

## Devaluación y Dinámica Inflacionaria en Argentina

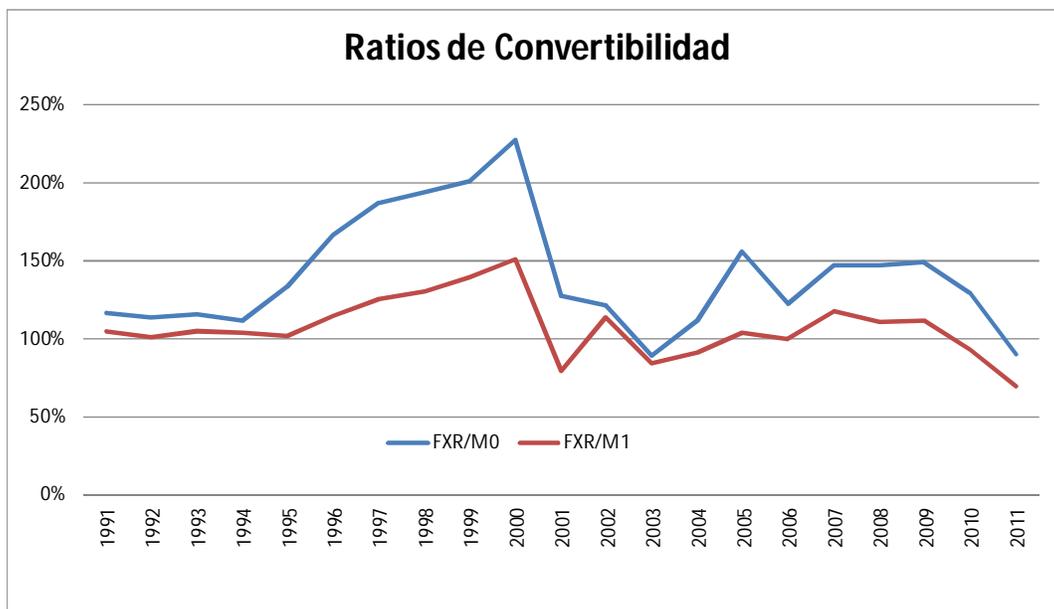
Por Domingo Cavallo y Guido Salvaneschi, 13 de mayo de 2012

¿Cuándo sufrirá Argentina la próxima gran devaluación? ¿Qué tan lejos está Argentina de una explosión inflacionaria? ¿La inflación evolucionará en hiperinflación?

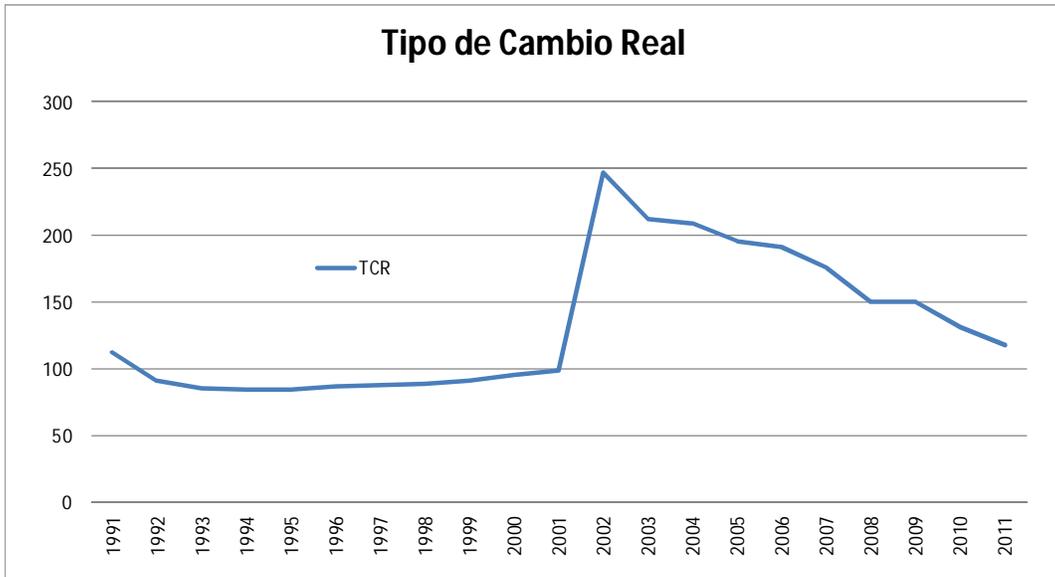
Los economistas a los que se les hacen estas preguntas normalmente basan sus respuestas en cuatro indicadores: los llamados "Ratios de Convertibilidad", el "Tipo de Cambio Real", el "Balance de Pagos" y el "Balance Fiscal".

