

Argentina en medio de un shock de inflación internacional

Por Fabián Amico

PROGRAMA DE SEGUIMIENTO DE LA COYUNTURA y TABLERO MACROECONOMICO (CEEPYD)
DOCUMENTO DE TRABAJO N° 2

Noviembre 2021

Universidad Nacional de Moreno

Argentina en medio de un shock de inflación internacional

Por Fabián Amico

PROGRAMA DE SEGUIMIENTO DE LA COYUNTURA y TABLERO MACROECONOMICO (CEEPYD)
DOCUMENTO DE TRABAJO N° 2

Universidad Nacional de Moreno, noviembre 2021

Introducción

En los últimos meses, la inflación volvió a ser (mala) noticia. Desde comienzos de gobierno (dic-19) se había observado una lenta desaceleración en la medición anual, que alcanzó su mínimo en nov-20 (35,8%). Pero luego comenzó una nueva fase de aceleración inflacionaria, alcanzando un nuevo pico en oct-21 (52,1%).

Por supuesto, estas tendencias intensificaron el debate sobre las causas y las posibles políticas para contener el proceso inflacionario. El debate tiene un interés adicional puesto que, recientemente, ante una inflación que no cede, el gobierno decidió implementar el congelamiento de precios de un conjunto de bienes (alrededor de 1500 productos) hasta comienzos de enero. Se trata de un grupo de bienes de consumo masivo, muy vinculado a la canasta de bienes salariales. Más allá de las virtudes o defectos de este tipo de medidas, hay un debate subyacente sobre cuáles son los motores principales del actual proceso inflacionario. Ese es el punto central del análisis que aquí se presenta.

Vale aclarar ante todo que existe una diferencia central en el actual proceso inflacionario respecto del vigente entre 2003-2015. Mientras en el ciclo kirchnerista, en general, la inflación era motorizada principalmente por los salarios nominales creciendo por encima de la productividad¹, en los últimos años las cosas cambiaron sustancialmente y ahora los salarios crecen por detrás de la inflación. Recién en los últimos meses se aprecia una tendencia a la recuperación que aún no parece estar consolidada.

El documento se organiza como sigue. La sección 1 realiza algunas observaciones sobre la visión monetarista de la inflación (tan popular en Argentina). Luego, en la sección 2 se discute la relación entre déficit fiscal y dolarización. La sección 3 realiza algunas consideraciones empíricas y teóricas sobre inercia inflacionaria y la sección 4 analiza los factores externos de la inflación en la actualidad. La sección 5 concluye con unas pocas observaciones finales e implicaciones de política.

¹ Entre 2003 y 2013 se observa una inflación creciente asociada con aumentos persistentes del salario real y una pronunciada reducción del desempleo, acompañada de una mejora distributiva de los trabajadores y una disminución de la pobreza. Este proceso tuvo una reversión parcial con la devaluación de 2014. Como muestran Trajtenberg et al (2015), buena parte de la inflación de esa etapa estuvo motorizada por la suba de los costos laborales, porque en la economía el salario no solo es la fuente de ingresos de los trabajadores, sino que también es un costo de producción. Así, la suba de los salarios nominales por encima del alza promedio de los precios producía inflación (por su impacto en los costos), pero esa inflación no podía erosionar completamente los aumentos de los salarios en términos reales.

1. Ilusión monetaria

Entre los analistas más ortodoxos, el diagnóstico es el mismo de siempre: el gobierno produce inflación emitiendo moneda para financiar el déficit fiscal. Este desequilibrio monetario y fiscal llevaría a mayor inflación y más presión de los dólares financieros. La recomendación es siempre la misma: el gobierno debería coordinar un programa fiscal y monetario (“solido” o “consistente”) que le permita al Banco Central recuperar reservas y, en paralelo, un programa de estabilización que logre coordinar expectativas.

Un problema que tiene este enfoque es que los elementos observables que podrían corroborar tal hipótesis están ausentes o son muy poco claros. En primer lugar, no existe ninguna relación sistemática entre la dinámica de los agregados monetarios y la tasa de inflación. El grado de correlación entre las variaciones de ambas variables es cercano a cero y algunas veces es negativo. De hecho, todos los agregados están creciendo en los últimos meses por debajo de la inflación.

Tampoco hay una relación sistemática observable entre el déficit fiscal y la inflación o el tipo de cambio nominal. Más aún, el nivel de déficit fiscal se movió en una dirección (un menor déficit) que debería estar asociada, según esa visión, con menos inflación y menor presión cambiaria (y claramente no es lo que se observa).

La relación entre dinero e inflación está lejos de ser clara. Utilizando una muestra de unos 160 países en un lapso de 30 años, De Grauwe y Polan (2005) hallaron una fuerte relación positiva entre la inflación de largo plazo y la tasa de crecimiento del dinero. Sin embargo, la relación no es proporcional. El fuerte vínculo entre la inflación y el crecimiento del dinero se debe casi en su totalidad a la presencia de países con alta (o hiper) inflación en la muestra. La relación entre la inflación y el crecimiento del dinero para los países de baja inflación (en promedio menos del 10% anual durante los últimos 30 años) es débil. Más importante aún, como señalan De Grauwe & Polan (2005, p. 257) con respecto a EE. UU. y otros países de baja inflación, “la inflación y el crecimiento de la producción parecen ser fenómenos impulsados de manera exógena, en su mayoría sin relación con la tasa de crecimiento de la masa monetaria”. Por lo demás, resulta especialmente difícil explicar este shock de inflación internacional (alimentos y energía entre otros) que afecta a todos los países, por medio de un exceso de “emisión monetaria”.

Ciertamente, en el largo plazo ninguna escuela o teoría niega el hecho de que la cantidad de dinero y el nivel de precios se mueven en la misma dirección. El punto principal aquí no es la exactitud de este resultado empírico, sino las relaciones de *causalidad*.

Existe una perspectiva que va creciendo en importancia, y que, si bien tiene una larga tradición heterodoxa, va cobrando también progresiva aceptación en economistas del *mainstream*. Esta perspectiva se basa en que el dinero en las sociedades modernas es un fenómeno endógeno (Kaldor, 1970, Goodhart, 1984, Lavoie, 2014). Este reconocimiento está en línea con el hecho de

que los bancos centrales utilizan las tasas de interés nominales como instrumento de política monetaria, mientras que los agregados monetarios juegan un papel puramente *pasivo*.²

Charles Goodhart, cuyo trabajo lo llevó al conocimiento de la práctica de la banca central, ha impulsado un enfoque realista del análisis de la oferta monetaria, denunciando con frecuencia la "mala educación" inherente al modelo base monetaria-multiplicador (Goodhart, 1984, p. 188). Este economista observó que "casi todos los que han trabajado en un [banco central] creen que esta opinión es totalmente errónea; en particular, ignora las implicaciones de varias de las características institucionales cruciales de un sistema bancario comercial moderno" (Goodhart, 1994, p.142).

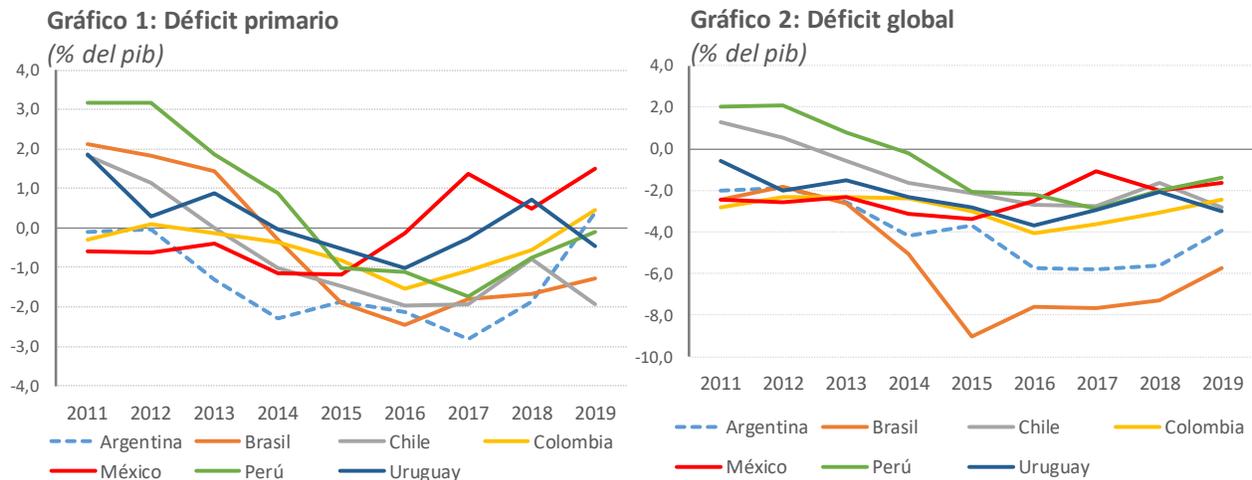
Una encuesta de Borio (1997) sobre los procedimientos operativos de los bancos centrales en los países industriales muestra que todos son esencialmente similares: los bancos centrales establecen una tasa de interés "oficial" a corto plazo que forma la base de la estructura de las tasas comerciales. A ese ritmo, el banco central suministra cualquier volumen de reservas requerido por sus bancos para satisfacer las demandas de sus clientes. Esto ya forma parte de un consenso creciente acerca de la forma en que se crea el dinero en tiempos actuales.³

