

12 de mayo de 2017

La tasa, el dólar y la inflación.

Esta semana el INDEC dio a conocer el dato de inflación de abril. La suba del IPC alcanzó el 2,6%, bastante por encima de la expectativa de mercado que se ubicaba en el 2% (encuesta del BCRA, REM). De esta manera, la suba acumulada en los primeros cuatro meses del 2017 ya es del 9%, dejando la meta del 17% demasiado lejos. Lo único rescatable, es que por lo menos sabemos que el INDEC es nuevamente un instituto de estadísticas confiable (con sus errores y aciertos técnicos obviamente).

Conocido el dato surgen varios interrogantes. ¿Podrá cumplir el BCRA con la meta del 17%? Creo que no ¿Cambiará su política monetaria? Creo que no ¿Podría hacer mucho más? Creo que no ¿Es correcto el camino elegido? Creo que no. Vayamos por partes.

Comencemos por los problemas de diagnóstico de las propias autoridades de la entidad. El párrafo a continuación es un extracto de un discurso del año pasado del Presidente del BCRA ([acá el discurso completo](#)):

"...Digamos por ejemplo las tarifas de energía aumentan en un mes en particular. Ante este evento, es muy plausible que escuchemos a economistas, hacer un cálculo del siguiente estilo. Si la ponderación en el IPC de esas tarifas, es, digamos, y estoy inventando el número, un 5%, y el aumento, digamos, también inventando, es del 100%, uno concluiría que el IPC tendría un aumento del 5% en ese mes. El razonamiento parece impecable. Esa es la ponderación en el índice y ese es el aumento. La cuenta da ese resultado. Este razonamiento yo lo circunscribiría al campo del equilibrio parcial. Y allí terminaría la conclusión. Se hace el cómputo y se obtiene una conclusión. Hasta arriesgo que un consultor que hace este cálculo, pueda llegar incluso a cobrar una tarifa por presentar este cálculo.

Llevemos este evento al plano del equilibrio general. Allí el análisis requiere preguntarse algo más. En el ejercicio mental que proponemos, hay un precio que sube. Pero por otro lado incorporamos al análisis la restricción presupuestaria que enfrenta la familia. Esa restricción presupuestaria se basa en que las familias tienen un cierto ingreso nominal, que no cambiamos, (tampoco se cambió en el análisis de equilibrio parcial), y ese es el ingreso que las familias tienen para gastar en todos los bienes. Entonces cuando un precio sube, es claro que la restricción presupuestaria implica que se puede gastar menos en los otros bienes, y que el precio de estos bienes debería bajar. El resultado final, si asumimos que la demanda por saldos reales no cambia, es que los precios finales, en promedio quedan constantes. En este caso, contestaría, el economista

que piensa en equilibrio general, los efectos de las tarifas sobre los precios sería nulo."

A mi entender, en la meta de este año el BCRA volvió a cometer el mismo error que durante el 2016. Otra vez subestimó los efectos de segunda vuelta en la corrección de precios relativos. Como menciona en el discurso, los aumentos tarifarios pegan directamente en el índice en lo que se denomina precios regulados. Pero deja de lado algo tan elemental como importante, que son los efectos indirectos. Los precios regulados (gas, electricidad, agua y petróleo) también se encuentran en la formación de precios del resto de los bienes y servicios, desde la producción de acero o vidrio, un bar o la peluquería. El 2016 fue una buena prueba de ello y este año estamos viendo lo mismo. Al modificarse la estructura de costos, en el corto plazo muchas empresas y prestadores de servicios modifican sus precios, en muchos casos independientemente de la demanda, y en diferente grado según los márgenes, la posibilidad de almacenamiento, la competencia, etc.

Más allá de esta exageración puntal mostrando el discurso, creo que el BCRA pecó por su exceso de monetarismo subestimando los costos de la corrección tarifaria, por lo menos en el corto plazo. La meta establecida será extremadamente difícil de cumplir, aún vaticinando una sustancial baja de la inflación para los próximos meses. Siendo optimista, la inflación podría ubicarse este año en niveles entre el 20% y 24%. Hay lugar para un retroceso de la inflación desde los niveles actuales (27,5% interanual) por varios motivos. En primer lugar, hasta octubre no tendremos ajustes de tarifas. A esto hay que sumarle que el consumo privado difícilmente aumente más que el producto, que las paritarias en promedio se negociaron en torno al 23% y obviamente la estabilidad del dólar.

Con lo cual, el BCRA se impuso un objetivo muy exigente sin demasiado sentido. Cuesta creer que una meta tan estricta haya sido establecida para contener la expectativa de precios, dado que para lograr esto primero necesita ganar credibilidad. Recordemos que para los partidarios de los regímenes de metas de inflación, uno de los canales de transmisión de la política monetaria es el manejo de expectativas. No veo mucho sentido en anunciar una meta, sobre todo en el primer año de implementación del régimen, que difícilmente pueda cumplirse.

Dicho esto, el BCRA no puede hacer mucho más, su capacidad de acción está limitada. Si bien de a poco la dominancia fiscal viene cayendo, dado el punto de partida, todavía es muy importante. En términos interanuales, la cantidad de dinero crece al 32%, muy cerca de la tasa de crecimiento del PBI nominal (estimamos, todavía no tenemos los datos). En lo que va del año la cantidad de dinero se mantuvo prácticamente constante, luego del fuerte aumento en la última parte del 2016 (comportamiento típico estacional). Pero abriendo un poco los datos se ven claramente las limitaciones de la política monetaria. En el 2017, el BCRA emitió \$78.000 millones para comprar las divisas que el Tesoro consiguió vía emisión de deuda. Por otra parte, le giró \$50.000 millones en concepto de adelantos transitorios. Para contrarrestar esta emisión, utilizó Lebacs y Pases por un total de \$175.000 millones. Visto de otra forma, debido a la dominancia fiscal, ya emitió el equivalente al 16% de la base monetaria del año anterior en menos de 5 meses.

A futuro esta dominancia fiscal irá cayendo, y la autoridad monetaria ganará margen de maniobra. Pero el camino obliga a esterilizar grandes sumas de pesos y pagar cada vez más intereses. Por otro lado, dado que la corrección de precios relativos mantiene alta la inflación, el Banco Central no puede bajar la tasa de interés. Si hubiera fijado una meta más laxa y realista (18%-23% por ejemplo), la presión sobre las tasas sería menor. Por último, estas tasas en pesos más las emisiones en dólares para el cubrir el rojo fiscal (Nación y Provincias), conllevan a que el dólar se mantenga prácticamente congelado. El principal ancla para contener la inflación continua siendo el tipo de cambio.

En términos de manejo de cartera, todo parece indicar que el Banco Central recién bajará la tasa en pesos cuando la inflación ceda y lo hará de forma muy gradual. Creo que en el segundo semestre tendrá margen para comenzar a bajar lentamente las tasas. Con lo cual, todo indica que colocar en Lebacs (o similares) continuará siendo la opción más interesante en el corto plazo. Pero como siempre mencionamos, estamos en un mundo globalizado, donde en los últimos meses hemos visto una fuertísima entrada de capitales en los países emergentes. A esto debemos sumarle que las tasas siguen extremadamente bajas a nivel global y que además la bolsa americana presenta

niveles de valuación muy elevados. Cualquier reversión seremos uno más del montón. Con lo cual, incluso a corto plazo, ir a buscar con todo el 24,25% en pesos considerando únicamente cuestiones domésticas me parece, por lo menos, descuidado. Diversificar y no fanatizarse.

Buen fin de semana,

Juan Battaglia
Economista Jefe