

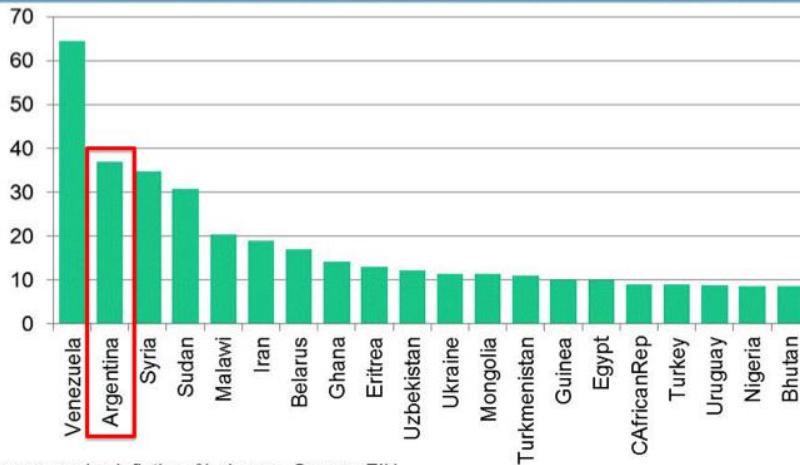


## ¿Cómo se frena la inflación?

Gustavo Reyes  
Economista Jefe IERAL Mendoza  
Septiembre de 2014

El hecho que la inflación en Argentina sea uno de los principales problemas de la economía de nuestro país es ampliamente conocido. Tampoco es novedad que Argentina presente uno de los procesos inflacionarios más elevados en el mundo. Pero dada la magnitud de este problema, sí resulta sorprendente, el escaso debate en el plano político de medidas concretas para terminar con este problema.

### World's highest inflation countries (July forecasts)



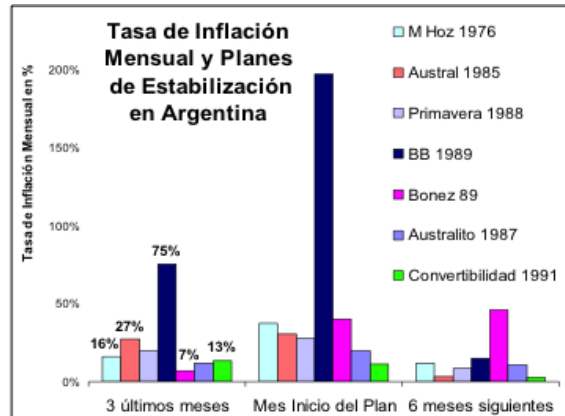
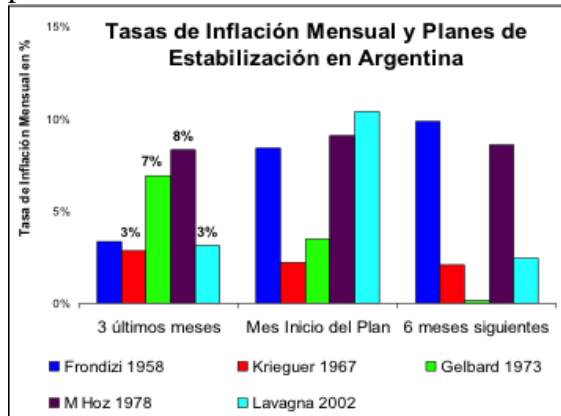
Consumer price inflation, % change. Source: EIU.

Prepare for opportunity.™

The Economist

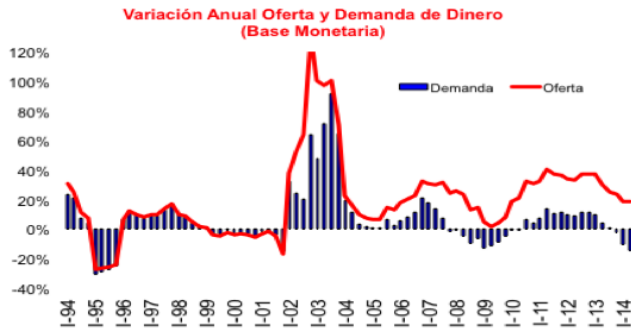
Intelligence Unit

El hecho que la mayoría de los países en el mundo prácticamente haya derrotado la inflación y que, en nuestra propia historia económica tengamos numerosas experiencias de planes anti-inflacionarios, no significa que bajar el nivel de inflación del 40% anual a otro cercano al 4% sea sencillo y rápido de realizar. A nuestro entender lograr esta tarea, no va a resultar sencillo para el próximo gobierno y es clave comenzar a discutir los principales lineamientos sobre los que deberá actuar la futura política económica.