### Los cuatro indicadores desde la promulgación de la convertibilidad monetaria en 1991

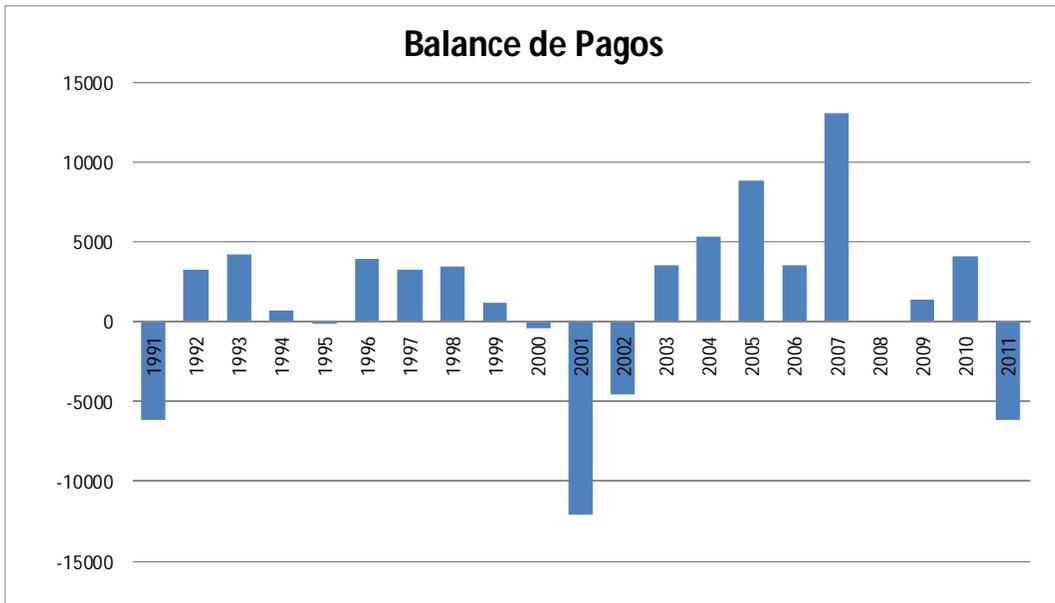
Los "Ratios de Convertibilidad" se volvieron populares luego de la sanción de la Ley de Convertibilidad. En 1991 esta ley estableció una relación entre las Reservas en poder del Banco Central y la Base Monetaria (M0). Cuando los ratios de convertibilidad baja mucho podrían estar indicando mayor probabilidad de ocurrencia de una gran devaluación. Observe en el gráfico los ratios de convertibilidad en los últimos 20 años:



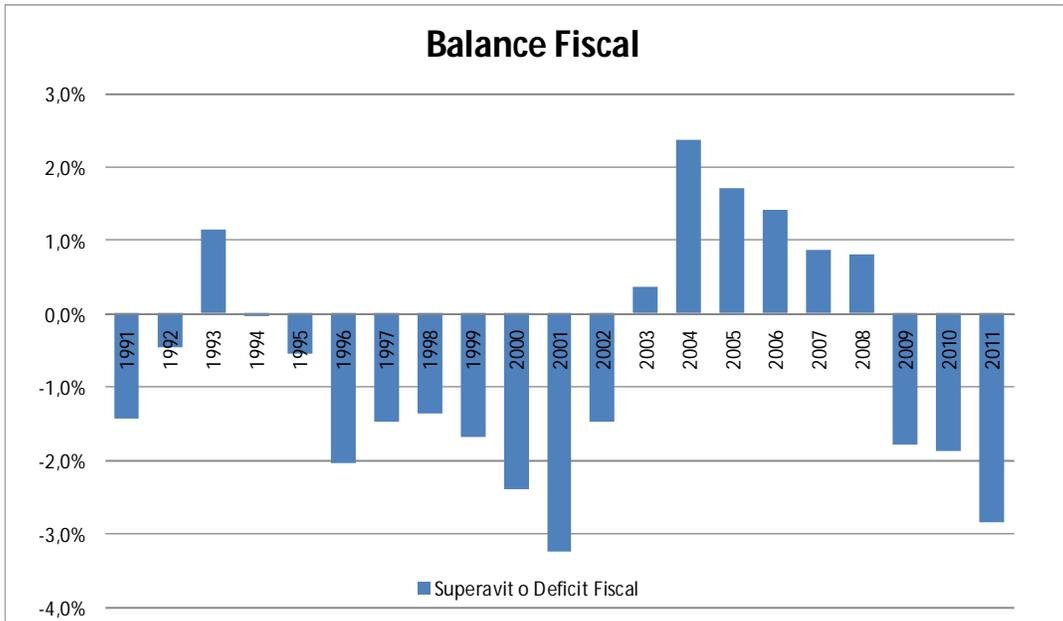
El "Tipo de Cambio Real" se computa multiplicando al Tipo de Cambio Nominal (Pesos por Dólar estadounidense) por un índice de precios internacionales y dividiéndolo por un índice de precios domésticos. Cuando el TCR alcanza un nivel lo suficientemente bajo podría indicar que existe un problema de falta de competitividad y, por consiguiente, alta probabilidad de una fuerte devaluación. Observe a continuación el comportamiento del TCR durante los últimos 20 años:



El "Balance de Pagos" refleja el Cambio en las Reservas en poder del BCRA. Un Balance de Pagos muy negativo señala la existencia de fuga de capitales y podría preanunciar un mayor riesgo devaluatorio. Observe ahora el Balance de Pagos durante los últimos 20 años:



El cuarto indicador se refiere al "Balance Fiscal". Valores positivos indican superávit fiscal y los negativos son déficit fiscal.



