

Tel: (011) 4393-0375  
info@ieral.org

**Dirección General:**  
Gabriel A. Sánchez  
Nadín F. Argañaraz

**Investigadores:**

Argentina:  
Jorge Vasconcelos  
Inés Butler  
Paula Nahirñak  
Joaquín Berro Madero  
Guadalupe González

Internacional:  
Jorge Vasconcelos  
Eliana Miranda

En Foco 1:  
Joaquín Berro Madero

En Foco 2:  
Eliana Miranda

Edición y  
compaginación:  
Karina Lignola

**www.ieral.org**

**Editorial: ¿Por qué las expectativas de inflación subieron al 32,8 % anual? 1**

- A las elevadas expectativas del segundo semestre de 2007, en torno al 23% anual, se sumó el shock por la escasez de alimentos.
- La brecha de producto entre el potencial y el observado se ubicaría en torno al 7% en 2007.
- Es urgente moderar las expectativas y es clave mejorar condiciones y clima de inversión.

**En Foco 1: Se mantiene en niveles muy elevados el circulante en poder del público 4**

- Mientras que el agregado monetario M2 creció al 20% a/a durante el primer trimestre del año, el M2 Privado lo hizo al 27% a/a.
- El M2 Público se contrajo un 18% respecto del primer trimestre del año pasado.
- Si bien se desaceleró la expansión de circulante en poder del público, aún es significativo en términos de PIB: 7,5 p.p. contra 4,1 en años previos a la crisis.

**En Foco 2: Brasil: al Central parece no preocuparle la apreciación del real y vuelve a subir las tasas 6**

- Luego de dos años y medio, el Banco Central puso fin al período de flexibilización monetaria e incrementó la Selic en medio punto porcentual para llevarla a 11,75%.
- El contexto de desaceleración a nivel mundial hace que esta vez resulte más polémico el endurecimiento de la política monetaria.
- La apreciación del real frente a la canasta de monedas afecta la competitividad, con deterioro en la cuenta corriente, que pasaría a ser deficitaria en 1,2% del PIB en 2008.

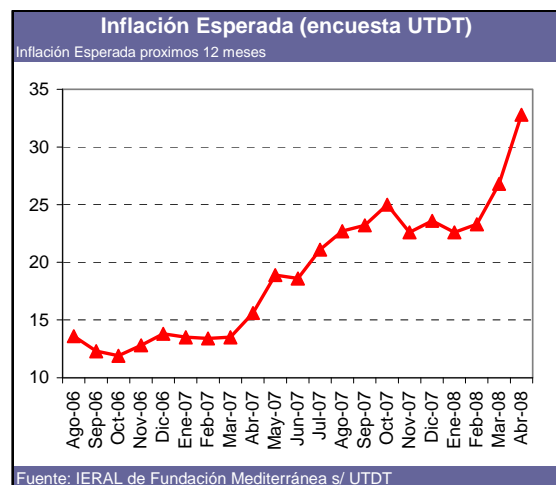
## Editorial

### ¿Por qué las expectativas de inflación subieron al 32,8 % anual?

- A las elevadas expectativas del segundo semestre de 2007, en torno al 23% anual, se sumó el shock por la escasez de alimentos.
- La brecha de producto entre el potencial y el observado se ubicaría en torno al 7% en 2007.
- Es urgente moderar las expectativas y es clave mejorar condiciones y clima de inversión.

Luego de estabilizarse en un elevado nivel en torno al 23/24% anual en el transcurso del segundo semestre del 2007, las expectativas de inflación se empinaron en las últimas mediciones que realiza la UTDT, con una última proyección que asciende a 32,8% anual. Es preocupante tanto el nivel alcanzado por la inflación esperada, como el marcado deterioro del último período.

