

La inflación se acelera, el gobierno responde, el FMI observa

La coyuntura económica está marcada por dos hechos íntimamente vinculados: la aceleración de la inflación que mostró el registro correspondiente a febrero y los esfuerzos del gobierno para controlar la volatilidad del dólar, que lo llevaron a implementar nuevas medidas de política, acordadas con el FMI.

Si bien la tasa de inflación minorista de febrero tuvo un impacto significativo, lo cierto es que la misma **estuvo en línea con lo que se esperaba**: que fuera más alta que la de enero. **Más impactante fue la aceleración en los precios mayoristas** que pasaron de crecer 0.6% en enero a 3.4% un mes después. Además del impacto negativo en la política y los medios, los registros de inflación **abrieron importantes interrogantes respecto de la efectividad de la estrategia que el Banco Central viene implementando** desde setiembre último para reducir la inflación y acercarla, al menos, a lo especificado en el Presupuesto. Sin desconocer los esfuerzos realizados por el Central, hacia principios de marzo la visión oficial en relación con la inflación futura aparecía cada vez más como demasiado optimista, dados los ajustes en las tarifas de gas, electricidad y transporte en implementación y la muy fuerte depreciación de 2018. En este marco, **un factor que no ayudó a anclar las expectativas es que se acerca el período en que se negocian las paritarias más importantes**. Con la inflación acelerándose, es muy probable que la inflación pasada pese mucho en las negociaciones y que ganen espacio las demandas de cláusulas gatillo.

La reacción del gobierno ante las primeras evidencias de que la inflación se aceleraba y el tipo de cambio se hacía más volátil, **fue inducir una reversión en el proceso de reducción de las tasas de interés**. Hubo incrementos fuertes y sostenidos de las tasas que las llevaron a niveles que hoy superan el 60%. Sin embargo, como se comentó en la nota de la semana pasada, **esa medida aislada era difícil que fuera muy efectiva para desactivar las presiones alcistas sobre el tipo de cambio y para generar expectativas de precios más favorables**. La señal más clara de inestabilidad ante la falta de pautas para estas variables era que las tasas de interés y el dólar tendían a moverse hacia arriba de manera simultánea. **Al limitar su actividad a la tasa de interés, el BCRA quedaba en deuda con el mercado en cuanto a datos clave para decidir: ¿cómo liquidaría la Tesorería los dólares que le prestó el FMI? ¿Cómo se corregirían las bandas de la zona de no intervención? ¿Cuál sería la futura evolución de la base monetaria nominal?** Con el propósito de retomar la iniciativa, hacia fines de la semana anterior, con previo acuerdo del FMI el BCRA dio respuesta a las preguntas antes planteadas.

En cuanto a la evolución de la oferta monetaria, se redobló la apuesta de confiar en el control de la oferta de dinero nominal para controlar la inflación. Se informó que la expansión de la base monetaria luego de junio y hasta fin de año seguiría siendo de cero, pero con el aditamento de tomar una base para el cálculo que incluye el sobrecumplimiento que se venía registrando en el desempeño de la meta de base monetaria. Adicionalmente, se eliminó la corrección estacional. Esto tiene sin dudas la intención de comunicarle a los mercados que no se convalidará la inflación observada. **La autoridad monetaria no actuará de manera pasiva adaptando la oferta de base monetaria a la inflación. Todo lo contrario, deberá ser la inflación la que se adapte a la oferta monetaria**.