2. Déficit fiscal, emisión monetaria y dolarización

El otro motor inflacionario en Argentina sería el déficit fiscal y su supuesta relación con la presión cambiaria. Para discutir el punto, observemos ahora un ejemplo real de las distintas trayectorias de endeudamiento de países similares (de América Latina) y su relación con otras variables de interés como los déficits fiscales. Se supone que la deuda pública es la contracara del déficit fiscal del gobierno. Si el gobierno tiene un déficit mayor, y no recurre a la financiación directa del banco central, debe requerir más endeudamiento o subir impuestos (o una combinación de estas alternativas). Cuando se observa la evolución de los déficits fiscales (tanto primario como global, gráficos 1 y 2) surge que el tamaño del déficit de Argentina no era significativamente distinto de los niveles exhibidos por los otros países de la región.

² De este modo, la teoría cuantitativa de la moneda se convierte en una *identidad* en vez de una teoría de la inflación.

³ Véase por ejemplo McLeay, Radia & Thomas. (2015), quienes ofrecen un instructivo texto operativo del Banco de Inglaterra.



Fuente: Cepal.

El gráfico 1 muestra el déficit fiscal *primario* de los países escogidos (es decir, el resultado de gastos del gobierno que exceden a sus ingresos, expresados como porcentaje del PIB). El gráfico 2 muestra el déficit *global* o *financiero* que contiene además el pago de intereses de deuda. En todos los países se observa la misma tendencia: los déficits tienden a aumentar desde 2011 en adelante debido a la desaceleración del nivel de actividad regional. Cuando el PIB crece menos o cae, forzosamente los impuestos que se recaudan sobre ese nivel de actividad tienden a disminuir. Como los gastos no caen automáticamente y muchos de esos gastos son rígidos a la baja (jubilaciones, salarios, etc.), el déficit fiscal aumenta endógenamente.

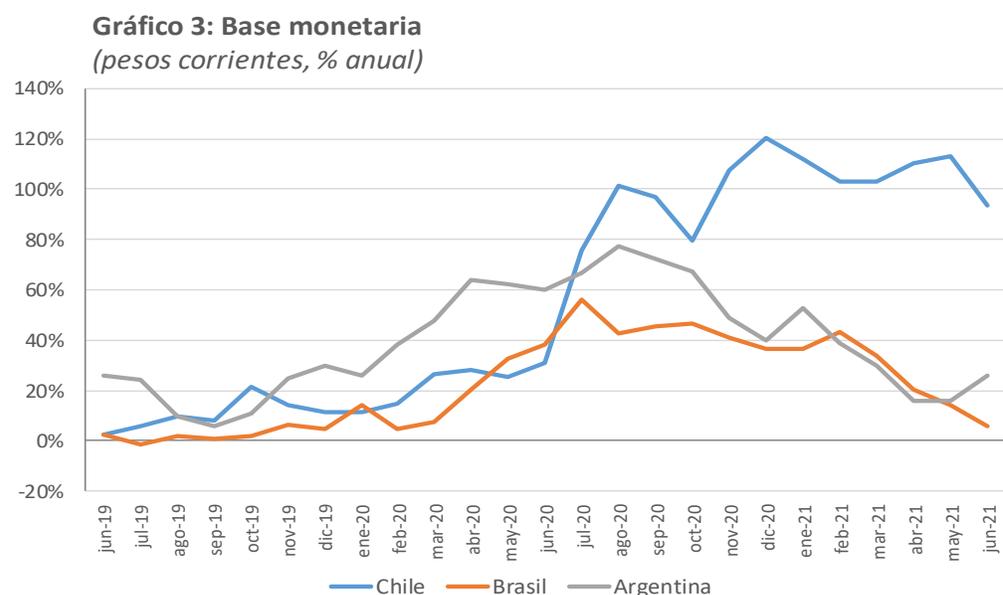
Nótese, sin embargo, que en el caso argentino el déficit fiscal primario (gráfico 1) acumulado entre 2016 y 2018 supera el resultado deficitario obtenido entre 2011 y 2015. Una de las razones es que bajo el gobierno de Macri hubo una disminución de los impuestos a las exportaciones ("retenciones") agropecuarias y mineras, así como una baja del impuesto las ganancias y sobre los bienes personales. Estas medidas beneficiaron a los grupos sociales más ricos de la sociedad y llevaron a una pérdida de recaudación en 2016 equivalente al 1,5% del PIB.⁴ La otra razón es que la economía tuvo en 2016 una caída del PIB de algo más de 2% en el año, produciendo una disminución de la recaudación tributaria (de IVA, ganancias, etc.). Es decir, parte del endeudamiento para cubrir el déficit sirvió para financiar la rebaja de impuestos a los grupos más ricos.

A partir de 2017 el déficit primario disminuye, pero ya en 2016 había comenzado a crecer el déficit financiero (que contiene el pago de intereses de la deuda, gráfico 2). Alguien podría decir que no hay nada extraordinario en eso. Por caso, Brasil presenta un déficit global mucho más alto que Argentina

⁴ <https://itegaweb.org/cual-es-el-deficit-fiscal/>

y no experimentó ninguna de las consecuencias que enfrentó Argentina entre 2018 y 2019. Colombia y Uruguay muestran niveles de déficit similares y ninguna tormenta cambiaria ni amenaza de default tuvo lugar en esos países.

¿Y qué ocurrió con la emisión monetaria? Pese a que en el caso brasileño existe una prohibición constitucional para que el Banco Central de Brasil (BCB) pueda comprar bonos públicos en el mercado primario (monetización del déficit), no obstante, la expansión monetaria fue tan (o más importante) que en Argentina. Lo mismo (incluso con más intensidad) ocurrió en Chile, pese a que el Banco Central (BCCH) tenía restricciones para comprar títulos del Tesoro en el mercado secundario, las cuales fueron flexibilizadas bajo la pandemia. En el caso argentino, la expansión monetaria, aunque importante, puede considerarse menor que en Brasil y Chile en términos reales.



La expansión de los déficits fiscales globales fue muy similar. Incluso en el caso argentino, el déficit global o financiero se mostró más contenido que en los casos de Chile y Brasil. En parte, esto es lo que diferencia a Argentina de los otros países: mientras en Brasil y Chile paquetes fiscales más grandes fueron financiados con *más deuda pública* (y luego los bancos centrales compraban los títulos excedentes en los mercados secundarios para sostener su tasa de interés objetivo), en Argentina tuvo una mayor incidencia el financiamiento directo del BCRA.

Debe aclararse en este punto que el supuesto dilema entre emisión o deuda es falso. Aun cuando el banco central no financie directamente al Tesoro (caso brasileño o chileno), si ante una expansión fiscal financiada con endeudamiento público, el BCB quiere sostener su meta de tasa de interés debe comprar (y para ello emitir base monetaria) los títulos públicos no deseados por el sector

privado en el mercado secundario. En el caso contrario, la tasa de interés tiende a subir por encima del objetivo del BC.