La pregunta es porqué se está dando este fenómeno. Evidentemente el irregular abastecimiento de productos frescos en semanas anteriores generó una especie de shock de oferta, con una suba en los precios de los alimentos que podría haber alcanzado un promedio de entre el 3% y 4% mensual en el transcurso del primer trimestre. Esta novedad se agregó a las tendencias imperantes en el segundo semestre de 2007 haciendo que la población comience a extrapolar tendencias que en realidad han ocurrido en el presente y pasado inmediato, pero que no necesariamente habrán de repetirse exactamente en el futuro. En la medida en que el tipo de cambio se mantenga en los actuales niveles, la pauta salarial sea sostenida en el 19,5% para 2008, y la política fiscal y monetaria moderen su expansión, será posible evitar una espiralización de estas tendencias inflacionarias. Sin embargo, esta novedad de las últimas semanas sirve para



alertar acerca del riesgo que significa convivir con expectativas de inflación del 23/24% como era el caso del segundo semestre de 2007, un andarivel demasiado elevado que puede deteriorarse ante una combinación de circunstancias desfavorables adicionales.

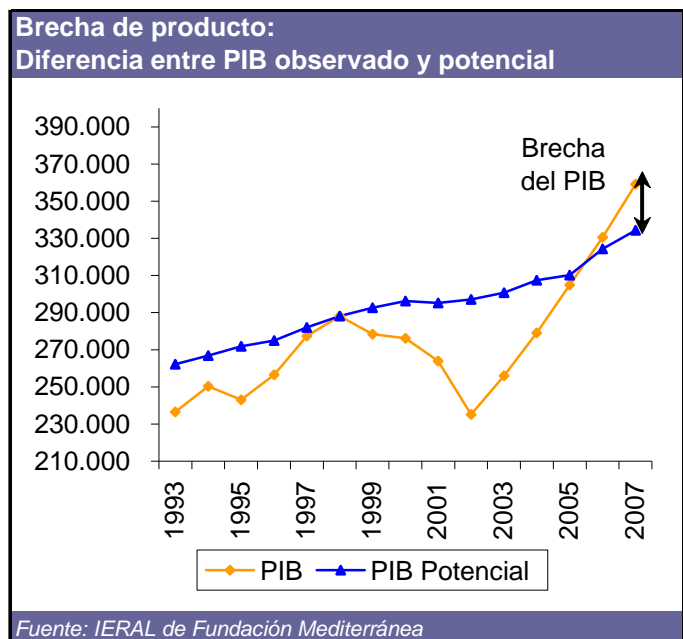
Ocurre que el shock de oferta verificado en estos primeros meses de 2008 se ha dado en el contexto de una brecha creciente entre el impulso de la demanda y la capacidad de respuesta de la oferta. Esto se conoce en la jerga como brecha de producto, que no es más que el desfasaje entre la evolución del PIB registrado y el PIB potencial que la economía puede generar a cada momento.

Si bien el impulso de la demanda no viene dado por una entrada de capitales significativa, otros factores están jugando el rol de locomotora, caso de la expansión del gasto público, las actualizaciones salariales y la tasa de interés real negativa. Si bien, la política monetaria laxa y el incremento sostenido de gasto ya acumulan varios años de vigencia, producen un efecto distinto ahora, con capacidad instalada utilizada a pleno y y baja tasa de desempleo que cuando, en años anteriores, los recursos ociosos de capital y trabajo eran muy significativos.

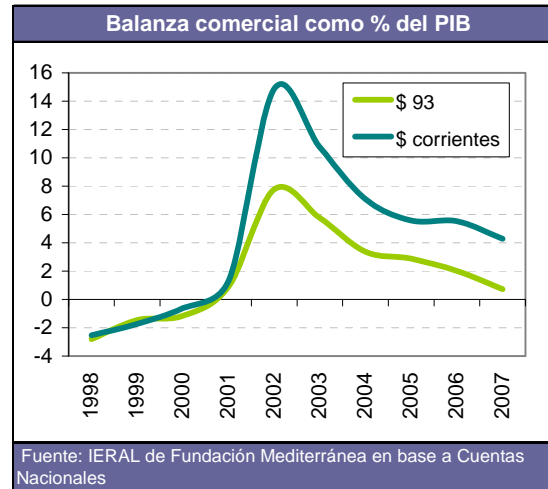
Conviene subrayar que, a partir de 2005, se produjo un cambio en el contexto macroeconómico de la Argentina. La medición de la brecha de producto pasó, a partir de ese año, de registrar valores negativos, esto es subutilización de los recursos disponibles, a valores positivos que implican sobreutilización. La tendencia se mantuvo y en 2007 la brecha de producto habría alcanzado 7% según estimación del IERAL.