Aun si se aceptara el enfoque de que el dinero no se adapte a la inflación, todavía restaría calcular cuánto debe crecer la base monetaria. Sería muy sorprendente, obviamente, que la meta de 0% fuera correcta para cualquier nivel de inflación. No hay teoría que afirme esto. **No hubo ninguna explicación, sin embargo, respecto de por qué se eligió cero como meta y no otra cifra. Y no es una cuestión teórica: hay que tomar**

en cuenta que en los dos primeros meses del año se acumuló una inflación de 6.8% y que, además se siguen implementando correcciones en los precios relativos vía tarifas al tiempo que la inflación mayorista sigue siendo diferente a la minorista. La oferta de base quedó clavada en 1343 MM de pesos. Si consideramos –con mucho optimismo– que la tasa de inflación de aquí en más se reduce como para terminar el año en 30%, la cantidad real de dinero caería aproximadamente a un cuarto de su valor actual. Si somos más pesimistas y colocamos la inflación en 40%, la disminución sería de un tercio. **En vista de que el año pasado ya hubo una fuerte contracción real de la base, no está para nada claro por qué estas cifras serían consistentes con una vuelta de la economía a una cierta normalidad.**

¿Por qué sería compatible con el equilibrio que la demanda de base se contrajera tanto? De hecho, si la economía se reactivara como afirmaron Dujovne y Braun en sus declaraciones, la demanda real de dinero debería subir y no bajar, por la necesidad de financiar mayores transacciones. Podría pensarse, con cierto realismo, que si esto ocurriera, **el BCRA podría manipular los encajes de forma tal que un mismo nivel de base monetaria pudiera dar lugar a una mayor oferta de dinero, al aumentar el multiplicador. Pero entonces, la supuesta estabilidad de la cantidad nominal tendría como contraparte una mayor inestabilidad del multiplicador del dinero.** La literatura analítica tiende a ser contraria a manejar la oferta de dinero manipulando el multiplicador. No estamos afirmando que eso sea lo que se propone el Central. Pero **no queda claro cómo sería la reacción del Central ante variaciones de la demanda de dinero.** Y lo que estamos diciendo no es nuevo. **Es bien conocido que el Talón de Aquiles de los regímenes de metas de moneda es la volatilidad de la demanda de dinero.**

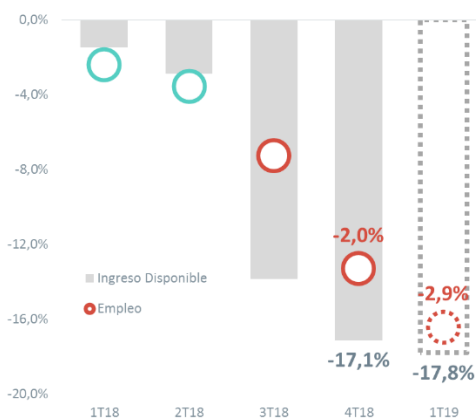
Cuando se hace referencia a la fuerte diferencia que existe entre la tasa de inflación observada y la meta monetaria, **suele argüirse que la restricción monetaria tarda en hacer sentir sus efectos.** Esto es lo que expresó, por ejemplo, Cardarelli del FMI, quien dijo que se trata de un proceso lento y que demanda paciencia. Pero lo cierto es que **no se han dado a conocer estimaciones del rezago entre variaciones de la oferta monetaria y la reacción de los precios.** Por otro lado, **no es que estamos observando que la inflación tarda en reducirse; estamos observando que luego de varios meses de restricción monetaria la inflación se aceleró sensiblemente.** Sería muy difícil explicar la aceleración haciendo referencia sólo a los factores monetarios y sin tomar en cuenta que la inflación está recibiendo el impulso del cambio de precios relativos a favor de tarifas y bienes transables. Nótese, en este sentido, que más allá del comportamiento de los precios con estacionalidad y de las tarifas, también está aumentando la inflación núcleo. De hecho, en enero y febrero, el componente núcleo de la inflación medida por el IPC fue el más alto. Y no se trata de un "accidente", si tomamos la variación interanual, la inflación núcleo no es muy diferente de la no-núcleo. De estas observaciones se sigue una consecuencia fundamental: **los componentes de "cost push" e "inercial" de la inflación tienen un papel clave en la explicación de la presente aceleración.**

Cuando se mira desde esta perspectiva, da la impresión que **la nueva meta monetaria se colocó con un ojo puesto en la inflación y con otro en la evolución del tipo de cambio.** Es bastante razonable pensar que el gobierno se quiere asegurar de que no tendrá ninguna sorpresa cambiaria en el período electoral. Específicamente, **como nadie sabe a ciencia cierta cuál será la demanda de dinero –porque ello depende críticamente de la incertidumbre del contexto–, las autoridades prefieren errar por exceso de iliquidez que por lo contrario.** El pato de la boda será el crédito al sector privado y, por ende, la reactivación.