Al comparar este grupo de cuatro indicadores con la Tasa Anual de Devaluación (incremento porcentual en el valor del dólar en pesos) durante las últimas dos décadas, los economistas se ven tentados a predecir una fuerte devaluación en un futuro cercano. Observe la tasa anual de devaluación durante los últimos 20 años:

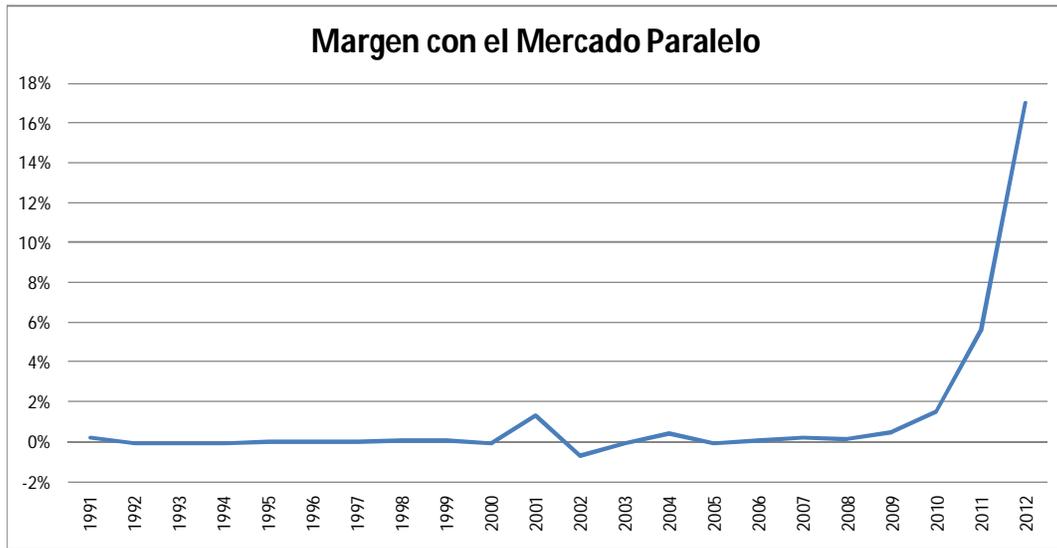


La gran devaluación del 2002 sucedió cuando los Ratios de Convertibilidad alcanzaron un nivel muy bajo, no muy lejano al valor que tienen en la actualidad, mientras que el Tipo de Cambio Real estaba casi tan bajo como está hoy en día y luego de un déficit de Balanza de Pagos sólo

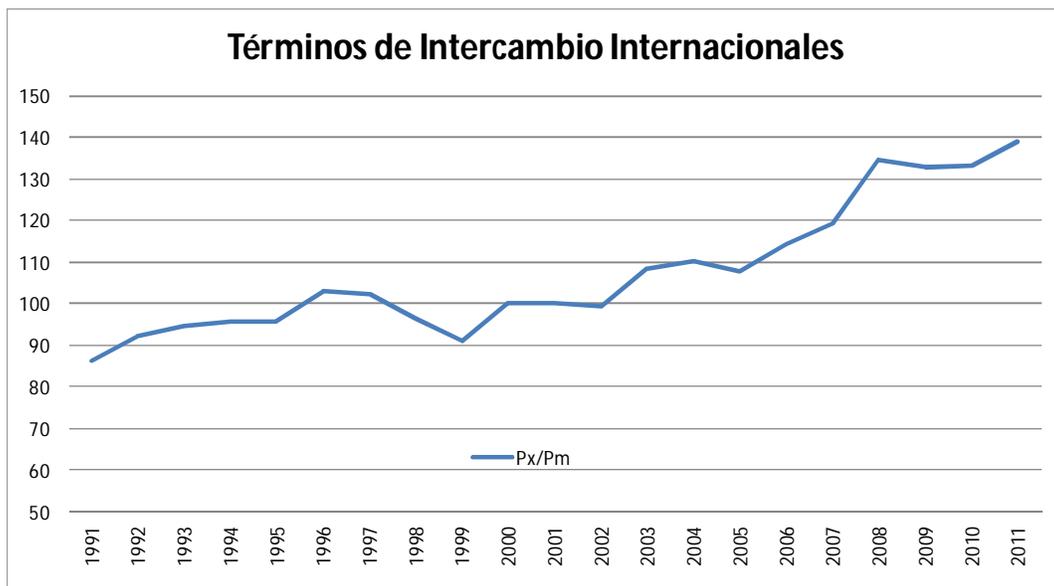
levemente superior al del 2011. ¡Pero no salte a la conclusión de que una gran devaluación está a punto de suceder!