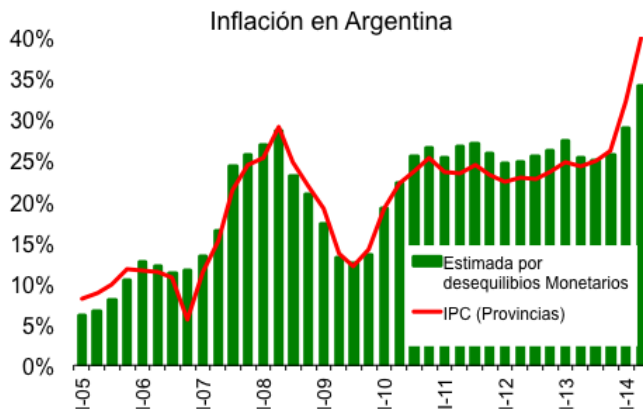




Como se ha analizado numerosas veces desde estos informes, el problema inflacionario se produce básicamente por desequilibrios monetarios que destruyen el valor del dinero doméstico (peso). Al igual que el precio de cualquier bien que cae mientras menor es su demanda y mayor es su oferta, el valor del dinero también se reduce (sube la inflación) cuando cae su demanda (deseos de la gente de mantener dinero doméstico) y se expande su oferta (emisión monetaria). La propia historia inflacionaria de nuestro país prueba muy bien esta teoría como puede observarse en los siguientes gráficos.



En los 90's, como la emisión de dinero (oferta) evolucionaba al mismo ritmo que la demanda, la inflación era muy baja. En 2002, la emisión monetaria creció más rápido que la demanda provocando una importante aceleración monetaria. Luego entre 2003 y 2004, la demanda y la oferta de dinero nuevamente comenzaron a tener una dinámica similar originando una importante desaceleración del proceso inflacionario. A partir de 2005, nuevamente la oferta crece a mayor ritmo que la demanda y la tasa de inflación de acelera hasta mediados de 2008 que, con la crisis internacional, el Banco Central comienza a vender dólares y desacelera el ritmo de emisión monetaria generando una nueva caída en la tasa de inflación. Luego, la dinámica de la oferta de dinero vuelve a estar muy por encima de los deseos de la gente de mantener pesos y la inflación naturalmente comienza a crecer. Claramente, los desequilibrios entre la demanda y oferta de pesos explican bastante bien la dinámica del proceso inflacionario en Argentina.

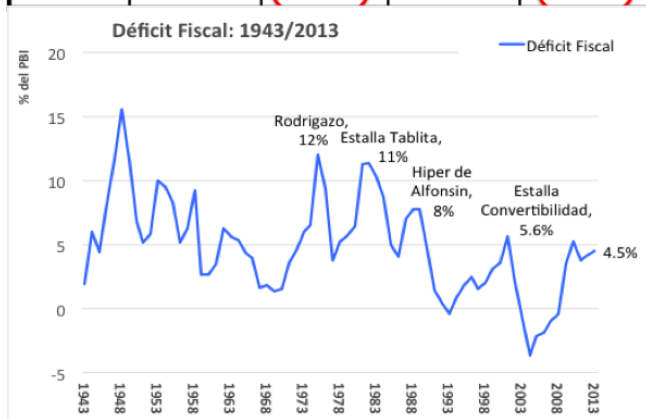




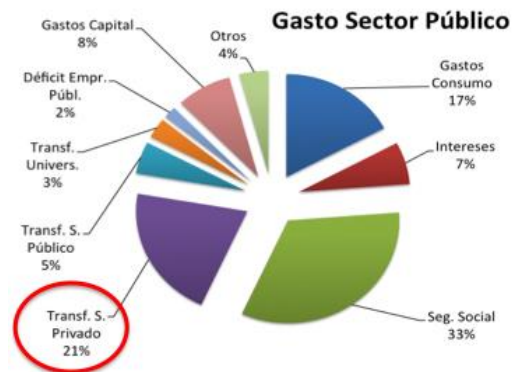
De esta forma, resolver el problema inflacionario requiere solucionar los desequilibrios monetarios lo cual implica, por un lado tratar de reducir el ritmo de emisión monetaria (Oferta) y por otro lado, aumentar los deseos de la gente de mantener dinero doméstico (Demanda).

Un simple análisis de los determinantes de la emisión monetaria en los últimos años muestra que el principal determinante del ritmo de emisión monetaria (Oferta) está dado por la necesidad de financiamiento del creciente desequilibrio fiscal como puede observarse en el siguiente cuadro.

	Emisión Base Monetaria en \$ M de Millones			
	u\$s	Gob.	Esteril.	Neto
2012	41.4	47.5	-15.2	104.1
2013	-32.3	94.1	-8.1	69.8



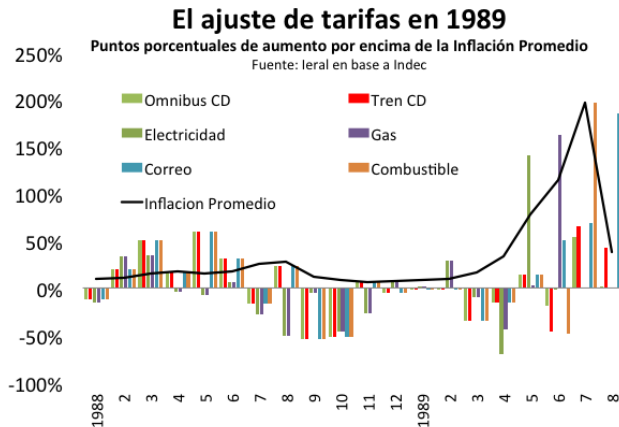
Resolver el problema fiscal de Argentina no resulta tan sencillo porque el mismo tiene implícito un nivel de presión impositiva récord para la economía de nuestro país sustentado por numerosos impuestos altamente distorsivos que resultan muy difíciles de mantener para una economía competitiva. De esta forma, la mejora de las cuentas fiscales debería venir por el lado de los gastos. En este sentido, las transferencias al Sector Privado que incluyen básicamente a los subsidios energéticos y de transporte son las principales erogaciones claramente a recortar.