¿Es sostenible un desfasaje de tal magnitud entre el producto potencial y el observado? La experiencia de otros países dice que esta brecha no

puede sostenerse demasiado en el tiempo. Sin embargo, en el caso de la Argentina, la suba de precios internacionales ha venido ayudando a financiar la diferencia. Las importantes mejoras de los Términos de Intercambio de Argentina han generado un sustancial efecto



ingreso (ver Informes de coyuntura del 18/10/07 y 13/03/08). Como reflejo de esta situación, se observa una marcada diferencia entre los resultados de la balanza comercial medidos a valores constantes de 1993 y a valores corrientes. En 2007 por ejemplo, el superávit comercial a valores constantes fue de solo 0,7% del PIB, pero esa misma balanza valuada a moneda corriente arrojó un superávit de 4,3%. Esta diferencia de 3,6 puntos porcentuales es un efecto ingreso que permite demorar en el tiempo el aterrizaje de la economía a una situación sustentable del sector externo, pero sin impedir que la brecha de producto se manifieste en presiones inflacionarias como las descriptas.



Mientras tanto, es clave que los instrumentos de política económica eviten una convalidación de las expectativas inflacionarias al 32,8% anual tal como han sido detectados por la encuesta de la UTDT.

Por otra parte, y complementariamente, se necesita que los instrumentos de política ayuden a una convergencia de la oferta local hacia el ritmo del crecimiento de la demanda, para lo cual la tasa de inversión y la productividad de la economía son las variables principales. La experiencia regional muestra un único caso exitoso de elevado crecimiento sostenido y es el Chile de los 90'. El país trasandino logró crecer durante varios años consecutivos al 7% anual acumulativo pero esto solo pudo ser logrado con una tasa de inversión ascendente que alcanzó un pico del 26% del PIB a mediados de los 90'. Suavizar las fluctuaciones del ciclo económico junto con generar condiciones y clima para una cuantiosa masa de inversiones son los elementos que pueden hacer olvidar este pico en las expectativas de inflación.

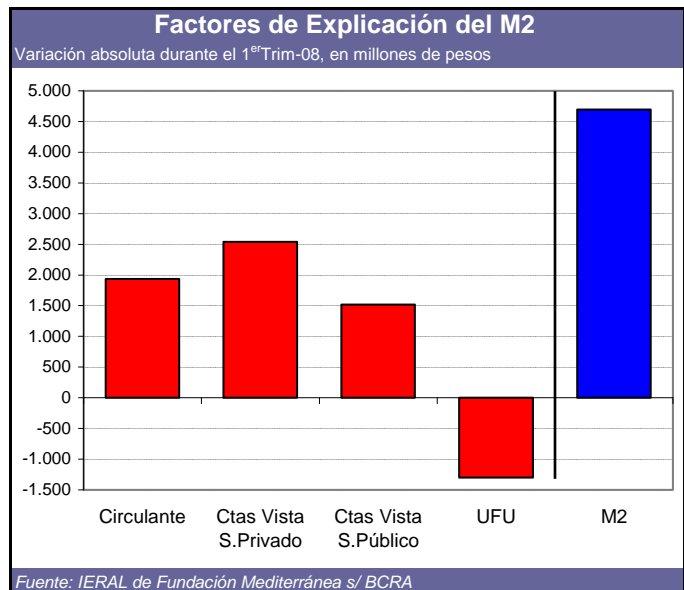
## En Foco 1

### Se mantiene en niveles muy elevados el circulante en poder del público.

- Mientras que el agregado monetario M2 creció al 20% a/a durante el primer trimestre del año, el M2 Privado lo hizo al 27% a/a.
- El M2 Público se contrajo un 18% respecto del primer trimestre del año pasado.
- Si bien se desaceleró la expansión de circulante en poder del público, aún es significativo en términos de PIB: 7,5 p.p. contra 4,1 en años previos a la crisis.