### Existen varias diferencias entre el contexto de 2001 y el de 2011.

Una diferencia crucial es que durante el período 1991-2001 hubo libre movilidad de capitales. Hasta 2002, y particularmente durante el último año, los controles de cambio han evitado (o por lo menos disminuido) los movimientos de capitales. Esto se ve claramente en el gráfico que muestra el margen con el Mercado Paralelo, que es la diferencia porcentual entre el tipo de cambio del mercado paralelo (llamado "blue") y el del mercado oficial. Observe el siguiente gráfico:



La segunda y crucial diferencia se relaciona con los Términos del Intercambio Internacionales (el precio de las exportaciones dividido por el precio de importaciones). Vea su evolución en los últimos 20 años:



La existencia de controles de cambio (reflejados en Margen con el Mercado Paralelo) y unos muy favorables términos del intercambio (en comparación con aquellos del período 1991-2001) hacen que sea menos probable que suceda una fuerte devaluación en el mercado oficial de cambios. Contemplemos ahora preguntas aún más precisas que las planteadas al inicio de esta nota:

¿Qué tan grande puede volverse el Margen con el Mercado Paralelo antes de que el gobierno se vea obligado a dejar fluctuar el tipo de cambio oficial para que se equipare con el tipo de cambio del mercado paralelo?

¿Podría un repentino deterioro de los términos del intercambio forzar una devaluación anticipada del tipo de cambio oficial?

En cualquier caso, ¿qué pasaría con la inflación antes y después de esa gran devaluación?

¿Hay un alto riesgo de hiperinflación?

Para responder a estas preguntas es necesario mirar la experiencia histórica del período 1970 a 1990, cuando existía un estricto control de cambios, los términos del intercambio sufrían grandes cambios pero no siempre en la misma dirección y fuertes devaluaciones provocaban significativos efectos inflacionarios. Hacia el final del período, Argentina sufría una hiperinflación.

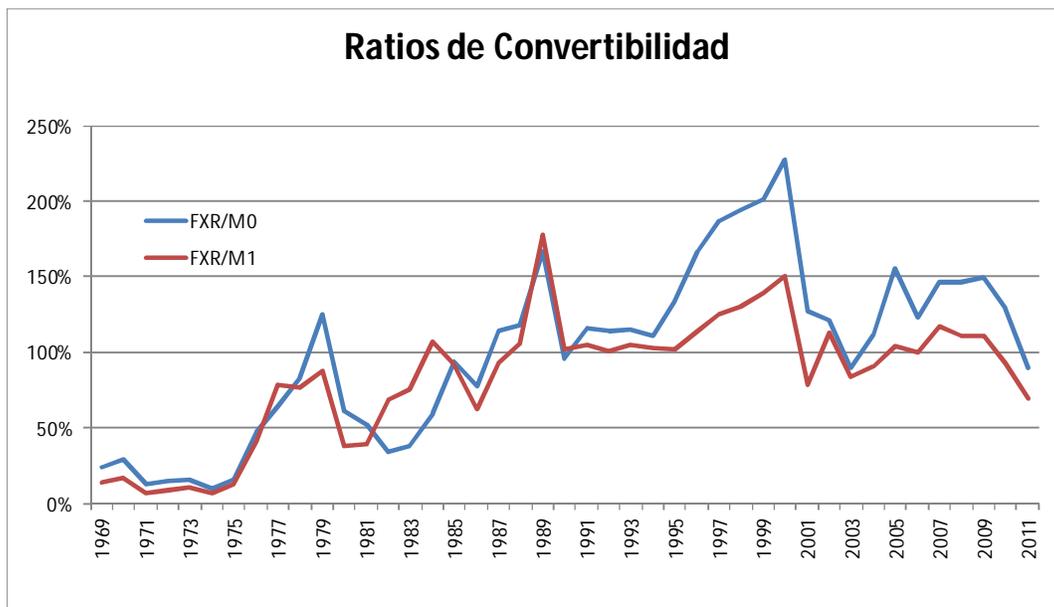
### **Devaluación e inflación desde una perspectiva histórica más larga: 1970 al presente**

Mirando la evolución de la tasa anual de devaluación a lo largo del período en cuestión, es posible identificar los grandes episodios devaluatorios que pueden ayudar a evaluar el riesgo de devaluación y de hiperinflación en 2012 y a futuro.