Si el mandato del BC (alcanzar una meta de tasa de política) se cumple, finalmente la tasa de interés será la tasa “objetivo” y la composición entre los bonos del gobierno y la base monetaria en la cartera consolidada del sector privado la elegirá este último y no el gobierno ni el Banco Central (será ampliamente endógena a la política de tasas). Si la regla cambia y el BC le presta directamente al gobierno, comprando bonos en el mercado primario, el resultado final sería básicamente el mismo.

En el caso argentino, sin embargo, el problema de cómo se realiza la política monetaria (con un gran peso de los títulos de corto plazo del BCRA, en vez de bonos del Tesoro) hace una gran diferencia en términos de los niveles de tasas de interés y la estructura de rendimientos de los activos financieros en pesos, lo que tiene fuertes implicaciones sobre la dinámica del mercado cambiario. Claramente, entre la emisión monetaria (mayormente endógena) y la dolarización no hay una relación necesaria. Algo falta en el análisis y básicamente se relaciona con los incentivos (rendimientos) que ofrecen los activos financieros domésticos medidos en dólares. Estos rendimientos *nominales* (la inflación no es un factor inductor de dolarización, sino más bien su *resultado*) versus la devaluación *esperada* (y el peso de la deuda pública *en moneda extranjera*) es la verdadera diferencia entre los países vecinos y Argentina.

3. Inercialistas somos todos

En el debate sobre la inflación argentina parece haber emergido un punto de consenso donde ya no habría “grieta” alguna: la inflación sería básicamente “inercia” y el principal problema sería disminuir esa inercia. Sin embargo, un “consenso” tan amplio es sintomático: “... cuando nos enfrentamos [a un acuerdo tan amplio] deberíamos sospechar que la única razón para la existencia de tal consenso es que cada grupo de economistas interpretan el contenido de la proposición de una manera diferente” (Serrano 1986, p.3). Adicionalmente, como *todo* proceso de inflación tiene *algún* grado de inercia (persistencia) la confusión tiene una cierta base empírica real.

Observando el asunto desde un lado empírico, sin embargo, si bien permite comprobar *algún* peso de la inflación pasada en la inflación corriente, toda la evidencia empírica disponible muestra que la persistencia inflacionaria es solo *parcial*. Por ejemplo, Trajtenberg et al (2015) muestran que para 11 países de América Latina la evidencia econométrica revela una inercia parcial (el coeficiente de traspaso de la inflación pasada a la corriente es claramente menor a la unidad), algo que también se verifica para el caso argentino. El mismo resultado obtuvieron Frenkel & Friedheim (2017), quienes muestran que el traslado de la inflación del período precedente (en un estudio econométrico de series mensuales) no es completa y que el coeficiente de inercia es menor a la unidad. De modo que tenemos que si la inflación corriente es determinada por la inflación pasada, en el siguiente modelo se debería cumplir que $\alpha = 1$:

$$P_t = \alpha P_{t-1}$$

Así, con $\alpha = 1$,

$$P_t = P_{t-1}$$

En este caso hipotético, la inflación del periodo presente (en ausencia de shocks) es simplemente la inflación pasada. Pero toda la evidencia revela que $\alpha < 1$, con lo cual si la inflación fuera pura “inercia”, es decir, exclusivamente determinada por la inflación pasada, basta con que un coeficiente de inercia apenas inferior a la unidad (por ejemplo, $\alpha = 0,95$) para que la inflación se *desacelere* todo el tiempo (lo que claramente no se observa).

Desde una perspectiva teórica, la inercia completa ($\alpha = 1$) es un rasgo principal de los modelos ortodoxos. Una condición habitual en los modelos macroeconómicos del nuevo consenso es que la suma de los efectos sobre la inflación corriente de la inflación pasada y esperada es igual a uno, y su implicación necesaria es que el efecto de un solo shock de demanda sería una aceleración permanente de la inflación⁵, algo que no tiene base empírica en la experiencia argentina reciente.⁶ Esta es la base de una curva de Phillips “aceleracionista”.

Esta condición de plena persistencia no es el resultado de la observación empírica o de la estimación de un modelo econométrico, sino un *supuesto teórico* impuesto con la justificación de que los agentes serían irracionales si no tuvieran plenamente en cuenta la inflación esperada. Pero este argumento es poco razonable, ya que confunde la capacidad cognitiva individual para prever la inflación con la muy diferente cuestión de si los agentes tienen el poder político o de mercado para incluir tales pronósticos en sus contratos (Summa & Serrano, 2017).

Por su lado, el modelo de inflación “inercial” fue muy popular en los años ochenta y sirvió de base de las políticas denominadas de “shock heterodoxo”. Si bien el enfoque inercialista muchas veces se confunde con los modelos de inflación por conflicto distributivo, existen diferencias importantes entre ambas visiones con implicancias de política claramente diversas (Ros, 1989).

En la visión inercialista, aun cuando el proceso inflacionario haya tenido origen en el conflicto distributivo, éste no tiene ningún rol en la *perpetuación* de la inflación. En ausencia de shocks, la inflación corriente reproduce (y es determinada por) la inflación pasada. Hay por ende un proceso de *adaptación* al conflicto que cierra la brecha entre el salario real promedio y el salario real “deseado”, y por lo tanto el conflicto original desaparece. En este contexto, en ausencia de nuevos shocks, la inflación es un proceso inherentemente *estable*.

En el enfoque de inflación por conflicto, en cambio, el conflicto distributivo está en el origen del proceso inflacionario al mismo tiempo que constituye un importante factor en la *perpetuación* de la

⁵ Para una crítica a su versión con expectativas inflacionarias, ver Setterfield & Leblond (2003), quienes cuestionan los supuestos de que los trabajadores pueden traducir automáticamente cualquier aumento en sus expectativas de inflación (o en su tasa objetivo de crecimiento de los salarios reales) en un aumento de la tasa de crecimiento de sus salarios nominales. Pero esto no es automático ya que depende de su poder relativo en la negociación salarial.

⁶ D’Amato & Garegnani (2009) estimaron una Curva de Phillips “híbrida” neo-keynesiana para el período 1993-2007 para el caso argentino, incorporando el efecto de la devaluación nominal y la inflación internacional, y encontraron que la importancia relativa de la inflación pasada es mayor que en el caso forward-looking y que la inercia es parcial.

inflación. El supuesto crucial que distingue este enfoque del inercialista es que el proceso de adaptación de las clases y grupos sociales a la inflación (y al conflicto) es *incompleto*, de modo tal que una “brecha de aspiración” siempre está presente en la inflación corriente. Así, el salario real “deseado” debe considerarse una variable exógena que no es influenciada necesariamente (y mucho menos determinada) por la evolución reciente del salario real promedio.

Esta adaptación incompleta de las clases y grupos sociales (o la no adaptación) a la inflación tiene implicancias importantes. La brecha entre el salario real “deseado” y el salario real medio juega un rol no solo en la explicación de los cambios en la tasa de inflación, sino también como un mecanismo que puede hacer “crónica” la inflación. Debido a esta adaptación incompleta, la “brecha de aspiración” no puede eliminarse y, llegado el caso, en ausencia de conflicto distributivo (con una “brecha de aspiración” cercana a cero), la inflación tendería forzosamente a desacelerarse. No es así en los modelos de inflación inercial, donde –en ausencia de nuevos shocks- la inflación permanece *constante* (Ros, 1989; Serrano, 2010).

Más concretamente, aun cuando no existan contratos formales de indexación, siempre la inflación pasada (la que corresponde al último ajuste del contrato y el presente) tiene un peso importante en la inflación corriente. Pero no hay razón para suponer que, para la economía en su conjunto, la indexación a la inflación pasada será completa.

Una hipótesis fundamental del enfoque de inflación inercial es que el *markup* real es fijo (y exógeno).⁷ A su vez, la hipótesis de que el crecimiento del salario nominal es igual a la tasa de inflación del período anterior, implica suponer que los trabajadores alcanzan el pico de renta real del periodo anterior pero no buscan (o no pueden) aumentar sus salarios reales medios. En otras palabras, tienen el poder de incorporar toda la inflación pasada en sus contratos salariales presentes, pero no pueden aumentar sus salarios reales promedio (solo mantenerlos).

