

Segundo semestre con menos inflación



La gestión del nuevo presidente será exitosa si y sólo si Argentina retorna al sendero del crecimiento perdido. El problema es que cuando una economía se sumerge en la estanflación, volver a crecer exige como precondition bajar la inflación. Más lento se baje la inflación, más se tardará y menores chances habrá de volver a crecer rápido.

La buena noticia es que el nuevo BCRA hace un diagnóstico acertado del problema inflacionario, ya que lo concibe como un fenómeno estrictamente monetario. Tenemos un Banco Central alineado con la normalidad, la teoría y la evidencia empírica. La política monetaria es el instrumento fundamental para mantener la inflación “a raya” en todo el mundo. Sin embargo, el banquero central siempre está expuesto a críticas; haga lo que haga. Si hace bien su trabajo y contiene la inflación, se lo critica por no haber sido “más” laxo. Por el contrario, es fuertemente criticado si la inflación se acelera.

De hecho, al nuevo BCRA se lo critica por el déficit cuasifiscal (volveremos sobre este punto) que estaría generando con la colocación de Lebacs, ignorando que de no ser por su accionar, el país estaría probablemente en hiperinflación con un aumento del nivel general de precios de 3 dígitos. En pocas palabras, el BCRA está ejecutando muy bien su política monetaria.

Primero, el BCRA toma una decisión acertada y elige hacer política monetaria y no política cambiaria para luchar contra la inflación. Las devaluaciones se trasladan a precios si y sólo si sobran pesos (hay convalidación monetaria). Esta conclusión está avalada por la experiencia regional. En la región, con Bancos Centrales que evitan que sobre dinero doméstico, el coeficiente de correlación entre devaluación e inflación es, en promedio, -2,4% (2008/2015). Segundo, el BCRA comprende que tiene que “limpiar” (por las buenas) el sobrante de pesos (stock) heredado de Vanoli de 4% del PBI (\$ 200 mil MM) y reducir la emisión (flujo) para evitar que dicho sobrante se licúe (por las malas) con maxidevaluación e hiperinflación. En este sentido y aun teniendo

que emitir (+\$ 58.600 MM) por los futuros de Vanoli, el BCRA eliminó todo el sobrante de pesos con colocación de Lebacs (+\$ 132.021 MM), suba de tasa (+9 p.p.) y venta de dólares. También redujo tasa de expansión de la base monetaria de 44% (dic. 2015) a 25% (mzo. 2016) interanual.

La actual política del BCRA evitó una hiperinflación con aumento de pobreza (¿40/45%?) y caída del PBI (¿-4%/-5%?) muy superiores. De hecho, esto último fue lo que sucedió cada vez que nuestra economía enfrentó un sobrante de pesos equivalente al 4% del PBI. Sucedió en 1957/1958 (1973/1974) y la inflación trepó a 113% (182%) en 1959 (1975).

¿Hay que esperar que la inflación se desplome rápidamente? Desgraciadamente, no. El problema es que el BCRA enfrenta obstáculos y restricciones que no sólo dificultan la ejecución de su política, sino que merman (en parte) su potencia y efectividad antiinflacionaria. Los retardos de la política monetaria son el primer y principal obstáculo. La política monetaria actúa con retardos estimados en 12 meses, por lo que la política monetaria desbocada de Vanoli seguirá teniendo impacto durante gran parte de todo este año, alimentando un piso elevado de inflación para 2016. El segundo inconveniente es que el BCRA heredado por Sturzenegger (FS) tiene menos reservas (en términos absolutos y relativos) en su activo, con lo cual su poder de fuego para intervenir en el mercado cambiario es menor. Por consiguiente, la decisión de FS de hacer política monetaria en detrimento de la política cambiaria es acertada.

El tercer obstáculo es la mochila financiera de las Lebacs, que no sólo dificulta la aplicación de la política monetaria, sino que siembra duda en relación con sus resultados futuros. Actualmente, las Lebacs ascienden a \$ 517 mil MM con una tasa media del 34,5% y una vida promedio de cincuenta días. En otras palabras, al BCRA le vence deuda por un equivalente a 7% del PBI (9% a fin de año) cada cincuenta días, lo cual es un obstáculo para hacer política monetaria con tasa de interés. Además, las Lebacs le ponen un piso muy elevado a la tasa, impactando negativamente en la inversión y en el consumo. Paralelamente, las Lebacs generan un potencial déficit cuasifiscal futuro que alimenta expectativas de emisión e inflación, impidiendo que la presente inflación baje más rápido.

En este contexto, con J. Milei venimos sosteniendo que habría que "limpiar" (parte) las Lebacs del pasivo del BCRA para potenciar la política monetaria antiinflacionaria y poder bajar la tasa de interés. En este sentido y aprovechando el arreglo con los holdouts, el Ministerio de Hacienda debería desarrollar una ingeniería financiera que cambiara (swapeara) Lebacs por bonos del Tesoro de largo plazo cancelando Adelantos Transitorios (US\$ 25 mil MM) y/o Letras Intransferibles (US\$ 67 mil MM) como contrapartida en el activo del Central.

Hasta ahora y como resultado de la acertada política del BCRA, el aumento del IPC E&R (+15,3%) acumuló mucho menos que la suba del dólar (+53%) en diciembre/marzo, permitiendo una importante ganancia de competitividad. Sin embargo, en la Argentina actual inflación e incremento del IPC no son "lo mismo". La inflación es el aumento permanente y sostenido del nivel general de precios. Por el contrario, los actuales incrementos del IPC están "maxiinflados" por subas oneshot de algunos pocos precios puntuales.

En este escenario, una correcta evaluación de la inflación exige prestar atención a la inflación núcleo (core), que no tiene en cuenta ni los precios administrados (tarifas, servicios públicos y combustibles), ni los bienes

estacionales (frutas y verduras). De acuerdo con nuestras mediciones, la inflación núcleo viene reduciéndose sostenidamente de 2,8% (enero) a 2,2% (febrero) y 1,8% (marzo), mientras que los precios administrados y estacionales se han acelerado de 0,4% (enero); 2,2% (febrero) y 2,6% (marzo). De acuerdo con nuestras estimaciones, el ajuste de tarifas (y nafta) de abril impactaría subiendo los precios administrados y estacionales +3,8%. Sin embargo, la inflación núcleo probablemente bajaría a 1,6%/1,4% en abril. Esta desaceleración de la inflación core es el dato más importante, ya que muestra que la política monetaria lentamente va haciendo su trabajo, permite anticipar una desaceleración de la inflación en el segundo semestre. Hay que entender que una inflación promedio anual de 35% y una interanual de 28% (diciembre) serán un logro.

Por Diego Giacomini

15 de abril de 2016