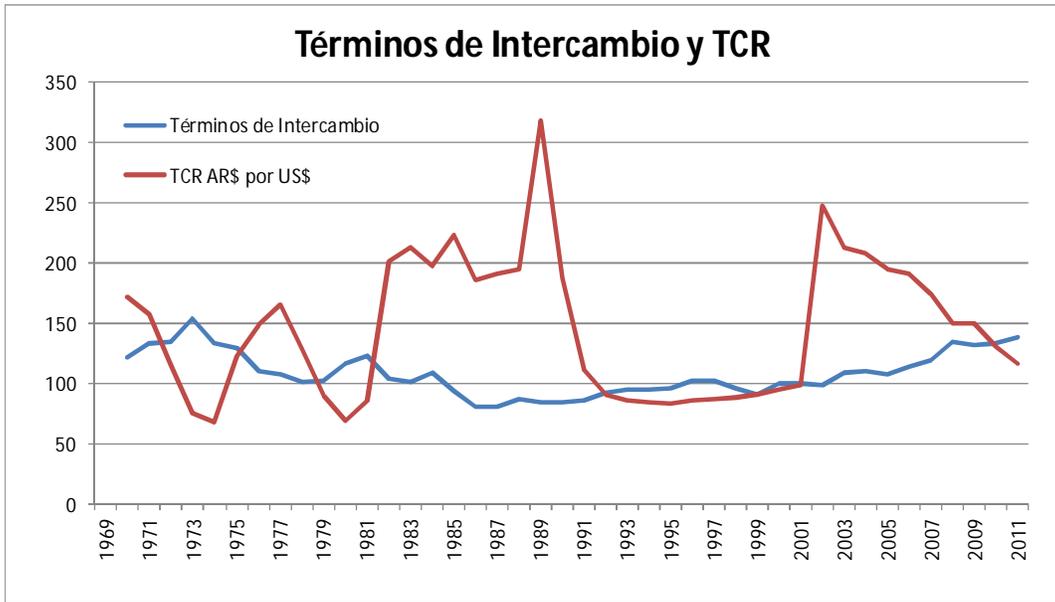
Tres grandes episodios devaluatorios anteriores a la reforma monetaria de 1991 pueden identificarse en el gráfico: 1975-1976 (el llamado “Rodrigazo”), 1982-1984 (el colapso monetario “Post Guerra de Malvinas”) y 1989-1990 (la “Hiperinflación”).

En los períodos que precedieron a estos tres grandes episodios, los Ratios de Convertibilidad fueron mucho menores que los niveles más bajos registrados durante las últimas dos décadas. Observe la evolución de los ratios de convertibilidad para el período extendido:

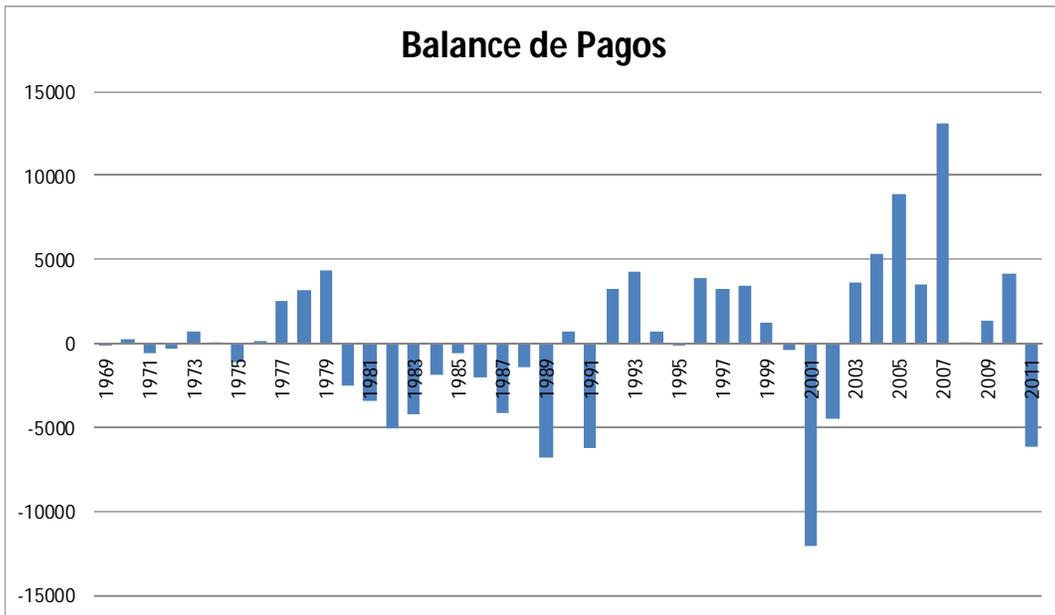


Los Términos del Intercambio y el Tipo de Cambio Real fueron mucho más volátiles que durante los últimos 20 años.