En un modelo con centro en el conflicto distributivo e inercia parcial, debería considerarse que los *markups* nominales –en general- no ajustan plenamente ante cambios en los costos salariales.⁸ En tal contexto, un aumento en la tasa de crecimiento de los salarios nominales, aun cuando más tarde termine por aumentar la inflación, aumentará también –al menos parcialmente- el salario real medio y provocará una reducción del *markup* real (Serrano, 2010). Por otra parte, en este contexto una reducción en la tasa de crecimiento de los salarios nominales llevará a un aumento del *markup* real y reducirá los salarios reales medios.

Esta conclusión tiene una implicancia muy importante para la política de ingresos (muy diferente del enfoque inercialista), ya que resulta evidente que para los trabajadores sólo tiene sentido renunciar a los reajustes nominales de sus salarios si los *markups* nominales se redujeran *al mismo tiempo y en*

⁷ Nótese que este supuesto tiene la implicancia de que el crecimiento de los salarios nominales no puede alterar nunca la distribución del ingreso: el salario real será siempre *endógeno* sea cuál sea la tasa de reajuste nominal entre periodos.

⁸ Como escribió Sylos-Labini (1979), en el mundo real el repase de costos a precios es siempre “parcial y asimétrico”. En la misma línea, Rowthorn (1977) insistió en que los capitalistas intentaban “con éxito parcial” defender sus márgenes reales de ganancia.

el mismo monto; en caso contrario, los trabajadores sufrirían una pérdida de sus salarios reales. En el modelo inercialista, en cambio, debido a la hipótesis de *markup* real fijo, la reducción de la tasa de crecimiento del salario nominal solo afecta la inflación, pero no tiene consecuencias distributivas.

Como los trabajadores carecen de la posibilidad de afectar directamente los *markups* nominales de las empresas, es natural que exista una fuerte (y comprensible) resistencia de los asalariados a cualquier reducción en la *tasa de crecimiento* de sus salarios nominales. Por ende, no hay ninguna “irracionalidad” en esta conducta de los trabajadores. A su vez, este comportamiento es el que hace “crónica” la tasa de inflación y explica su dinámica “inercial”. En suma, la inercia misma es un función positiva del estado del conflicto.⁹

Esta “inercia” es en verdad el resultado de una puja por modificar la distribución (y/o resistir sus cambios) y no de la mera reproducción de algún conflicto distributivo o shock de oferta original. Así, mientras para los inercialistas, la inflación es un proceso estable que tiende *resolver* el conflicto original, para los modelos de inflación por conflicto dicho fenómeno está lejos de configurar un proceso estable, y su *intrínseca inestabilidad* encierra diversos riesgos (entre ellos, la caída de los salarios reales y sus efectos sobre la distribución y el crecimiento). Finalmente, cabe un interrogante. Si la inercia es la reproducción de ajustes nominales donde todas las variables crecen a una misma tasa, dejando sin cambios la distribución, ¿cómo se llega al resultado de que el salario real promedio sea hoy 18% menor al vigente a mediados de 2017?

4. Los factores externos de la inflación y la distribución

Para explicar tal resultado hay que abandonar la idea de inflación como fenómeno puramente “inercial” (lo que, como se explicó, no implica desconocer la existencia de inercia) y analizar el colapso cambiario del gobierno de Macri y los rasgos del proceso inflacionario de los últimos dos años en el contexto del conflicto por la distribución.

En ese marco, la política de control de precios pareció encontrar una justificación al asumir que la *inflación internacional* (precios de commodities de exportación e importación) no sería hoy una causa principal del proceso inflacionario. Más aún, como el impacto de la inflación internacional está mediado necesariamente por el tipo de cambio, se aduce que ese impacto tiene que haberse atenuando debido a la *apreciación* cambiaria. Como las tarifas están casi congeladas y los salarios nominales vienen corriendo desde atrás, eso parece avalar (por exclusión) el diagnóstico de que la inflación tiene que estar ocasionada por aumentos autónomos de los márgenes de ganancia (los “formadores de precios”). Se argumenta además que la misma presión de la inflación internacional

⁹ Trajtenberg et al (2015) muestran que países con más inflación (Argentina) tienen mayor nivel de inercia y también de conflicto distributivo. Lo mismo vale para la indexación. Como explicó hace años Roberto Frenkel, cuando la inflación es baja los contratos son relativamente largos y no hay indexación. Los precios futuros se hacen más inciertos cuando la tasa de inflación es mayor y consecuentemente, los riesgos de pérdida de un contrato nominal son mayores. Entonces la extensión de los contratos se acorta y se generaliza la indexación. Son mecanismos de adaptación a un ambiente inflacionario. La indexación y la propia inercia son una función positiva de la tasa de inflación (y no el revés).

(alimentos y energía fundamentalmente) no se refleja en subas similares de inflación en la mayoría de los países.

Intentaremos explicar cómo esa suba de márgenes nominales se relaciona con la misma presión de la inflación internacional (sumada al tipo de cambio) y que no representa una “decisión de precio” de grupos monopólicos. Como veremos, sea por cambios en los precios internacionales o por alteraciones en el tipo de cambio nominal, los precios internos de los bienes transables no pueden alejarse mucho de sus precios internacionales traducidos en pesos.

Antes que nada, es importante distinguir entre inflación *mundial* e inflación *internacional*. La inflación mundial se mide generalmente por algún promedio ponderado de la inflación interna, en moneda local, de diferentes países del mundo. Por otro lado, la inflación internacional viene dada por el aumento de los precios nominales en dólares de los bienes comercializados internacionalmente. Estos bienes en general se pueden distinguir en dos tipos básicos: commodities y productos industriales.

Las commodities consisten en materias primas agrícolas, minerales e industriales, alimentos y petróleo. Son productos homogéneos, generalmente se comercializan en mercados internacionales de precios flexibles y tienen precios internacionales determinados directamente en dólares. Los demás productos industriales que se comercializan internacionalmente son, en general, bienes más diferenciados y tienen precios en dólares determinados por costos, incluso en el corto plazo.¹⁰ Entonces, ¿la inflación internacional es en verdad un factor de segundo orden en la inflación argentina reciente?

Veamos esto más de cerca. Existe consenso acerca de que una devaluación rápida del peso tiene consecuencias inflacionarias, pero, ¿cuál es el mecanismo de transmisión que liga a la suba del tipo de cambio con el aumento de los precios? Tenemos al menos dos mecanismos importantes.

Por el lado de las importaciones, cuando las empresas demandan insumos y bienes de capital importados, un aumento del precio del dólar las encarece abruptamente cuando se traducen a pesos y produce una presión por el lado de los costos que se traslada a los precios. Obsérvese que si esos insumos son muy difundidos dentro de la estructura productiva tendrán un impacto mayor sobre los costos y la inflación.

Por el lado de las ventas externas, una devaluación aumenta el precio en pesos que recibe el exportador por el mismo precio en dólares vigente en el mercado internacional. Este aumento del precio en pesos que recibe el exportador tiende a trasladarse al precio interno por un efecto de “arrastre” (como refería Diamand). Es decir, sea por la “ley del precio único” o por el costo de oportunidad de exportar, el precio internacional del bien exportable multiplicado por el tipo de cambio tiende a determinar el precio doméstico. Si el precio doméstico fuera inferior al que reciben los exportadores, estos tendrían incentivos para comprar el bien en el mercado interno pagando por

¹⁰ La diferencia entre inflación mundial e inflación internacional depende, por tanto, de la evolución del tipo de cambio de cada país en relación con el dólar estadounidense y la dinámica de costos y precios de bienes y servicios no transables en cada país.

encima de su precio doméstico, y ese proceso solo se detendría hasta igualar el precio doméstico al internacional traducido por el tipo de cambios (lo mismo en el caso inverso).