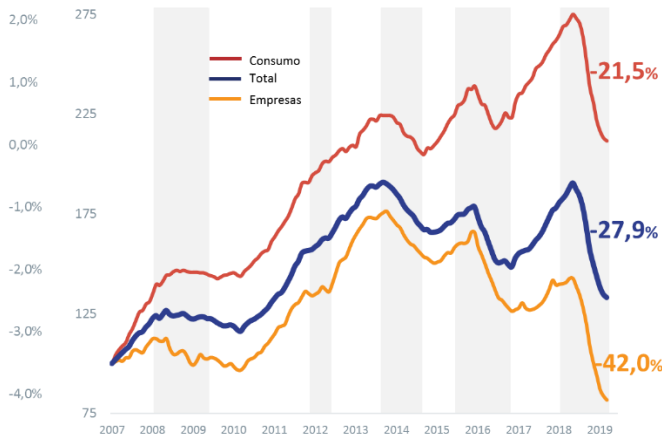
ABECEB

hacemos más real la economía real

Ingreso Disponible Real y Empleo del Sector Privado Registrado
Var. % i.a.



Stock de Préstamos Totales, al Consumo y a Empresas
Precios Constantes; Periodos sombreados indican recesiones



La segunda medida que anunció el gobierno le brinda más fuerza a la hipótesis de que la evolución del tipo de cambio tiene al menos tanta prioridad como la inflación en la mirada actual del gobierno. Se le permitió al Tesoro vender 9.600 millones de dólares en el mercado en lotes de 60 millones diarios. Como esto aumenta la oferta de dólares, está claro que debería incidir negativamente sobre el precio del dólar. Un par de días después del anuncio se aclaró, no obstante, que si el tipo de cambio tocara la banda inferior de flotación, la Tesorería dejaría de vender sus dólares en el mercado –donde todo el ajuste recae sobre los precios– y pasaría a vendérselos al Banco Central. Hay que considerar, sin embargo, que también se anunció que las bandas de flotación se ajustarán un 1,75% hasta fin de año.

En suma, si la inflación está siendo impulsada por un *cost push* y perpetuada por la inercia inflacionaria que generan los contratos indexados o con gatillo, esta medicina monetaria no parece la más adecuada en principio. Pero esto no es lo mismo que decir que la medida no tendrá ningún efecto sobre la inflación. En primer lugar, si el dólar deja de subir, uno de los factores que impulsan la inflación operará con menor fuerza; lo que se potenciará en el segundo semestre, que tiene menos correcciones tarifarias. En este sentido, la Tesorería está ayudando fuertemente al BCRA en la tarea de desinflación. En segundo lugar, como la cantidad de dinero no subirá y los precios sí lo harán, es de esperar que la oferta real de dinero se contraiga sistemáticamente hasta fin de año. Siendo ello así, la contracción monetaria va a ejercer presión hacia abajo en la demanda agregada. Eso ayudará a la desinflación. Pero el costo será el de retrasar la salida de la recesión. Combatir la inflación de costos e inercial con contracción monetaria, aumentará el costo a pagar en términos de recesión. El flanco débil de esta estrategia es que si la actividad no crece lo suficiente, la recaudación se resiente y se hace más complicado cumplir con la meta fiscal. No en vano, el FMI advirtió por estos días que podría ser necesario ajustar aún más el gasto. En este sentido, podría decirse que, si bien la Tesorería está ayudando al Central, éste no está ayudando a la Tesorería.

ABECEB

hacemos más real la economía real