Los Términos del Intercambio se mantuvieron bastante altos desde 1970 a 1974 pero cayeron abruptamente en 1975 y posteriormente la tendencia fue hacia abajo la mayoría de los años hasta el 2002. El Tipo de Cambio Real había caído por debajo del nivel de los '90 justo antes de los episodios devaluatorios de 1975-1976 y 1982-1983 pero fueron mucho más elevados antes del episodio de 1989-1990. Observe el gráfico:

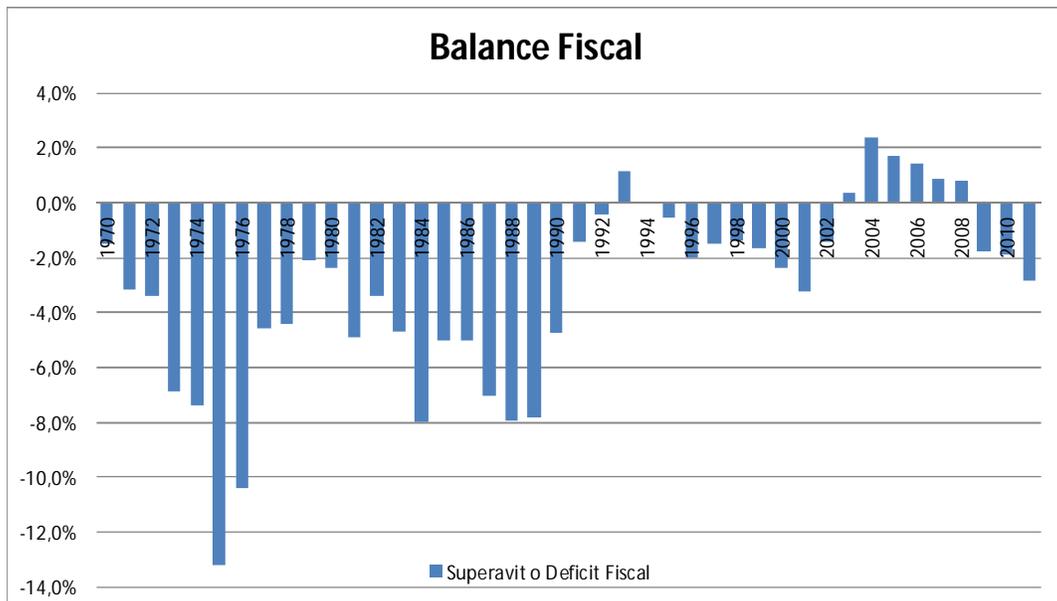
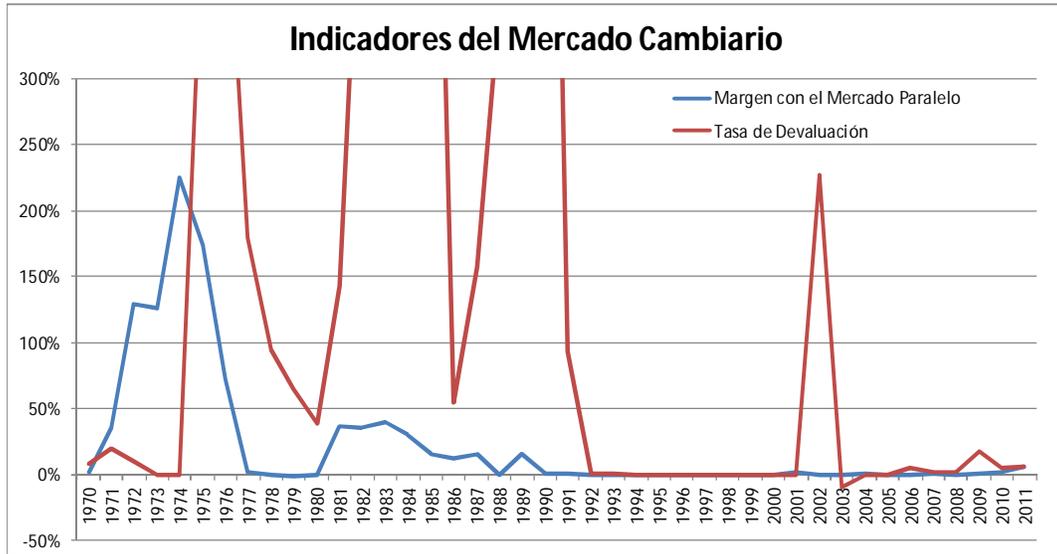


El Balance de Pagos mostró valores negativos insignificantes justo antes del primer episodio devaluatorio y valores persistentemente negativos durante la mayoría de los años antes y después de los otros dos grandes episodios.