Cuando pensamos en una devaluación, de inmediato se nos presenta una imagen: un salto (abrupto) del tipo de cambio en un momento del tiempo. Pero las cosas se hacen algo más complejas cuando observamos la devaluación como un *proceso*. En ese caso, no solo importa cuánto crece el tipo de cambio nominal, sino también qué ocurre con el precio en dólares de los importables y exportables. O sea:

$$P_X^* e = P_{DX}$$

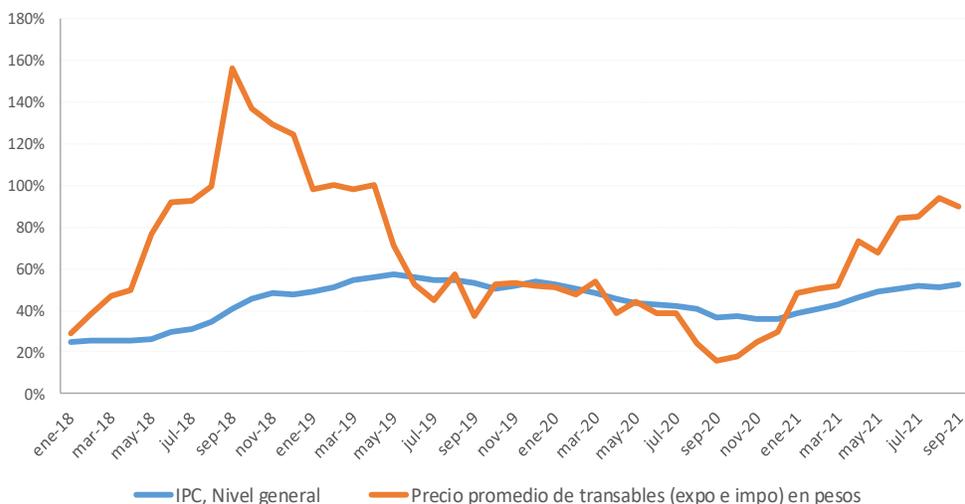
$$P_M^* e = P_{DM}$$

Donde P_X^* es el precio del bien exportable en dólares, e es el tipo de cambio nominal y P_{DX} es el precio del bien exportable traducido a pesos. Análogamente para P_M^* que es el precio del bien importable en dólares.¹¹ Podría ocurrir que hubiera un proceso de devaluación (aumento de e) y que su efecto inflacionario fuera parcial o totalmente compensado por una *disminución* de los precios en dólares de los bienes transables (o viceversa).

Por estas razones es interesante hacer una cuenta simple: calcular la evolución de los precios de nuestros transables en dólares multiplicados por el tipo de cambio nominal y ver su relación con la tasa de inflación. Es lo que aparece en el gráfico siguiente para el periodo 2018-2021.

Grafico 4

Indice de precios al consumidor y precio promedio de transables en pesos (% anual)



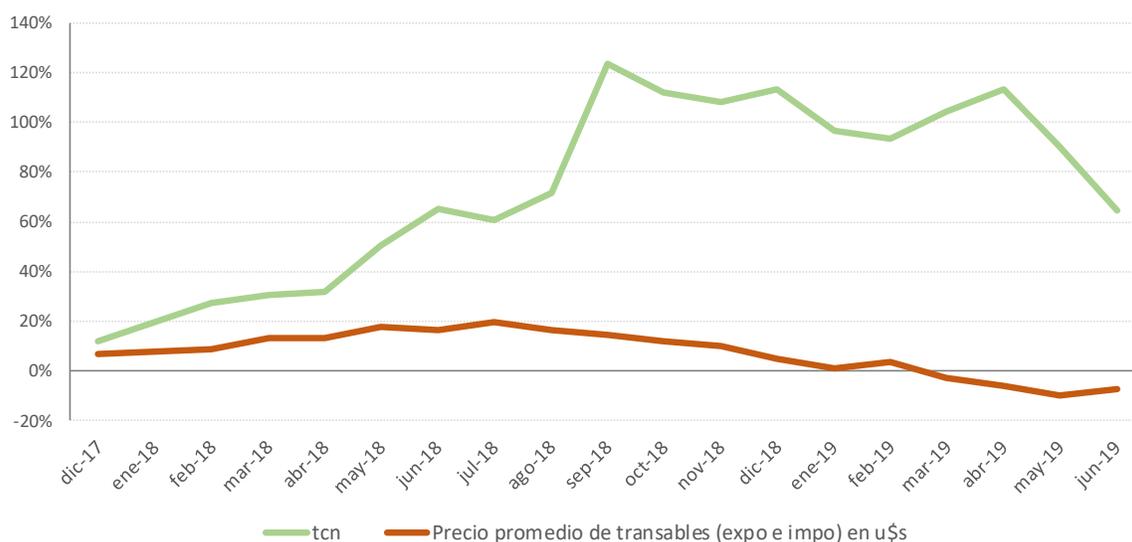
Fuente: Elaborado en base a Indec.

¹¹ Por supuesto, se trata de una formulación general que no excluye la posibilidad de intervenciones de política económica como subsidios a las importaciones y/o impuestos a las exportaciones.

Nota: el precio promedio de exportaciones incluye primarios y MOA. El precio promedio de importaciones incluye bienes intermedios y combustibles.

Obsérvese que el colapso cambiario que comenzó en marzo de 2018 llevó la inflación a un máximo interanual del 57% en mayo de 2019. El impacto de la inflación externa (medida por los transables en pesos, lo que incorpora al efecto del tipo de cambio) llegó a un máximo de 160% anual en septiembre de 2018. Por supuesto, cuando se descompone el precio de los transables en pesos (en sus dos componentes: precios en dólares y TCN) surge que ese shock estuvo impulsado básicamente por el aumento del tipo de cambio. Entre marzo de 2018 y marzo de 2019 el tipo de cambio nominal subió 122% mientras los precios internacionales promedio en dólares de los transables cayeron un 3% (Gráfico 5).

Gráfico 5: Precio de transables y tipo de cambio nominal, 2018-2019
(% anual)



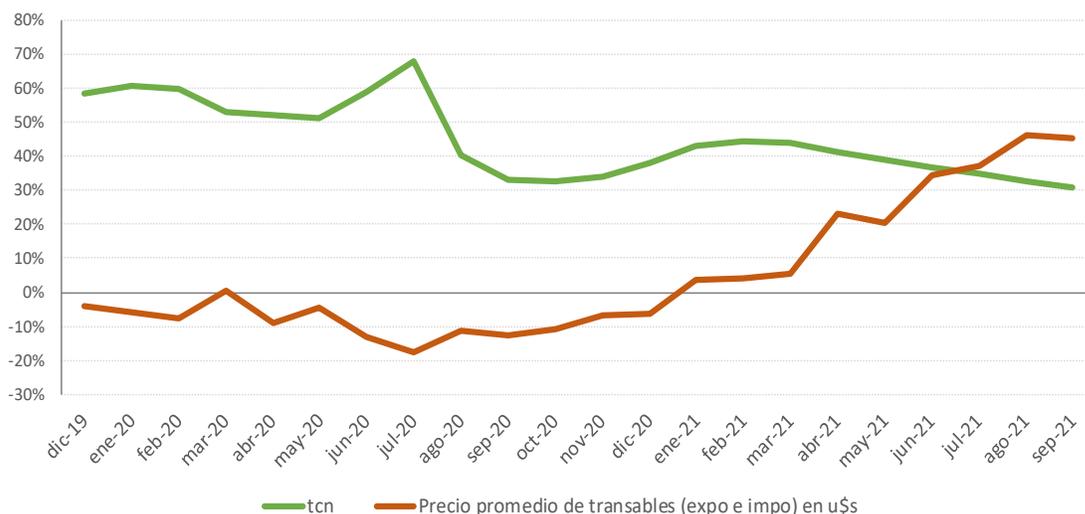
Fuente: Elaborado en base a Indec y BCRA.

Durante 2020 la idea del gobierno de conservar un tipo de cambio real “competitivo” derivó en un ajuste cambiario promedio del orden del 3 al 4% mensual. Es decir, el sostenimiento de un tipo de cambio real “competitivo” fue una de las razones de que la inflación no cayera más rápido.

Desde mediados de este año la economía argentina está sufriendo un shock de inflación externa, esta vez motorizada especialmente por los precios en dólares de los transables, mientras el tipo de cambio nominal aumenta a un ritmo menor (gráfico 6). Nótese que no hay ninguna apreciación *nominal* del tipo de cambio: entre dic-20 y sept-21 el precio promedio en dólares de nuestros transables aumentó 33% mientras el tipo de cambio nominal se incrementó un 19%, amplificando el shock externo (más que compensarlo).