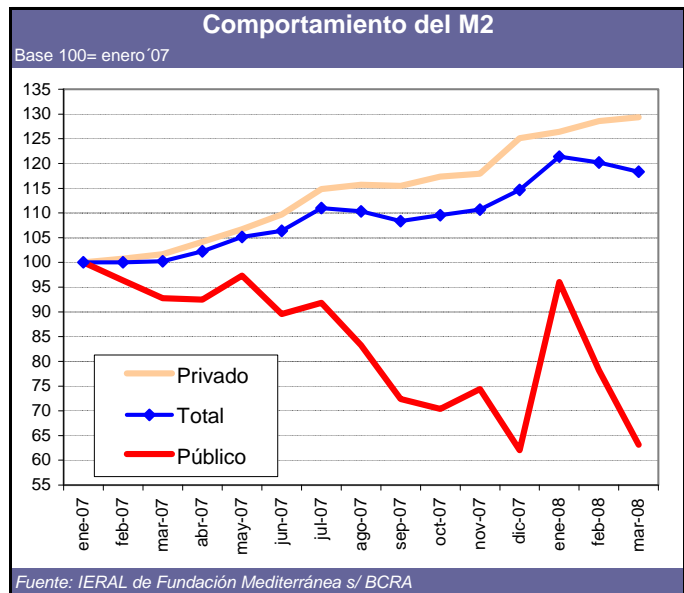
Durante el primer trimestre del año el agregado monetario M2 (Circulante + Cuentas a la Vista en pesos del sector público y privado) promedió \$151.731 millones de pesos, creciendo un 20% respecto de igual trimestre del año pasado. Si bien este indicador se mantiene dentro de la pauta del Programa Monetario del BCRA, hay algunos factores a tener en cuenta.

Si se analiza la variación del M2 por sus componentes se observa que se han utilizado las cuentas del sector público (en este caso la Utilización de Fondos Unificados, UFU), para contraer la expansión del agregado monetario durante el primer trimestre del año. Como muestra el gráfico adjunto, el M2 creció en términos absolutos \$4.096 millones durante el primer trimestre. Esta variación estuvo explicada por: dentro del sector privado hubo una expansión de \$1.937 millones del Circulante en poder del público e incremento de \$2.539 millones en los Depósitos a la Vista. Por su parte, dentro del sector público, las Cuentas a la Vista crecieron \$1.518 millones y los UFU tuvieron un efecto



contractivo sobre el M2 de \$1.298 millones. De esta forma, el M2 privado se expandió a un ritmo de 27% a/a en el primer trimestre del año, mientras que el M2 público se contrajo un 18% a/a durante el mismo período.

No sólo la expansión del circulante en poder del público es significativa, sino que el stock de ese agregado en relación al PIB se mantiene en un nivel significativamente elevado, planteando un riesgo de mayor volatilidad en caso de un deterioro de las expectativas. Si bien el Circulante ha disminuido su tasa de expansión interanual respecto de las registradas durante el año pasado, aún continúa expandiéndose a una velocidad similar a la del PIB nominal (23% a/a). En términos de PIB, el Circulante hoy representa aproximadamente 7,5 puntos del PIB, cuando antes de la crisis oscilaba en torno a 4,1 puntos. De esta forma, hoy se tienen aproximadamente 3,4 puntos porcentuales del PIB de extraliquidez respecto de la crisis lo que representa \$26.778 millones de pesos. Estos pesos extra circulan a pesar de la inflación creciente, en parte por la necesidad de evitar el impuesto al cheque, y en parte, porque parece subsistir la expectativa de estabilidad respecto del tipo de cambio. De todos modos con la suba registrada en las expectativas de inflación habría que esperar una mayor velocidad de la circulación del dinero si es que esas proyecciones no se moderan, siendo que a mayor velocidad el stock de dinero debería comenzar a reducirse.