La diferencia más llamativa entre los fuertes episodios devaluatorios de los '70 y '80 y aquellos correspondientes a las últimas dos décadas se relacionan con el Margen del Mercado Paralelo y el Balance Fiscal. Los Márgenes con el Mercado Paralelo fueron mucho más elevados durante los años inmediatamente antes del "Rodrigazo" y también relativamente altos inmediatamente antes y durante los otros dos episodios de devaluación. El déficit fiscal fue

mucho más significativo y persistente durante las primeras dos décadas del período extendido. Observe estas distribuciones:

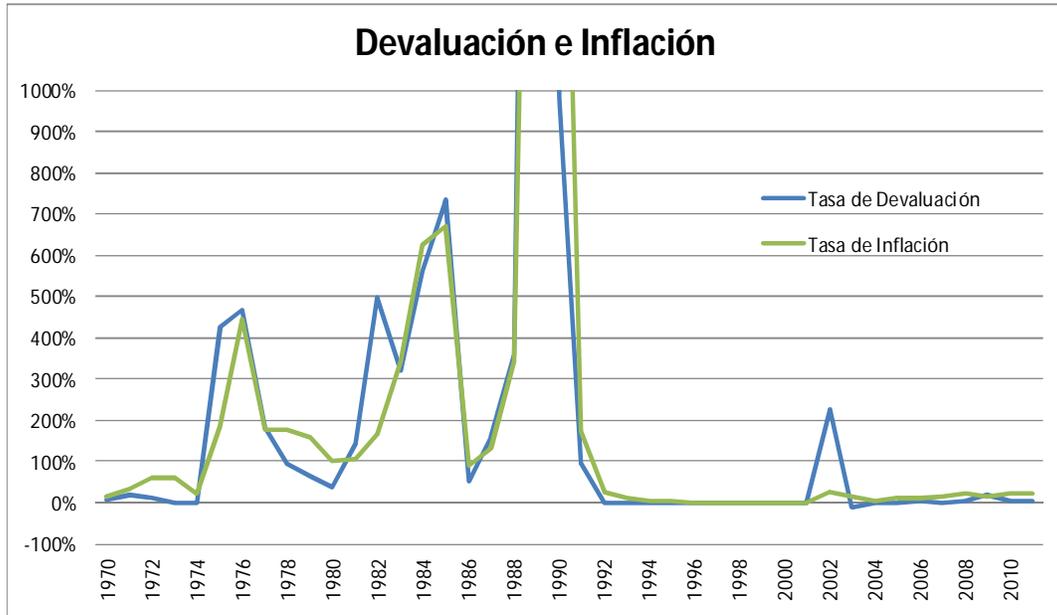


## Devaluación e Inflación

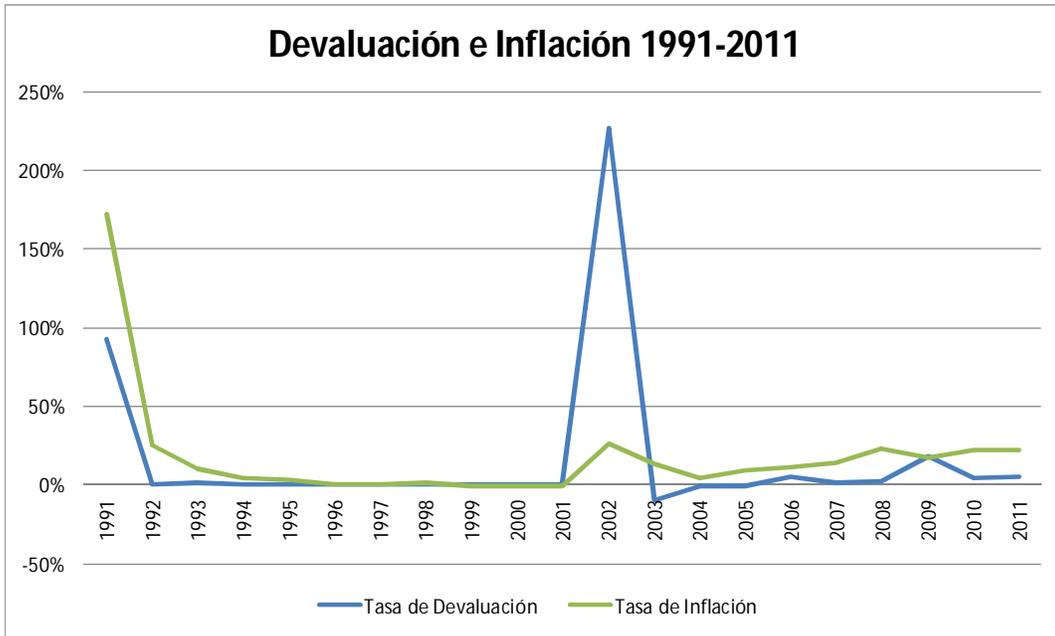
La dinámica inflacionaria ha estado fuertemente correlacionada con las grandes devaluaciones a lo largo de todo el período. Observe el gráfico de las tasas de devaluación y de inflación:

Tras la devaluación de 1975, la inflación se disparó a varios centenares por ciento por año y disminuyó para situarse por debajo de 100% sólo en dos oportunidades: 1981 y 1986, los años que siguieron a los únicos dos intentos de estabilización de los '80. Luego de cada episodio