Si se compara en términos anuales (sept-21/sept-20) el impacto de la inflación externa asciende aproximadamente al 76%, mientras entre mar-19/mar-18 fue de algo más del 100%. Por esta razón, el actual proceso inflacionario se parece bastante al resultado de un proceso de devaluación.

Gráfico 6: Precio de transables y tipo de cambio nominal, 2020-2021
(% anual)



Fuente: Elaborado en base a Indec y BCRA.

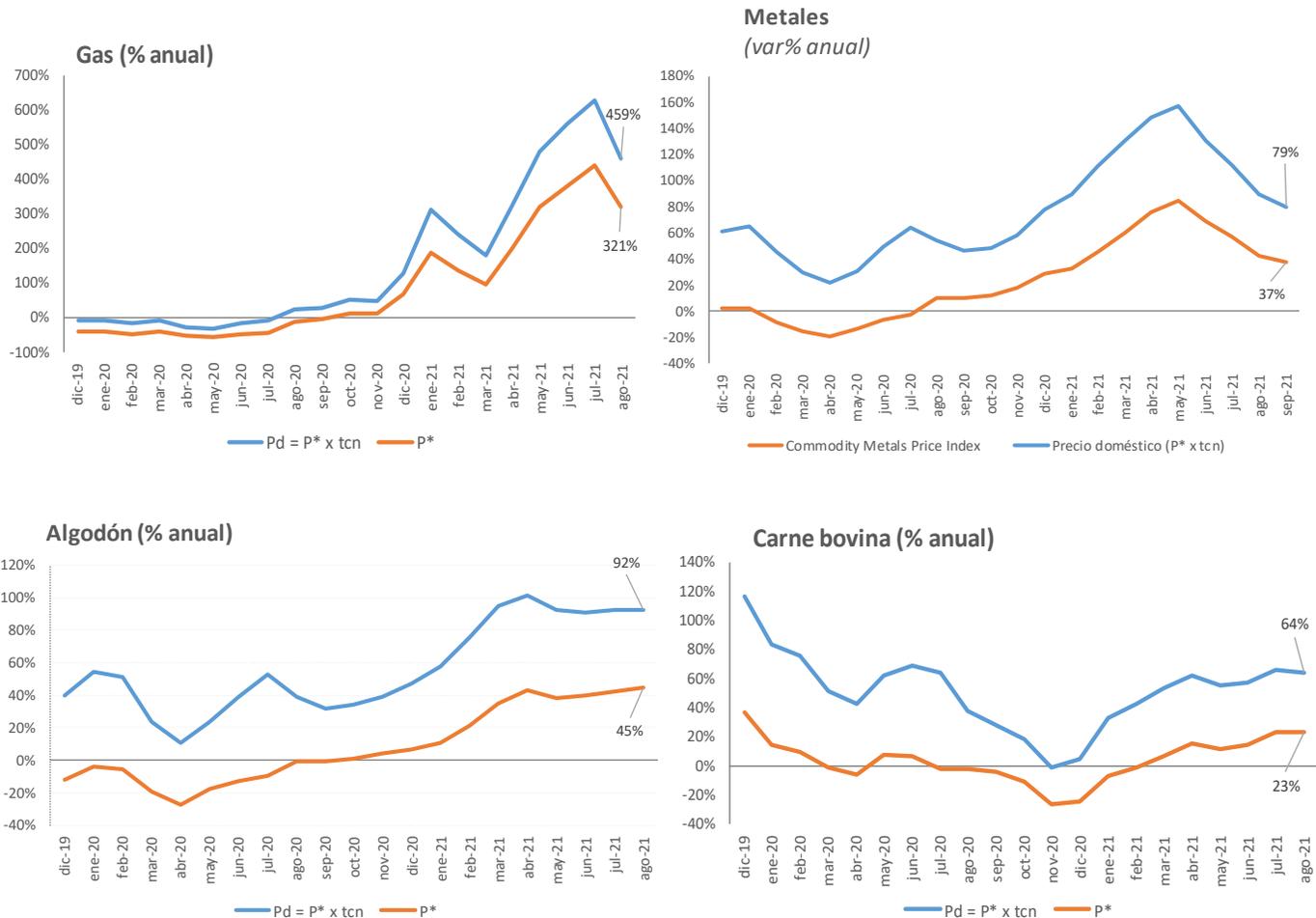
4.1. Algunos ejemplos relevantes

Como ejemplo de estos impactos de los precios internacionales (amplificados por el tipo de cambio nominal), tomamos el gas natural (que importa actualmente el país), un índice de precios internacionales de metales (que incorpora aluminio, acero y mineral de hierro), algodón (insumo en la industria textil), los típicos bienes salarios (carne bovina, cerdo, pollo) o los insumos para producir alimentos (maíz y trigo).

En los gráficos aparecen dos variables. El precio internacional de esos bienes en dólares según datos del FMI y el mismo precio traducido por el tipo de cambio nominal en cada momento del tiempo. En todos los casos, la línea que va por debajo es el precio internacional en dólares, lo que implica que no hubo ninguna compensación por el lado del tipo de cambio (sino una amplificación).

El impacto total (precio en dólares por tipo de cambio) es particularmente notable en el gas (+459% interanual en ago-21) y metales (+80%). Algo similar ocurre en el algodón (+92%) y en carne bovina (+64%), aunque en este último caso puede ser discutible si los productos son homogéneos.

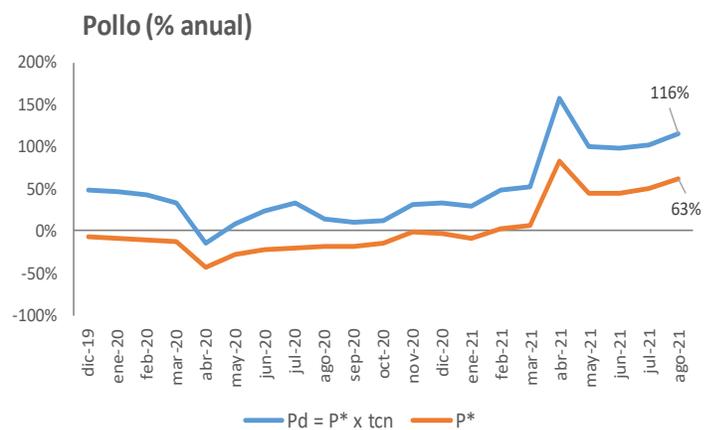
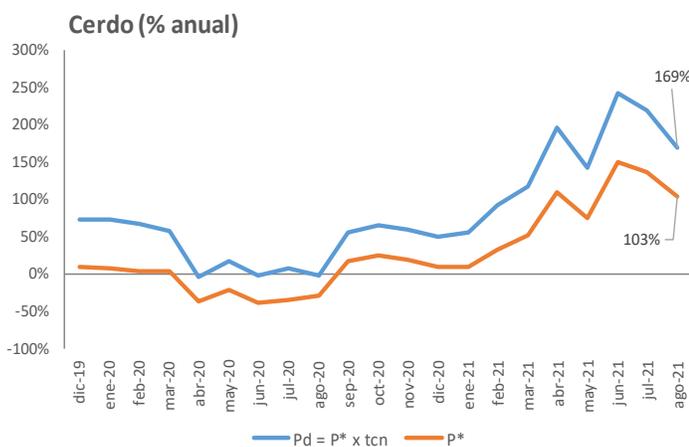
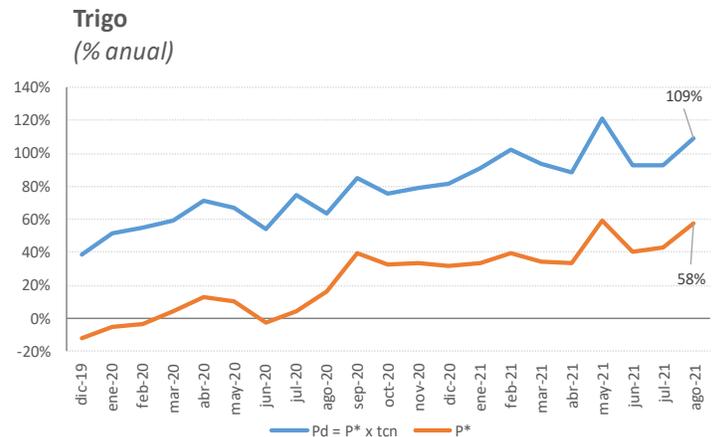
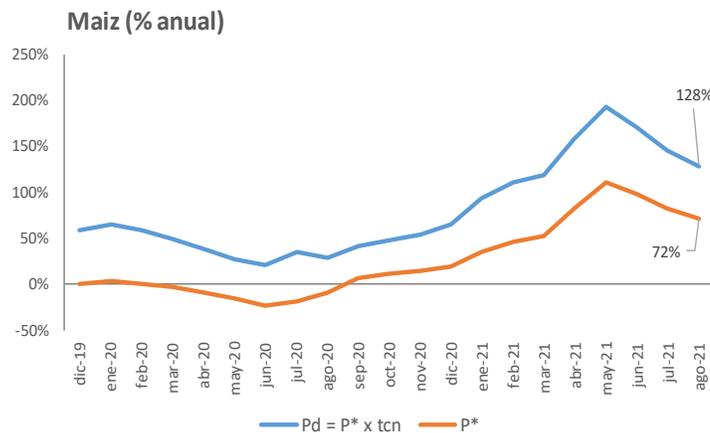
La *diferencia* entre la línea azul y la línea naranja es el impacto *añadido* por el tipo de cambio nominal a la inflación internacional.



