

Sorpresa inflacionaria, trampa de liquidez y estabilización

Desde que el gobierno lanzara su política de estabilización basada en tasas nominales de interés elevadas y asistencia del Fondo, **una característica saliente de la coyuntura ha sido la de combinar noticias buenas y malas por igual**. Debido a esto, interpretar cómo podría ser la evolución futura de la economía es hoy una tarea realmente complicada.

Seguramente, **entre las noticias más negativas del período se encuentra la aceleración de la inflación**, que alcanzó en setiembre la impactante cifra de 6.5% para minoristas y de 16% para mayoristas. **Junto con esto, también genera ansiedad que la recesión se haya profundizado sensiblemente y el hecho de que las altas tasas nominales de interés pueden ser un obstáculo de peso para una eventual recuperación del nivel de actividad**. Existe la visión bastante generalizada de que, si las tasas de interés y la inflación no se suavizan, la economía podría comenzar a destruir empleo con una intensidad que aún, afortunadamente, no se observa.

Pero junto a este cuadro **también ha habido datos positivos referidos sobre todo a los frentes fiscal y externo**. En el lado fiscal hay dos que sobresalen. **El primero es que Dujovne pudo anunciar recientemente que sigue sobrecumpliendo las metas fiscales**. Más allá de las críticas que podrían hacerse a la forma en que ello se logró –por ejemplo, caída en el gasto de inversión– lo cierto es que para abortar una crisis lo que importa es la efectividad más que la eficiencia. Hay que cumplir la meta para conseguir el financiamiento del FMI y para evitar la amenaza de dominancia fiscal. Punto. **El segundo dato es que el oficialismo se las arregló para pasar el presupuesto en diputados**. Dar una señal de capacidad de negociar y consensuar en un contexto recesivo y de ajuste es fundamental para recuperar la confianza.

En lo que hace al sector externo hay dos noticias que juegan a favor de la estabilización. En primer lugar se destaca el hecho de que, **luego de 20 meses consecutivos en los que la balanza comercial arrojó saldos deficitarios, en septiembre, la balanza comercial arrojó un superávit comercial** de US\$ 314 millones. Obviamente, esto se explica por la fuerte caída de las importaciones en un contexto de depreciación real y recesión ya que las exportaciones retrocedieron de la mano de la sequía. Las exportaciones de productos primarios disminuyeron de manera interanual 32,3%. En los nueve primeros meses el déficit de la balanza comercial llega todavía a US\$ 6.453 millones. Pero hay un quiebre claro y de aquí a fin de año ese déficit seguramente caerá. Van a ayudar, además de las importaciones, los aumentos en exportaciones de MOA y MOI que vienen subiendo, así como las de combustibles y energía. En este caso se aplica lo mismo que en el caso del déficit primario: para recuperar credibilidad externa luego de una corrida cambiaria la efectividad manda. El imperativo es "*show me the money*". Y mostrar un superávit comercial mensual en estas condiciones no es poco. Va a permitir que el déficit anual se ubique muy por debajo de los US\$ 8.309 millones del año pasado. Hay que tener en cuenta que, además de la sequía, hemos sufrido una caída en los términos del intercambio en el año de alrededor del 2.5%.

La otra noticia auspiciosa la aportó la información del MULC que se conoció recientemente. Las compras netas para formación de activos externos de residentes de septiembre cayeron fuertemente. Aunque son todavía altas, no llegaron a 2.000 millones de dólares. Esto significa que **hubo una caída del 29% en la demanda para atesoramiento de particulares. También cayó la cantidad de clientes y la compra promedio por cliente**. Está última fue de 2.800 dólares (11% más pequeña que agosto). Esto puede reflejar dos cosas: menor poder adquisitivo –y, por lo tanto, menor ahorro– por la aceleración de la inflación con "paritarias

