

Comienza otra película si inflación gana las expectativas de agentes

Ambito Financiero, Miércoles 26 de Octubre de 2005

Fernando Navajas
Economista jefe de FIEL

La llegada de Ben Bernanke a la cima de la Reserva Federal debería reavivar la discusión en la Argentina sobre la política monetaria que se requiere para hacer frente al peligro del retorno de la inflación. Curiosamente, Bernanke no es un fundamentalista de las reglas monetarias sino que ha defendido una posición muy balanceada entre objetivos de controlar los precios y suavizar los ciclos, siguiendo una lectura amplia de los mercados reales y financieros. Pero al mismo tiempo, considera que el control inflacionario es el objetivo prioritario en momentos de disyuntivas y que, en especial, la política monetaria tiene que actuar preventiva o anticipadamente, porque una vez que la inflación gana las expectativas de los agentes económicos empieza el rodaje de una película distinta.

La Argentina está hoy en uno de esos momentos en donde se tiene que revisar el orden de prioridades en materia inflacionaria. Tiene talento y capacidad técnica en el gobierno y sus asesores como para hacer las cosas bien en materia fiscal y monetaria. Pero tiene también, a nivel de mucha gente relevante y que forma opinión, bastante confusión sobre los determinantes mediatos e inmediatos de la inflación, en un momento en donde la demanda agregada vuela y el conflicto distributivo amenaza con crear espirales entre los precios y los salarios. Si en medio de esta disyuntiva vamos a pensar que una inflación que ya es de dos dígitos se resuelve interviniendo sobre las decisiones de formación de precios, dado todo lo demás constante, entonces tenemos un problema serio.

Mis argumentos en esta nota son básicamente tres. Primero, que la inflación que tiene hoy la Argentina se debe a que desde hace varios trimestres existe una sobredeterminación de la política fiscal y monetaria que deja sin ancla nominal a una economía que vuela al doble de su tendencia sostenible a largo plazo. Segundo, que como se dijo recién la inflación es un problema serio, porque si pasa de un umbral mínimo genera indexación implícita y explícita, y en algún momento obliga a definir el ajuste de un conjunto de variables nominales (incluyendo el tipo de cambio) “hacia arriba”. Tercero, que una lectura errónea de lo que está ocurriendo puede llevar a usar la política de “precios” a todo vapor para contener la inflación para evitar pasar el umbral crítico, lo que termina reprimiendo artificialmente la inflación y afectando negativamente la inversión.

Sin hacer juicios de valor y solo a título descriptivo, la política monetaria en la Argentina está parcialmente divorciada del objetivo prioritario del control inflacionario debido a que desde hace tres años domina la “doctrina” del tipo de cambio competitivo (TCC) que hace endógena la emisión por el sector externo, a pesar del mayor esfuerzo para colocar LE/NOBACS y recoger redescuentos. No estoy diciendo que dejar caer el tipo de cambio es el camino para el control inflacionario. Aquí también se aplica la crítica que si dejamos todo lo demás constante la inflación caerá sólo transitoriamente.

La resistencia a subir la tasa de interés es otra de las razones por las cuales la política monetaria no tiene instrumentos. Aquí se han usado argumentos explícitos (pero antagónicos o no coincidentes entre sí) de evitar un impacto en la actividad, evitar la entrada de capitales y en evitar generar problemas de apreciación que colisionan con la doctrina del TCC. En particular, el argumento del impacto en la actividad francamente no se entiende bien, cuando se observa que la economía viene creciendo a más del doble de la tasa de crecimiento potencial.

Por su parte la política fiscal le ha puesto presión al crecimiento de la demanda agregada por una suba sostenida del gasto público a más del doble de lo razonable para la estabilidad. Es cierto que los recursos también han venido creciendo sostenidamente, pero no es prudencial diseñar una política de gasto que sigue ingresos que dependen del ciclo y de precios internacionales excepcionales. La sobredeterminación de la política fiscal se refiere al hecho de que como en otros episodios cíclicos de la Argentina, la política fiscal se hace endógena si los salarios en el sector privado más el acomodamiento al reclamo distributivo, expanden el gasto público automáticamente. Además se hace endógena si la inversión pública tiene que recuperarse porque hay una intención política de hacerlo y existe vacío de inversión privada genuina en infraestructura, por ejemplo.

El resultado es que la política fiscal no es ancla nominal de los precios si no se puede contener la política salarial del sector privado y su traslado automático al sector público y además el gasto en inversión pública se expande demasiado rápido.

El crecimiento de la demanda agregada muy acelerado, el acomodamiento de la política monetaria y de la política de gasto, llevan a que se produzcan sorpresas inflacionarias localizadas inicialmente en diferentes mercados de bienes y servicios.

Si los precios saltan por aumento de la demanda agregada o por un impulso de costos entonces aparece el peligro de que la inflación supere un umbral crítico, digamos del 1.5% mensual sostenido, en donde la economía empiece a indexarse. Esta indexación está contenida hoy en la Argentina por que a los niveles bajos de inflación de los últimos años se ha podido divorciar de la inflación pasada, por razones distintas, el comportamiento de variables nominales clave tales como el tipo de cambio, la tasa de interés, los salarios y las tarifas públicas.

Pero este esquema puede revertirse si aparece un aún moderado escalón inflacionario a partir del piso en que hoy estamos. La indexación de las transacciones o contratos, o los ajustes discontinuos o escalonados, sobrevienen en este escenario. Y los riesgos son mayores si la demanda de dinero empieza a tomar nota de que un conjunto de variables nominales críticas empiezan a indexarse.

Hoy estamos lejos de este último escenario. Pero las cosas se complican cuando, frente a este panorama, aparece la confusión entre determinantes mediatos e inmediatos de la inflación. El miedo a que la economía se indexe puede llevar a la reacción correcta, o a una sobreacción frente a las causas inmediatas que derivan en utilizar la política de precios e ingresos para tratar de evitar o demorar artificialmente, dado que lo demás está constante, este proceso.

Además del daño que significa, para las decisiones de inversión que hoy se necesitan, que se materialice una intervención en el sistema de precios y se posterguen las correcciones que hoy tienen letrero luminoso como las de los servicios públicos, la energía y el transporte –y que son manejables dentro de la estabilidad de precios si se hacen las cosas bien- lo cierto es que iniciar el camino de la inflación reprimida sería un error imperdonable, dado lo mucho que costó conseguir la estabilidad de precios en la Argentina.