## Política de Monetaria y Cambiaria 2007

en miles de millones

	u\$s
<b>Superavit Externo sec. Priv.</b>	<b>15,3</b>
<b>1. Compras del Tesoro</b>	<b>2,0</b>
en % del Total	13%
Al Mercado	1,0
Al BCRA	1,0
<b>2. BCRA</b>	<b>13,3</b>
en % del Total	87%
1. Demanda de Dinero	4,2
Circulante	3,2
Encaje*	0,9
2. Redescuentos	1,0
3. Dilema 2007	8,1
Lebacs, Nobacs y pases	?
Nuevo Aumento Encaje	?

\* sin modificaciones en la tasa de Encaje

Fuente: Econométrica S.A

**Econometrica S.A**

*economic research and forecasts*

## Cuadro 7

### Evolución del Crédito al Sector Privado

saldos en miles de millones expresados en moneda de origen

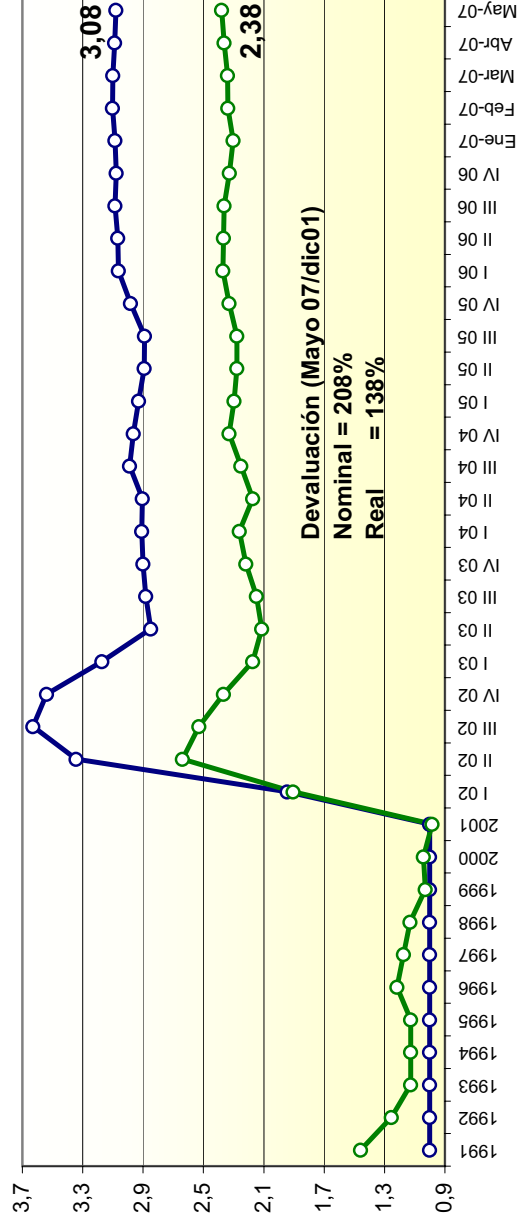
Fecha	Adelantos	Documentos	Hipotecarios	Prendarios	Personal	Tarjetas de Cred.	Otros	TOTAL \$	Total u\$s
<b>Stock</b>									
Dic-02	3,9	5,4	11,4	2,0	2,6	2,2	2,8	30,4	1,4
Dic-03	4,1	4,8	9,2	1,3	2,5	2,4	2,6	26,9	1,3
Dic-04	5,5	6,8	8,7	1,7	4,3	3,4	3,6	33,8	1,5
Dic-05	7,8	11,0	8,6	2,3	7,4	5,6	3,6	46,2	2,3
Dic-06	10,9	14,5	10,0	3,7	13,1	7,5	3,6	63,3	3,7
May-07	12,9	14,8	11,3	4,4	16,1	8,3	3,4	71,2	4,2
<b>Variación</b>									
2003	0,1	-0,6	-2,2	-0,7	-0,1	0,2	-0,3	-3,5	-0,1
2004	1,4	2,0	-0,5	0,4	1,8	0,9	1,0	7,0	0,3
2005	2,3	4,2	-0,1	0,7	3,1	2,2	0,0	12,4	0,8
2006	3,1	3,5	1,4	1,4	5,7	1,9	0,0	17,0	1,4
a mayo 07	2,0	0,3	1,3	0,7	3,0	0,8	-0,2	8,0	0,6