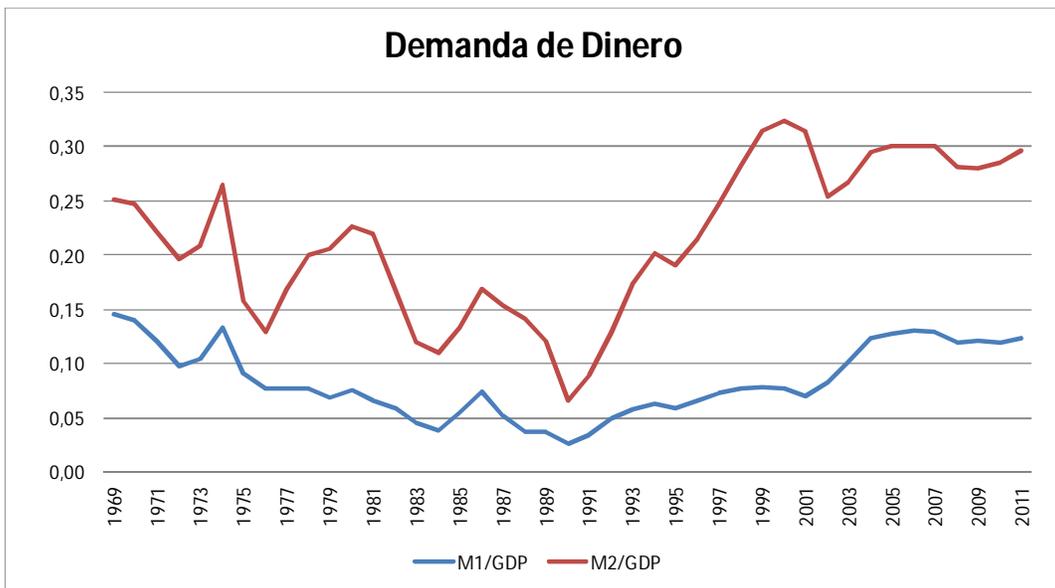
devaluatorio, la demanda de moneda doméstica cayó un nuevo escalón, agravando aún más el efecto inflacionario del financiamiento monetario del déficit fiscal.



Durante los años posteriores a la introducción de la Ley de Convertibilidad de 1991, la dinámica inflacionaria cambió en dos sentidos: primero, la inflación se redujo drásticamente luego de la estabilización del tipo de cambio, algo que nunca había ocurrido durante los '70 y los '80 y, segundo, el impacto inflacionario de la gran devaluación del 2002 se extendió a lo largo de 10 años en vez de ser un efecto instantáneo como en las décadas anteriores. Estos dos fenómenos demuestran que la dinámica inflacionaria continúa estando relacionada al tipo de cambio nominal, pero tras una década de estabilidad de precios hay rezagos más extensos entre la devaluación monetaria y la inflación.



La demanda de dinero se ha mantenido bastante alta tras la devaluación del 2002. Esto muestra un gran contraste con el comportamiento de la misma durante los '70 y los '80, cuando tras cada episodio devaluatorio había una nueva caída en la demanda de dinero. Por ahora, el financiamiento del déficit fiscal con emisión monetaria no está produciendo un fuerte impacto inflacionario como se había observado entre 1975 y 1990.



## **Resumiendo**

Los fuertes episodios devaluatorios que tuvieron lugar durante períodos en los que se aplicaron controles cambiarios fueron precedidos por una ampliación en el margen con el mercado paralelo mucho más significativa que la que se observa hoy en Argentina.

La situación fiscal previa a las grandes devaluaciones fue mucho más débil durante los '70 y los '80 que la de las últimas dos décadas.

El "Rodrigazo" ocurrió al mismo tiempo en que se dio una fuerte caída en los Términos del Intercambio luego de un período con condiciones externas muy favorables. Los otros episodios devaluatorios ocurrieron en un contexto en el que los Términos del Intercambio eran significativamente menos favorables que los que prevalecen actualmente.

La estabilidad de precios de los '90 alcanzada a través de la convertibilidad de la moneda tuvo efectos duraderos, incluso después de la gran devaluación del 2002. Como consecuencia, la probabilidad de que se produzca una gran devaluación con efectos inflacionarios explosivos es hoy mucho menor de la que fue durante el período previo a la convertibilidad.

Esto no significa que un nuevo "Rodrigazo" está completamente fuera de escena: si el margen con el mercado paralelo continúa incrementándose y la demanda de dinero empieza a caer, el mecanismo monetario explosivo de principios de los '70 podría activarse tan pronto como los términos del intercambio sufran un deterioro repentino.

Aún si se diera una explosión inflacionaria como la de 1975, la probabilidad de que dicho episodio se convierta en una hiperinflación al estilo de 1989-1990 es mucho menor que en los '80 dado que la situación fiscal está lejos de estar en un estado tan malo como el que imperaba durante los '70 y los '80.