



cinve

Centro de Investigaciones Económicas

Actividad y Comercio

Febrero 2013

Nº 112

Contenido:

- Estanflación en Uruguay: ¿es posible?
- ¿Qué es la estanflación y qué implica?
- ¿Cuándo y dónde hubo estanflación?
- Preguntas cruciales.

ESTANFLACIÓN EN URUGUAY: ¿ES POSIBLE?

En los últimos días se han instalado numerosos temas en el debate económico. Algunos de ellos ya comentados como la disyuntiva entre inflación y competitividad o el deterioro de las cuentas fiscales y otros nuevos como el posible riesgo de incursionar en un proceso de estanflación. El presente informe busca arrojar luz sobre este fenómeno y descartar de plano dichas afirmaciones, que no parecen ajustarse a la coyuntura económica actual ni sus perspectivas en el corto, mediano o largo plazo.

Recientemente algunos analistas han planteado la posibilidad de que la economía uruguaya enfrente riesgos crecientes de entrar en un período de estancamiento con inflación, lo que en la jerga económica es mejor conocido como “estanflación”. Si bien este término puede no ser conocido por la mayoría de los lectores, algunos ejemplos de este mal ocurrieron durante la década de los 70 en algunos países desarrollados y en los años 60 y principios de los 90 en nuestro país. Sin ir tan lejos en el tiempo, algunos analistas argentinos sostienen que su economía estaría cursando por un fenómeno similar. Estos estiman que la inflación se encuentra cercana al 30% y que la economía no habría crecido en 2012.

En lo que resta de este informe se explica la definición de estanflación y que perjuicios implica para la economía. Adicionalmente, se discuten las preguntas cruciales que permiten responder si es posible transitar por un período de estanflación en un horizonte temporal de mediano plazo en Uruguay.

¿QUÉ ES LA ESTANFLACIÓN Y QUÉ IMPLICA?

Se le denomina estanflación a aquella situación en que se conjugan al mismo tiempo un período de estancamiento del producto o recesión con un incremento fuerte y sostenido del nivel de precios (alta inflación). En lo que resta de este informe se explica la definición de estanflación y que perjuicios im-

plica para la economía. Adicionalmente, se discuten las preguntas cruciales que permiten responder si es posible transitar por un período de estanflación en un horizonte temporal de mediano plazo en Uruguay.



Si bien son varias las definiciones posibles de estancamiento, formalmente se determina que un país se encuentra en recesión cuando su Producto Bruto Interno (PIB) se reduce durante dos trimestres consecutivos.

Asimismo, la literatura existente reconoce distintos tipos de inflación, de acuerdo a los niveles alcanzados. A grandes rasgos se puede decir que la inflación es relativamente baja cuando el crecimiento interanual del nivel de precios se sitúa por debajo del 10% y no existen shocks. En el otro extremo se encuentran las hiperinflaciones, donde los precios suben rápidamente y a tasas considerablemente altas (Cagan las define como aquellas que superan el 50% mensual¹). En tales situaciones la moneda pierde valor rápidamente y no se podrá adquirir mañana la misma canasta de consumo que hoy con la misma suma de dinero. Ante esto los agentes intentan anticiparse al fenómeno hiperinflacionario, adelantando consumo o recurriendo a monedas extranjeras por la pérdida de valor y confianza en la moneda local.

Entre ambas situaciones existe un amplio rango de niveles inflacionarios que pueden clasificarse de diversas formas. Sin embargo, aunque no hay consenso entre los economistas, se puede argumentar que un 20% es un umbral de inflación alta.

La combinación de ambos fenómenos se considera uno de los peores escenarios económicos ya que su resolución no resulta para nada sencilla: si se quiere dinamizar el nivel de actividad se exagera el crecimiento del nivel de precios mientras que si se busca

combatir la inflación con medidas restrictivas se profundiza la caída del producto y con esto la recesión. Cuando se utilizó el término por primera vez en 1965 (*stagflation* en inglés²), fue definida como “lo peor de los dos mundos”.

Una situación de estanflación preocupa a todos, tanto autoridades públicas como analistas económicos ya que en dicha situación se encuentran fuertes distorsiones de mercado por lo que es más difícil llevar adelante políticas exitosas que reubiquen al país en una senda de crecimiento con bajo nivel de precios.