## En Foco 2

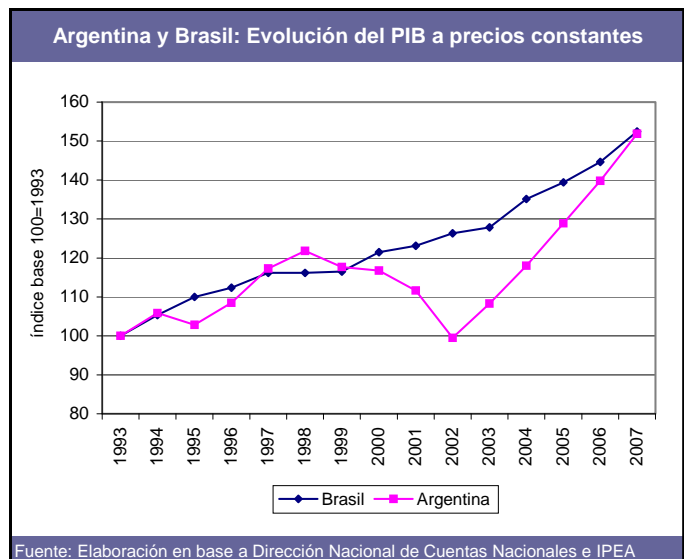
### Brasil: al Central parece no preocuparle la apreciación del real y vuelve a subir las tasas

- Luego de dos años y medio, el Banco Central puso fin al período de flexibilización monetaria e incrementó la Selic en medio punto porcentual para llevarla a 11,75%.
- El contexto de desaceleración a nivel mundial hace que esta vez resulte más polémico el endurecimiento de la política monetaria.
- La apreciación del real frente a la canasta de monedas afecta la competitividad, con deterioro en la cuenta corriente, que pasaría a ser deficitaria en 1,2% del PIB en 2008.

El Banco Central de Brasil inició en septiembre de 2005 un ciclo descendente de la tasa de interés, que se acaba de revertir con la decisión de incrementar la Selic en medio punto porcentual para llevarla a 11,75% anual. ¿Qué modificó el diagnóstico? Las perspectivas sobre la inflación, con los precios de los commodities cada vez más elevados y una demanda interna creciendo 1,5 puntos porcentuales por encima de la oferta, con altos niveles de uso de capacidad instalada, constituyen el núcleo de la explicación del cambio de planes.

El Banco Central ha construido su reputación actuando de manera conservadora, pero ha sabido así contener la inflación sin frenar la economía, aunque si moderando su crecimiento. Entre los años 1993 y

2007 el Producto brasileño creció un 52%, lo mismo que el PIB argentino, pero lo que



diferencia a ambas economías es la trayectoria: mientras la Argentina registra profundos picos y valles, con varios años de crecimiento negativo en el medio, Brasil ha tenido tasas de crecimiento más moderadas, pero ningún año de crecimiento negativo en todo el período. Esta gran diferencia se refleja en indicadores como el riesgo país y en la percepción del futuro que tienen quienes toman decisiones de inversión.

En los últimos cuatro años la economía brasileña ha mostrado más dinamismo que en los años precedentes, creciendo por encima del 3% anual, que constituye la tasa promedio de 14 años. En particular se destacaron dos años, 2004 y 2007, con tasas de crecimiento de 5,7% y 5,4% respectivamente. Las perspectivas para 2008 la ubican levemente por debajo del 5%. Los indicadores líderes de la OECD, que hace ya varios meses vienen anticipando moderación e incluso contracción para las principales economías del mundo, comenzaron a mostrar moderación en el ritmo de expansión que viene observándose en Brasil. El Banco Central se está enfrentando al dilema de no descuidar los avances respecto al tema inflación, pero sin frenar la expansión de la economía, en un contexto externo que ya de por sí no es demasiado amigable.

## Inflación

La significativa expansión del crédito; el efecto riqueza positivo proveniente de factores como el comportamiento de la bolsa y el incremento del valor de los inmuebles, que generan una mayor confianza tanto de consumidores como de empresarios; sumado al alto nivel de utilización de la capacidad instalada, impulsaron en 2007 un aumento de la brecha entre demanda interna y oferta (6,9% versus 5,4%), abriendo así la posibilidad de mayores presiones inflacionarias.

La inflación de marzo se ubicó en 0,48% mensual y en 4,7% en términos anuales, nivel que no alcanzaba desde comienzos de 2006. Pero vale la pena destacar que el 40% del incremento mensual de los precios provino del incremento del rubro alimentos.