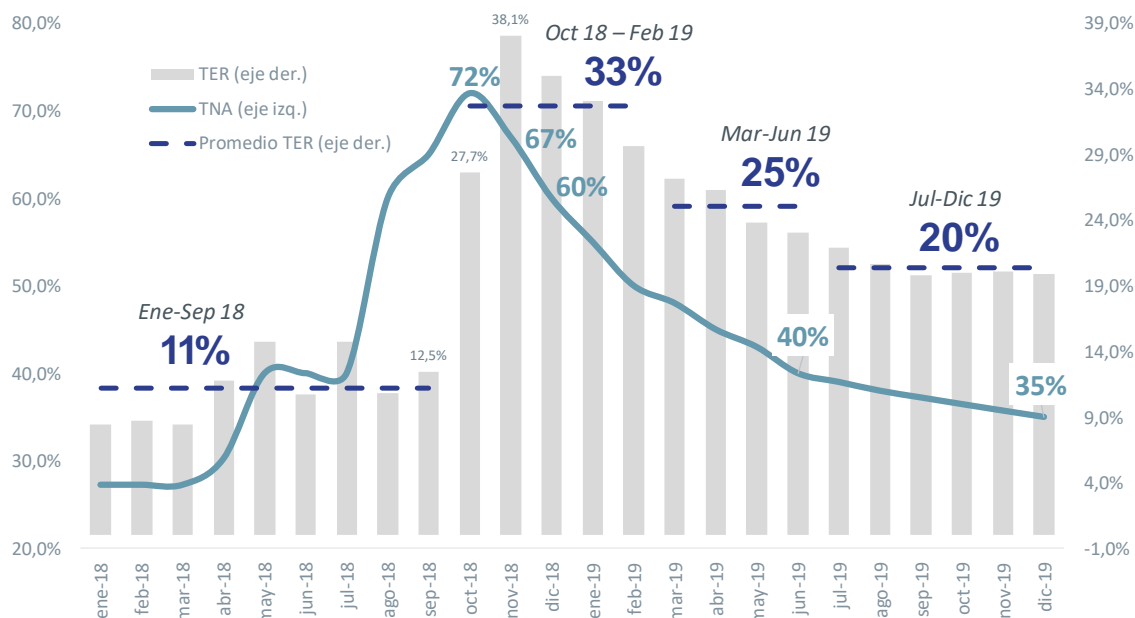
ABECEB

hacemos más real la economía real

viejas" y/o mayor confianza en que el dólar no seguirá con su escalada. **Un dato también positivo es que se renovó el 90% de las Letes en dólares que vencían.** Es sabido que la salud de la programación financiera depende de un buen *roll over* de estos papeles.

Por supuesto, está claro que **todavía es largo el camino que queda para que la confianza llegue a niveles compatibles con la estabilidad.** El indicador más relevante en este sentido es que **las tasas de interés siguen muy elevadas, indicando que los particulares están dispuestos a pagar un alto costo de oportunidad para colocarse en dólares y no en pesos.** El desafío que hoy enfrentan las autoridades puede ilustrarse recurriendo a la curva de demanda de letras del Central. Uno puede imaginar que el gobierno estuvo moviendo la oferta de letras para encontrar el punto *sobre* esa curva de demanda que estabiliza el rendimiento de los pesos y, por ende, también estabiliza el precio del dólar. Encontró ese punto con una tasa de las LELIQ algo superior al 70%. Una tasa que de manera más o menos directa afecta el rendimiento de los plazos fijos y otros instrumentos de la tesorería. Para seguir esta estrategia de "buscar la tasa que para el dólar", obviamente el Central tuvo que renunciar a fijar la tasa de interés, como lo había venido haciendo. A partir de este punto, para que las tasas de interés bajen sin que suba el precio del dólar no alcanza con moverse *sobre* la curva de demanda de letras del Central. Un movimiento a la baja sobre la curva aumenta el precio del dólar. Es necesario, en cambio, que se mueva *toda* la curva: se requiere que a la misma tasa en pesos se demanden más pesos (y menos dólares).

La mejora de la confianza es clave para poder bajar las tasas desde sus altos niveles actuales



Para que se produzca el movimiento de toda la curva tiene que ir mejorando la confianza. Si el programa se consolida esto va a ocurrir. Y esto depende de tres cosas fundamentales. Que siga la efectividad en el frente fiscal y en el externo y que continúe bajando la demanda de dólares para atesoramiento, lo que tendría como contrapartida una recuperación en los precios de los activos –tanto reales como financieros– con

riesgo argentino. Los factores que pueden incidir en el ajuste fiscal y el externo son bastante conocidos. Por ende, **nos gustaría llamar la atención sobre el vínculo del tercer factor –el atesoramiento– con las "sorpresas" que impactaron en la economía desde abril y sobre cómo ello puede influir en la estabilización.**

Las sorpresas desde abril fueron tan rápidas como inesperadas. Para muestra basta un botón. Piénsese en las expectativas del REM, que reflejan la percepción de un conjunto de agentes muy informados. En enero de este año, la expectativa era de una inflación en 2018 de 19.4% para el índice general y de 16.9% para la núcleo. Para fines de este año, se esperaba que la tasa de interés de política se ubicara en 21.75%. El tipo de cambio nominal para diciembre debía mostrar un valor de 22\$.