Fuente: Elaborado en base a FMI, Indec y BCRA.

En el caso de los bienes que son insumos para producir alimentos, el impacto es también muy importante, con el ejemplo del maíz (+128% anual) y trigo (109%). Cifras similares emergen en el caso de cerdo (+169% anual) y pollo (+116%).

Obsérvese que, sea cual fuera la ponderación (directa e indirecta) de estos bienes sobre la inflación doméstica, sus precios traducidos en pesos crecen sustancialmente por encima de la inflación interna.



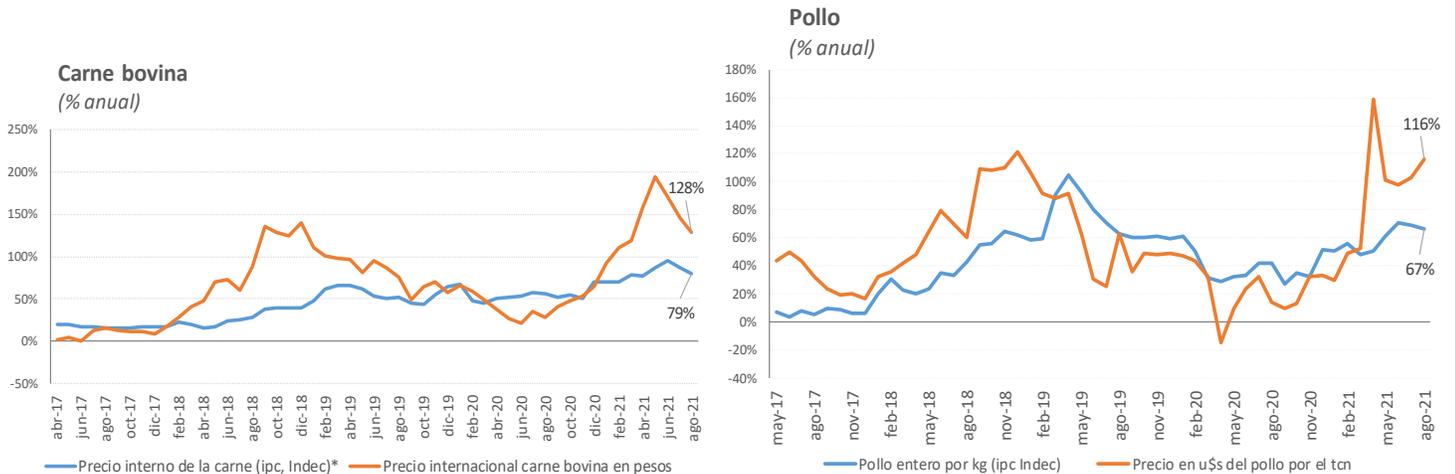
Fuente: Elaborado en base a FMI, Indec y BCRA.

Asimismo, no puede ponerse en duda el impacto (directo e indirecto) del precio de estos bienes en tanto son bienes básicos, es decir, son bienes que entran directa o indirectamente en la producción de todos los bienes, incluyendo por supuesto en esta categoría los alimentos (“bienes salario”).

4.2. Una comprobación adicional

Los ejemplos anteriores pueden parecer “demasiado teóricos”. Estamos deduciendo como “precio doméstico” al producto del precio internacional por el tipo de cambio. Así, para completar el análisis podrían compararse algunos de estos “precios teóricos” con algunos precios efectivos que releva el Indec. El grado de ajuste de este ejercicio está condicionado por supuesto por la calidad (homogeneidad) de la información que estamos comparando. Pero vale la pena, aunque más no sea a título ilustrativo.

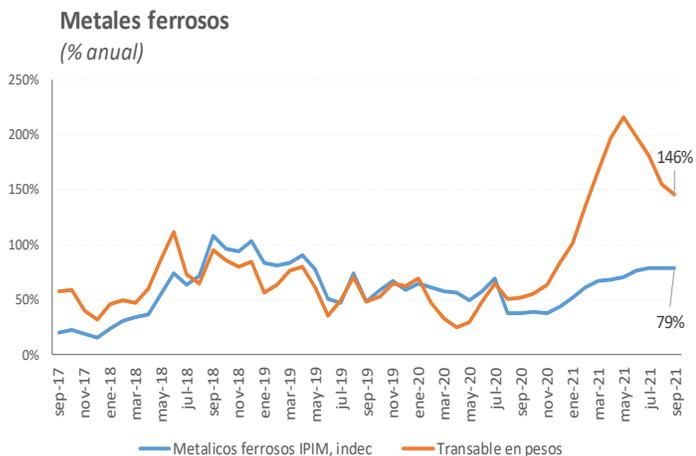
El ejercicio consiste en tomar nuestro precio “teórico” (es decir, el precio internacional multiplicado por el tipo de cambio) y compararlo con algún índice análogo del precio doméstico.



* El precio interno de la carne bovina es el promedio simple de 5 cortes que releva el Indec (asado, carne picada común, paleta, cuadril y nalga).

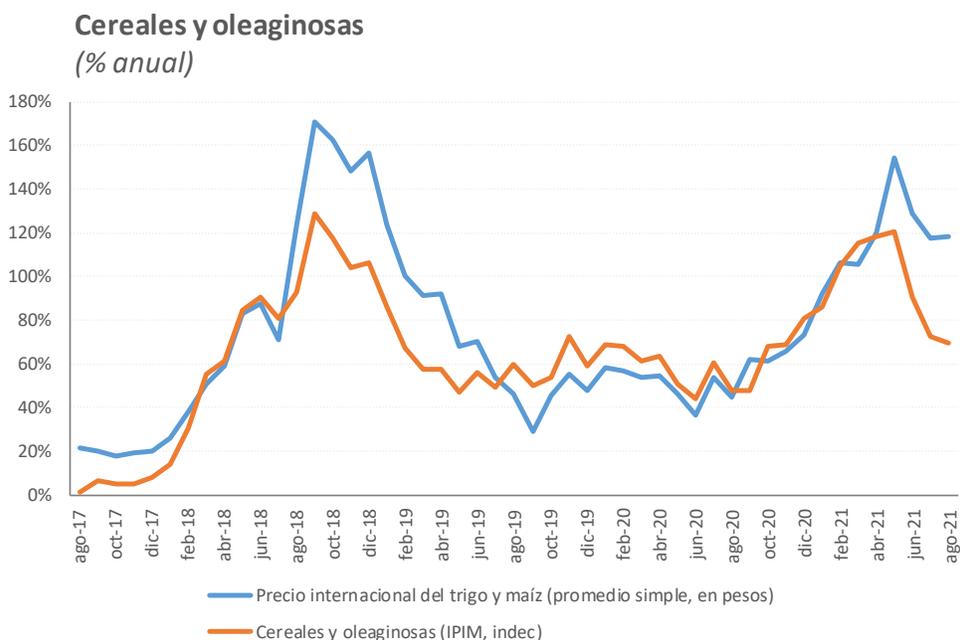
En el caso de la carne bovina (ver gráfico previo), pese a que es evidente en el sector hay cuestiones específicas (internas) que inciden en el precio, el ajuste es muy cercano (el coeficiente de correlación entre las variaciones es de 0,69). Algo parecido ocurre con el precio interno del pollo, con un ajuste similar.