En tal contexto, el dilema en cuanto a políticas que solucionen la situación ya fue planteado: debe elegirse entre reactivar el producto o desinflar los precios. La cuestión es que solucionando uno se agrava el otro. Por ejemplo, si el instrumento utilizado por el Banco Central es la tasa de interés, una baja de las tasas de interés permite un aumento del nivel de actividad haciendo que más negocios sean rentables y se den más préstamos pero a la vez la inflación continúa su senda de crecimiento. Si en cambio se decide aumentar las tasas, la situación opuesta impera, con un menor nivel de precios pero también con una economía aún estancada.

De esta manera, se les presenta a los *policy-makers* el desafío de descifrar señales contrapuestas e idear un set de políticas correctas en contenido, timing y secuencia.

¹ Cagan, P. (1956). *The Monetary Dynamics of Hyperinflation*. En Milton Friedman (Ed.), *Studies in the Quantity Theory of Money*, Chicago: University of Chicago Press.

² Macleod, I. (1965). UK Parliament's Hansard. Common sittings of 17 November 1965. Series 5, vol 720, cc1155-1284.



¿CUÁNDO Y DÓNDE HUBO ESTANFLACIÓN?

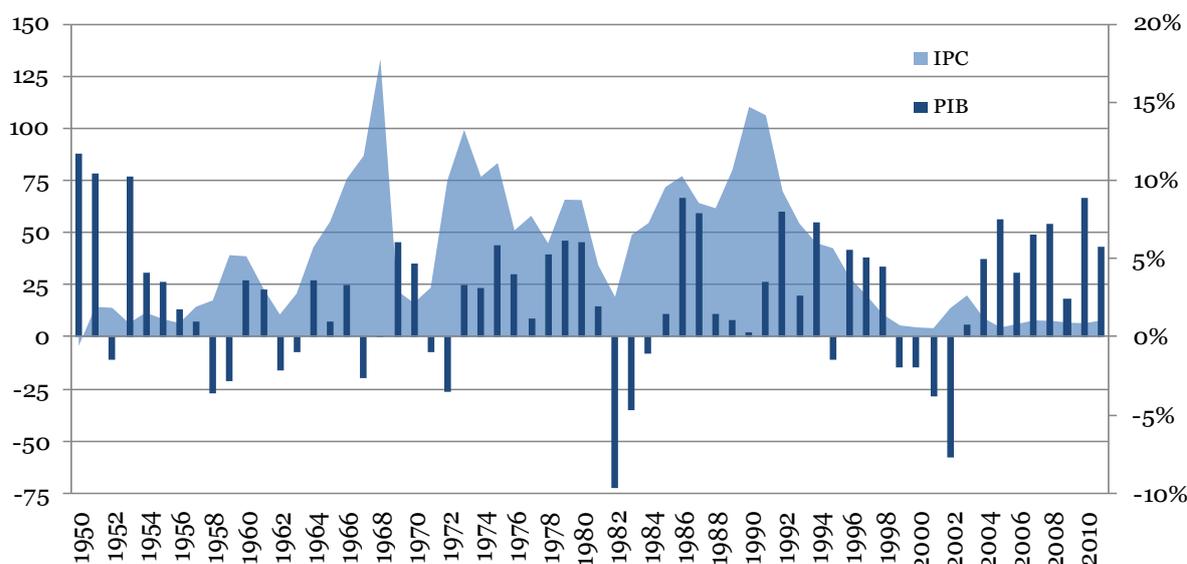
Como primer ejemplo de un contexto de estanflación se encuentra la situación en Estados Unidos durante la década de 1970, especialmente luego de 1973 y el primer shock petrolero. Cuando el precio de dicho insumo se disparó, muchas empresas norteamericanas debieron aumentar el precio de sus productos con el fin de cubrir los nuevos costos productivos. Sin embargo, la demanda por consumo no se equiparó con la oferta, de manera que se generó un excedente que derivó en desempleo y recesión. Ésta fue la peor recesión de tal país luego de la crisis del 29.