Fuente: Econométrica S.A

## Cuadro 8

### Evolución del Tipo de Cambio Nominal y Real

Promedio mensual - TC Real Multilateral base 1,00=Dic. 01



Fuente: Econométrica S.A en base a BCRA

Econométrica S.A

*economic research and forecasts*

# Cuadro Resumen Variables Macro

datos y proyecciones

	2004	2005	2006	2007*	2008*
<b>CUENTAS NACIONALES - Var. %</b>					
<b>PBI a precios constantes</b>	<b>9,0</b>	<b>9,2</b>	<b>8,5</b>	<b>8,0</b>	<b>6,5</b>
Consumo	7,7	6,8	7,2	8,3	7,5
Inversión	34,4	22,7	18,2	12,6	9,0
Exportaciones	8,1	13,5	7,3	9,9	4,5
Importaciones	40,1	20,1	15,4	18,1	16,0
Inversión en % del PBI - precios constantes	17,7	19,8	21,6	22,5	23,1
PBI a precios corrientes - en MM\$	447,6	531,9	654,4	789,7	932,2
<b>MERCADO LABORAL e Indicadores Socioeconómicos - prom. Anual</b>					
Salario Real - Deflactado por IPC - Var %	6,4	4,6	6,3	8,2	5,8
Tasa de Desempleo - (en % de la PEA)	13,6	11,6	10,2	8,7	7,9
Línea de Pobreza (% de la Población)	42,3	36,4	28,9	23,0	19,5
Línea de Indigencia (% de la Población)	16,0	13,0	9,5	6,5	5,5
<b>PRECIOS - Var. % (Dic vs Dic.)</b>					
Indice de Precios al Consumidor (IPC)	6,1	12,3	9,8	8,1	11,0
Indice de Precios Internos Mayoristas (IPIM)	7,9	10,7	7,0	9,7	7,7
Indice del Costo de la Construcción (ICC)	11,7	21,0	17,9	17,1	12,3
Indice de Precios Implícitos (IPI)	9,2	8,8	13,5	11,8	11,0
<b>SECTOR PUBLICO en MM \$</b>					
Recaudación Tributaria Nacional	98,3	119,3	150,0	193,2	231,4
en % del PBI	22,0	22,4	22,9	24,5	24,8
Resultado Primario Nacional	17,3	19,6	23,2	20,4	23,7
en % del PBI	3,9	3,7	3,5	2,6	2,5
Deuda Pública Nacional - a fin de periodo	191,3	129,2	136,7	144,5	150,0
en % del PBI	125,7	71,0	64,2	56,6	50,4
Resultado Primario Provincial	6,5	3,7	2,5	0,0	-3,0
en % del PBI	1,4	0,7	0,4	0,0	-0,3
<b>SECTOR EXTERNO - en MM u\$s</b>					
Saldo Balanza Comercial	12,1	11,5	12,1	10,9	9,6
en % del PBI	8,0	6,3	5,7	4,3	3,2
Exportaciones FOB	34,6	40,1	46,2	52,0	57,0
Importaciones CIF	22,4	28,6	34,2	41,2	47,4
Saldo Cta. Cte. del Bce. de Pagos	3,2	5,7	8,0	7,5	6,5
en % del PBI	2,1	3,1	3,1	3,0	2,2
Total de Deuda Externa (a dic.)	171,2	113,8	108,6	118,2	127,0
en % del PBI	112,5	62,5	51,0	46,3	42,6
<b>VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS - Stock a Fin de año en MM</b>					
Reservas Internacionales - u\$s	19,6	28,1	32,0	48,5	59,0
Tipo de Cambio (\$/U\$S) - Prom. Dic.	2,97	3,01	3,06	3,13	3,18
Depósitos en Pesos	103,2	122,6	152,7	195,0	234,0
Préstamos en Pesos	55,7	63,4	80,6	102,0	127,5
Oferta Monetaria (M2)	86,0	107,6	127,2	144,4	174,0
Tasa de interés (30 días) - Prom. Anual	2,7	3,9	6,7	7,7	8,4

\* Estimaciones Econométrica S.A.

Econométrica S.A

economic research and forecast