Un ajuste muy parecido se presenta en el caso de insumos industriales de uso difundido, los minerales ferrosos (básicamente hierro y acero) y el algodón. El caso de minerales ferrosos es interesante porque es usualmente señalado como caso paradigmático de formación monopólica de precios. Sin embargo, obsérvese que sea cuál sea el poder de mercado que detentan las empresas el sector, el ajuste entre los precios internacionales y los domésticos ocurre en las dos direcciones (hacia arriba y hacia abajo), lo que revela que dicho poder de mercado no es la causa de tales oscilaciones. Algo similar se observa en el caso del algodón, un insumo de uso muy difundido en la industria textil, entre otras (ver gráficos abajo).



Fuente: Elaborado en base a FMI, Indec y BCRA.

Finalmente tenemos el ejemplo del precio de cereales y oleaginosas que registra el Indec comparados con el precio promedio del trigo y el maíz en pesos. En este caso, el ajuste es casi perfecto (el coeficiente de correlación es 0,9).



Fuente: Elaborado en base a FMI, Indec y BCRA.

5. Epílogo

La economía argentina está sufriendo un fuerte shock externo sobre la inflación. No es extraño si se considera que la inflación internacional de alimentos y energía ha devenido un problema para todos los países, tanto desarrollados como en desarrollo.

Si se compara en términos anuales (sept-21/sept-20) el impacto de la inflación externa asciende aproximadamente al 76%, mientras entre mar-19/mar-18 fue de algo más del 100%. Esto muestra que el impacto inflacionario actual es similar a una devaluación.

Por supuesto, existen diferencias importantes entre una devaluación nominal y una suba de los precios internacionales. La suba de los precios internacionales genera inflación sin adicionar mayores interrupciones cambiarias. Cuando el impacto proviene de una devaluación (o un proceso de devaluación) la tendencia del tipo de cambio nominal se hace más inestable aún, porque la devaluación engendra expectativas de mayor devaluación y se retroalimenta con las tendencias previas.

Debe agregarse otro factor en el análisis. Estos shocks externos tienen efectos inmediatos y otros más lentos. A los efectos inmediatos deben agregarse los factores de inercia típicos de toda estructura de insumo-producto. Un aumento de precio de un insumo para una empresa supone un aumento de sus costos. Esta firma traslada al menos parte de ese aumento a los precios en proporción a los costos. Luego, eso supone un aumento de precios para otros agentes que usan este bien como insumo, y así sucesivamente.

Dada la estructura de las cadenas productivas, es lógico suponer que los incrementos en los precios de las materias primas se transmitan como un incremento de costos para los sectores productores de bienes intermedios y luego para los bienes finales.

Por eso, la aceleración de la inflación internacional se manifiesta inicialmente como una suba de los precios del productor y mayorista, y más lentamente se refleja en los precios minoristas. Otra vez, nótese que esto no tiene relación con el poder de mercado, porque de hecho las estructuras de comercialización de bienes finales están tan o más concentradas que la de los bienes intermedios. En otras palabras, parte de la inercia inflacionaria existente se explica por la característica de una economía que puede describirse mediante un modelo input-output y por ende un shock externo inicial puede tener una persistencia relativamente importante.

Finalmente mencionemos dos implicaciones importantes del análisis precedente. Primero, tiene una implicación distributiva evidente: al ser análogo al shock producido por una devaluación, genera una transferencia de ingresos desde los asalariados hacia los empresarios en su conjunto. Adviértase que nos referimos al *conjunto* de los empresarios, y no solo a los que produce bienes transables. Esto se debe a la sencilla razón de que, si la rentabilidad de los bienes comercializables es persistentemente más alta que en el resto de la economía, es solo cuestión de tiempo para que esos sectores atraigan capitales de otras ramas (no transables) y que este proceso lleve a un aumento de la rentabilidad general o promedio en toda la economía en detrimento de los salarios.

La segunda implicación es política y se relaciona con el control de precios. Como el congelamiento abarca una parte pequeña de los bienes que produce la economía, es lógico suponer que dicha canasta sufrirá presiones de costos provenientes de las ramas “no controladas”, presiones muy vinculadas a los factores externos antes mencionados. Por tanto, para aumentar las chances de éxito del programa sería necesario considerar medidas adicionales que contribuyan a morigerar el impacto internacional sobre la inflación, particularmente recurriendo al uso selectivo de impuestos a las exportaciones y de subsidios a las importaciones, al tiempo que se mantiene la estabilidad cambiaria nominal.

Referencias:

- D’Amato, L. & Garegnani, M.L. (2009). “Studying the Short-Run Dynamics of Inflation: Estimating a Hybrid New-Keynesian Phillips Curve for Argentina (1993-2007)”, BCRA, Working Paper 2009.
- De Grauwe, P., Polan, M. 2005. Is Inflation Always and Everywhere a Monetary Phenomenon? *Scandinavian Journal of Economics* 107(2), 239-259
- Frenkel, R. & Friedheim, D. (2017): Inflation in Argentina during the 2000s, *Journal of Post Keynesian Economics*, Volume 40, 2017 - Issue 1.
- Goodhart, C.A.E. 1984. *Monetary Theory and Policy: The U.K. Experience*, London: Macmillan.
- Kaldor, N. 1970. The new monetarism. *Lloyds Bank Review*, July, 1–17.
- Lavoie, M. 2014. *New foundations of post-Keynesian economics*, Edward Elgar.
- McLeay, M., Radia, A. & Thomas, R. (2015). La creación de dinero en la economía moderna, *Revista de Economía Institucional*, vol. 17, núm. 33, julio-diciembre, 2015, pp. 355-383.
- Ros, J. (1989). “On inertia, social conflict, and the structuralist analysis of inflation”. WIDER, Working Paper 128, 1989.
- Rowthorn, R. Conflict, inflation and money. *Journal of Economics*, Cambridge, n.3, set. 1977.
- Serrano, F. (1986). “Inflação inercial e indexação neutra.” In *Inflação Inercial, Teorias Sobre Inflação e o Plano Cruzado*, edited by J. M. Rego. São Paulo: Paz e Terra, 1986.
- Serrano, F. (2010a). "Juros, câmbio e o sistema de metas de inflação no Brasil", *Revista de Economia Política*, vol. 30, nº 1 (117), pp. 63-72, janeiro-março/2010.
- Serrano, F. (2010b). "O conflito distributivo e a teoria da inflação inercial", *R. Econ. contemp.*, Rio de Janeiro, v. 14, n. 2, p. 395-421, maio/ago. 2010.
- Serrano, F. (2019). Mind the gaps: the conflict augmented phillips curve and the sraffian supermultiplier, Discussion Paper 011 | 2019, IE-UFRJ, Rio de Janeiro.

Setterfield, M. & Leblond, K. (2003) The phillips curve and US macroeconomic performance during the 1990s, *International Review of Applied Economics*, 17:4, 361-376.

Setterfield, M. & Lovejoy, T. (2006). "Aspirations, bargaining power and macroeconomic performance", *Journal of Post Keynesian Economics*, 29: 117–148.

Summa, R. & Serrano, F. (2017). Distribution and Conflict Inflation in Brazil under Inflation Targeting, 1999–2014, *Review of Radical Political Economics*, 1–21, Union for Radical Political Economics.

Summa, R. (2012). "An alternative model to the open-economy "new consensus", First Young Researchers' Workshop of Theoretical and Applied Studies in Classical Political Economy, Setiembre de 2012, Roma.

Sylos-Labini, P. (1979). Prices and Income Distribution in Manufacturing Industry, *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 2, No. 1 (Autumn, 1979), pp. 3-25.

Trajtenberg, Valdecantos & Vega (2015). Los determinantes de la inflación en América Latina un estudio empírico del período 1990-2013, incluido en *Estructura productiva y política macroeconómica. Enfoques heterodoxos desde América Latina*, Alicia Bárcena, Antonio Prado y Martín Abeles (Editores), Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), Santiago de Chile, diciembre de 2015.