Cuando las expectativas resultan estar tan erradas, un problema que aparece es que los errores cambian sensiblemente la dinámica de comportamiento por períodos significativos. En efecto, **cuanto mayor la sorpresa, mayor la necesidad de renegociar los contratos y éstos no se renegocian de un día para el otro.** Por lo tanto, lo lógico es esperar que las consecuencias del shock que se produjo a partir de abril vayan siendo "digeridas" de manera gradual en el tiempo. Por supuesto, la "digestión" argentina es más rápida que en otras economías más estables porque aquí los contratos son de más corta duración. Quienes operan en nuestro país tienen una larga experiencia de sorpresas cambiarias y de aceleración de la inflación del tipo de la que estamos experimentando. Pero aun así, el acortamiento en la duración de los contratos tiene un límite operativo. Las paritarias no se pueden hacer cada siete días y el tiempo de rotación de los stocks o el período que va de la siembra a la cosecha le imponen un mínimo de duración a los contratos y a la rotación del capital de trabajo. **Como los contratos se fijan en términos nominales en su gran mayoría, durante el período de duración de los mismos los agentes quedan expuestos a las sorpresas cambiarias e inflacionarias. Una consecuencia de que los contratos sólo se pueden renegociar de manera gradual es que aumenta el componente "inercial" de la inflación.** Por ejemplo, el desfase salarial generado por el error de expectativas difícilmente se pueda corregir de una vez o instantáneamente y lo esperable es que la corrección sea gradual. La amenaza del desempleo o las suspensiones juegan a favor de posponer la recomposición del salario hasta el momento en que se recupere la demanda agregada. Asimismo, tampoco cabe esperar que el 16% de incremento en los precios mayoristas de setiembre vaya a ser pasado a los precios minoristas de una vez. Empíricamente, lo que se observó en otras aceleraciones inflacionarias es que ello ocurre gradualmente. Por supuesto, aquí también juega un rol la demanda agregada. Si la recesión es fuerte, las firmas prefieren reducir margen antes que sacrificar ventas, sobre todo si al quedarse ilíquida o con stocks una firma debe afrontar las tasas de interés que se observan hoy en el mercado. Así, cuanto mayor y más duradera la recesión más gradual va a ser el traspaso de la inflación mayorista a la minorista.

Estos aspectos de la dinámica inflacionaria probablemente le van a generar ciertos dilemas de política al gobierno en el futuro cercano. Si tiene éxito en comenzar rápido a bajar la inflación y la economía se reactiva, conseguir que la inflación continúe bajando va a ser más difícil porque el freno de la recesión a precios y salarios se debilita. Ante esta situación será difícil decidir si optar por una caída más lenta de la inflación y más actividad o no. En general, si el componente inercial es fuerte, se necesita más recesión para conseguir resultados antiinflacionarios. **Estas complicaciones sugieren que al programa de estabilización quizás le falta un componente específico para lidiar con la inercia.** Por ejemplo, para este tipo de dificultades permitir la indexación de los contratos no ayuda. Por eso es discutible la decisión de indexar los contratos de alquiler. Como también lo es que las jubilaciones se indexen.

Una segunda razón por la que una gran sorpresa tiene efectos que se prolongan hacia adelante y afectan la estabilización es que las pérdidas de capital pueden ser muy importantes si uno se equivoca en los

ABECEB

hacemos **más real** la economía real

precios. Una forma de cubrirse ante la incertidumbre que genera el hecho de no conocer los precios con certeza **es quedarse lo más líquido que se pueda.** La "trampa de liquidez" que azotó a los países desarrollados en la crisis sub-prime consistió justamente en eso. La diferencia en el caso de la Argentina es que las crisis hacen más probables las sorpresas inflacionarias y **la gente**, por ende, **no se queda líquida en pesos sino en dólares u otras divisas.** Esto explica que inmediatamente después de abril la formación de activos externos haya mostrado cifras récord. De este argumento se sigue que, en la Argentina, la trampa de liquidez no sólo prolonga la recesión como en cualquier parte del mundo sino que, además, genera presiones sobre el tipo de cambio y/o las reservas como consecuencia del incremento en la demanda de divisas para atesorar. De aquí que un paso necesario para estabilizar es que se establezca el tipo de cambio. En este sentido, este segundo *stand-by* ha obtenido un primer éxito al estabilizar el tipo de cambio por debajo de los 40 pesos y, también, se está afirmando incipientemente en la medida que cayó la demanda de atesoramiento de los particulares. El paso siguiente debería ser que se reduzca gradualmente la aversión al riesgo argentino. Cuando esto ocurra, veremos una recuperación importante en los valores tanto de renta fija como variable. En un escenario así el riesgo de sufrir fuertes pérdidas de capital por posicionarse en activos argentinos comienza a diluirse y eso es como un bálsamo para el nivel de actividad. Señales como la aprobación del presupuesto en diputados pueden hacer mucho en este sentido mientras que la aceleración de la inflación juega en sentido contrario.

No queda más que seguir monitoreando de cerca cómo evoluciona un escenario en el que debemos prepararnos para convivir con señales que necesariamente van a ser mixtas hasta que la economía consiga un grado mínimo de estabilidad.