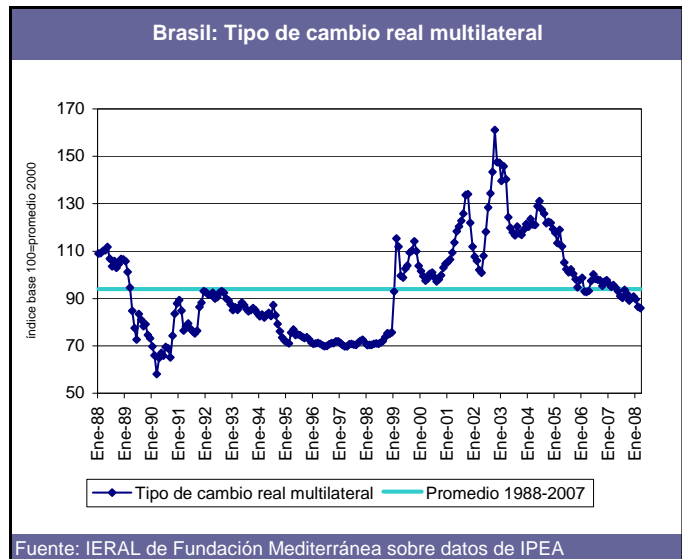
Un incremento de la tasa de interés en este contexto actúa como instrumento estabilizador a través de dos mecanismos de transmisión: en forma directa, moderando la demanda interna a través de préstamos más caros para

Brasil	Variación interanual último dato
Tipo de cambio R\$/US\$	-18.2%
Tipo de cambio real multilateral	-10.2%
Precios al consumidor	4.7%

Los datos pertenecen al mes de Marzo de 2008  
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea sobre datos de Banco Central de Brasil e IPEA

consumidores y empresas, y aumentando el costo de oportunidad de las decisiones de inversión; y de un modo indirecto, pudiendo apreciar aún más el tipo de cambio, lo que disciplinaría los precios de los bienes transables, a través de un menor costo medido en reales.

Pero una tasa que hoy se encuentra en 11,75% anual en un contexto en el cual Estados Unidos se encuentra en un proceso de agresiva flexibilización monetaria, con la tasa en 2,25%, podría no ser del todo deseable, ya que podría generar señales de mediano y largo plazo inconsistentes respecto al tipo de cambio. Frente al dólar, el real se ha fortalecido un 18,2% en los últimos 12 meses y hoy se ubica por debajo de 1,7 reales por dólar.



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea sobre datos de IPEA

Desde el punto de vista del tipo de cambio real esto es algo más moderado. Frente a una canasta de monedas formada por sus principales socios comerciales la apreciación fue del 10,2% en 12 meses. El tipo de cambio real multilateral está, desde el mes de mayo de 2007, por debajo del promedio registrado en los últimos veinte años, pero todavía es más competitivo que antes de la devaluación, ya que el nivel actual se encuentra un 19% por encima de 1998.

Este comportamiento del tipo de cambio se refleja cada vez con mayor nitidez en la balanza de pagos, ya que la cuenta corriente, que en 2006 se ubicó en 1,3 puntos del PIB, en 2007 bajó a 0,1% del Producto y para 2008



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea sobre datos de IPEA

se proyecta un cambio de signo: un déficit de 1,2%.

El Banco Central podría argumentar que, al subir la tasa y enfriar parcialmente la economía, frenará también el ritmo de crecimiento de las importaciones. Pero una cosa es que las importaciones crezcan a un mayor ritmo que las exportaciones, achicando el superávit comercial, y otra es que las exportaciones caigan como producto de una mayor pérdida de competitividad de la economía. Ya de por sí las exportaciones cuentan con el escenario desfavorable de una economía mundial que se desacelera. Si el Banco Central no hubiera modificado la tasa, con el tipo de cambio en los actuales niveles y el actual dinamismo de la demanda interna, las importaciones continuarían creciendo a fuerte ritmo pero las exportaciones no se deteriorarían (el efecto aumento de precios de los bienes que exporta Brasil podría en parte compensar la ralentización de la demanda externa).