A nivel regional, y más cercano en el tiempo se ubica el caso de Venezuela que, de acuerdo al Banco Central de Venezuela, en el año 2002 el aumento de precios fue de 31,2% y la caída del producto de 8,9% mientras que para 2003 se alcanzaron los valores de 27%

para 2003 se alcanzaron los valores de 27% y -7,7% respectivamente. Asimismo, algunos analistas sostienen que este país puede estar repitiendo dicha situación, contexto que podría complicarse aún más con la devaluación llevada adelante en el mes de enero.

A nivel local, Uruguay también experimentó episodios de dicha índole. La literatura nacional identifica el período comprendido entre 1956 y 1968 como “la estanflación”. Tal como se aprecia en el gráfico 2.1 los registros de inflación interanual para tal período resultaban muy elevados: el promedio fue de 43,5% y el máximo registro se ubicó 132,8% en 1968. Por su parte, el crecimiento promedio del producto promedio para el período fue de 0,39% y la mayor caída, de 3,6% se registró en 1958. Asimismo, a comienzos de los años 90 también se habría evidenciado una situación similar.

Gráfico 2.1- Uruguay: Inflación (eje izq.) y PIB (eje der.), variación interanual, en %.



Fuente: BCU e INE



PREGUNTAS CRUCIALES

Entonces, a la luz de la evidencia previa, **¿puede afirmarse que nuestro país se encuentre en una situación de estancamiento?**

La respuesta es no, al menos no parece que se ajuste a la coyuntura actual ni a la que está por venir. En primer lugar porque no se cumplen las condiciones que definen tales contextos. Por un lado, el país se encuentra lejos de un estancamiento: el promedio de crecimiento de los últimos años (2003-2011) supera el 5%, por encima del promedio histórico nacional. Si bien es cierto que el ritmo de crecimiento de 2011 y 2012 se ha enlentecido respecto a años anteriores, continúa dentro de registros favorables y se sitúa por encima del de nuestros vecinos y muchos países desarrollados.

Por su parte, la inflación es de los temas que más preocupan en Uruguay ya que se encuentra sistemáticamente por encima del rango meta fijado por el Banco Central. De todas formas, aún se mantiene por debajo del 10% (umbral considerado como una meta implícita de inflación). En línea con esto, una mayor inflación implicaría riesgos y desventajas para la estabilidad de precios, la credibilidad de la política monetaria, la distribución del ingreso, entre otros.

En segundo lugar, de la comparación internacional y nacional surge que la situación actual en Uruguay no se asemeja a aquellos escenarios en los que sí se afirma que existió la estancamiento, ni en los niveles inflacionarios, ni en las caídas del producto. Más aún,

la brecha que las separa es considerablemente grande.

En la misma línea cabe también preguntarse: **¿es posible que Uruguay corra el riesgo de entrar en un contexto de estancamiento en los próximos años?**

La respuesta también es negativa. Por una parte, tal como muestra el cuadro 2.1, nuestras proyecciones de producto e inflación no contemplan, en ninguno de los escenarios posibles, uno con recesión ni registros inflacionarios de dos dígitos. En este sentido, más allá de la desaceleración regional y el entorno internacional inestable producto de los episodios de crisis financiera posteriores al 2008, Uruguay completaría en 2013 un ciclo de crecimiento de 11 años. No obstante, la ocurrencia de fuertes shocks externos podrían complicar el futuro, aunque éstos sean imprevisibles.

Por el lado de la inflación, el escenario previsto para 2013 indica una leve moderación de las presiones sobre el sistema de precios. Esto ocurriría por distintos factores, tanto internos como externos. Entre ellos se destaca la desaceleración de la economía y la demanda interna, lo que junto a los menores incrementos salariales de enero producto del menor correctivo por inflación pasada, permitiría mitigar parcialmente las presiones sobre los bienes no transables.

En la misma línea, la encuesta de expectativas del BCU, que recoge la percepción de varios analistas económicos locales, tampoco da indicios que deban esperarse tales cir-



cunstances. El máximo valor registrado en la última encuesta para el crecimiento del IPC es de 9,1% para 2013 y la mediana alcanza 8,05%. En cuanto al producto, el mínimo crecimiento previsto para 2013 es de 3,2% y la mediana 3,9%.

Por tanto, no existirían razones para pensar que Uruguay transitará un período de estancamiento, tal cual indican las expectativas para los próximos años

Cuadro 2.1: Proyecciones 2013 de PIB e IPC

	PIB (var. prom anual)	Inflación (var. anual)
cinve	3.7%	7.6%
BCU (mediana)	3.9%	8.1%

Fuente: BCU y estimaciones cinve

Entonces, ¿Cuáles son los riesgos reales que corre la economía uruguaya actualmente?

A nivel de estancamiento, ninguno. Sin embargo existen algunos desequilibrios a nivel macroeconómico que señalan debilidades y deberán ser atendidos.

Uno de ellos es la inflación, y más precisamente su sistemático desvío por encima del techo del rango meta. Si bien se espera que las presiones inflacionarias se reduzcan levemente durante 2013, se descarta su convergencia a la meta al menos hasta 2014. Ante esto, lograr reducir la tensión sobre el sistema de precios debería ser una prioridad para la política económica. Adicionalmente, productos de los desvíos con respecto a la pauta inflacionaria y la discrecionalidad en el ma-

nejo de los objetivos, la credibilidad se ha visto debilitada. Ante esto, recuperarla a través de una mayor transparencia sobre las decisiones de política monetaria y sus consecuencias o un sinceramiento de la meta inflacionaria serán claves para lograr alinear las expectativas

Por otro lado aunque relacionado a lo anterior, el peso uruguayo se ha apreciado en los últimos tiempos, reduciendo la competitividad de los productos uruguayos, tanto bienes como servicios, en el exterior. Si bien en este fenómeno se conjugan varias causas tanto internacionales y regionales como locales, la política monetaria restrictiva ha determinado fuertes presiones bajistas sobre el tipo de cambio, distorsionando la relación de precios relativos con los principales socios comerciales.

De todas formas, el incipiente rebrote inflacionario en Brasil y algunas señales de recuperación económica en el país norteamericano determinarían cierto relajamiento monetario. Esto permitiría reducir la brecha de competitividad con respecto a la relación de largo plazo³, que en enero se ubicó 17% por debajo de dicho equilibrio. Adicionalmente, de lograrse reducir la inflación interanual a registros inferiores a 8% es esperable que exista cierta holgura para permitir leves incrementos en el tipo de cambio. No obstante, nuestras proyecciones no contemplan una recomposición significativa de la competitividad, al menos durante 2013.

³ Estimaciones de cinve en base a un Vector con Corrección de Error (VECM) con datos mensuales para el período comprendido entre noviembre de 1990 y enero de 2013 .



Otro desequilibrio creciente a fines de 2012 proviene de las cuentas fiscales. En este sentido el 2012 cerró con un déficit fiscal de -2,8% del PIB, largamente por encima del previsto en la Rendición de Cuentas. Este fuerte deterioro de las cuentas públicas se debió principalmente a que los ingresos se mantuvieron prácticamente incambiables con respecto al año previo, mientras que los gastos del SPNF se incrementaron en 1,9% del PIB.

Si bien parte de este gasto se debe a factores extraordinarios (pago a acreedores del Banco Comercial, déficit hídrico, entre otros factores), el incremento del gasto público y por ende el deterioro fiscal enciende una señal de alerta para este año. Esto se ve amplificado si se toma en cuenta que este año tendrá lugar la última Rendición de Cuentas de este gobierno y que los ciclos políticos y la historia económica uruguaya señalarían que en los últimos dos años de gobierno el gasto no suele ajustarse significativamente a la baja.

Por tanto, ante el deterioro de las fiscalidades es necesario procesar los ajustes necesarios para reducir los desvíos fiscales con respecto a lo previsto y recuperar el superávit primario. Si bien algunas medidas ya se habrían procesado (mayor ajuste de UTE para incrementar transferencias a rentas generales y el incremento de las franjas de IRPF por el ajuste de la Base de Prestaciones y Contribuciones (BPC) mientras los salarios crecieron por encima de ésta) será necesario que las próximas pautas fiscales impliquen una mayor austeridad. Dado que la economía se encuentra en un proceso de desaceleración, no se esperan incrementos significativos en la recaudación por lo que serán los egresos los que se deberán ajustar para lograr la recomposición de las cuentas fiscales.