implementación del ajuste claramente no va a resultar una tarea sencilla. El antecedente histórico más reciente de un fuerte ajuste tarifario para mejorar las cuentas fiscales data del año 1989. En el mes de julio de aquél año se produjo la mayor parte de los ajustes tarifarios que alcanzaron aumentos entre los 50 y 200 puntos porcentuales por encima del nivel inflacionario promedio que justamente en ese mes alcanzó el pico hiperinflacionario (196% mensual). Si bien las condiciones actuales son claramente diferentes a las de 1989, está también muy claro que la magnitud del aumento tarifario



va a tener sus repercusión sobre los índices inflacionarios y por lo tanto, sobre los costos, el poder adquisitivo de los salarios y la demanda de bienes y servicios.



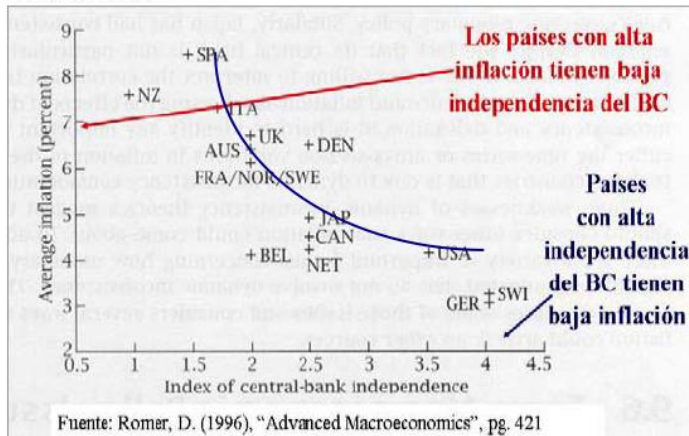
Si bien el sinceramiento tarifario debería reducir buena parte del problema fiscal y de la dinámica de la emisión monetaria, para evitar el impacto recesivo del ajuste tarifario, las autoridades económicas deberían bajar al mismo tiempo buena parte de los impuestos distorsivos reduciendo así la elevada carga tributaria que hoy pesa sobre la actividad económica.

Si bien una reducción de los impuestos distorsivos afecta positivamente el funcionamiento de la economía y mejora su eficiencia, hasta que la misma se dinamice, probablemente evaporará la mejora en el déficit producto del ajuste tarifario. Dado que este nuevo déficit fiscal (transitorio hasta que se dinamice la economía) no debería financiarse nunca más con emisión monetaria (ya que sino no se avanzaría en el problema inflacionario), será necesario contar con acceso al financiamiento de los mercados de capitales y de Organismos Internacionales para tal fin, lo cual como probablemente requerirá tener solucionado el actual problema del default de la deuda. De esta forma, reducir el ritmo de la emisión monetaria no luce para nada como un trabajo sencillo de realizar. Sin embargo, las tareas para resolver el problema inflacionario no deberían terminar allí. Como explicáramos anteriormente, para eliminar la inflación no solamente debe reducirse el ritmo de emisión monetaria (Oferta) sino también debe impulsarse los deseos de la gente a mantener los pesos (Demanda).

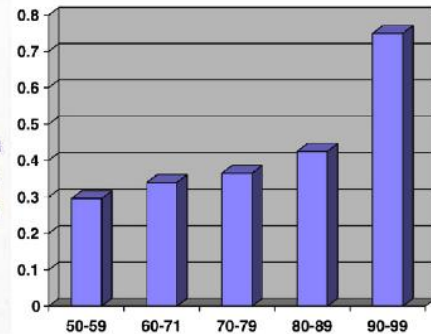
Distintas medidas, tampoco fáciles de implementar, son necesarias para impulsar la demanda de pesos.

En primer lugar, se debe restaurar la independencia del Banco Central. Una entidad monetaria que funcione en forma independiente de las presiones políticas y cuya tarea primordial sea cuidar el valor de la moneda es esencial para lograr la confianza de los tenedores de pesos. Numerosa literatura y evidencia empírica<sup>1</sup> avalan la importancia de un Banco Central independiente para alcanzar tasas de inflación reducidas.

<sup>1</sup> Cukierman, Alex, "Central Bank Strategy, Credibility and Independence, MIT.



Índice de Independencia Banco Central  
Economías en América Latina  
(Argentina, Bolivia, Colombia, Honduras, México, Nicaragua, Perú, Uruguay y Venezuela)



En segundo lugar, se deben crear instrumentos que les permitan a los tenedores de pesos mantener el poder adquisitivo de sus ahorros. La Unidad de Fomento de Chile es un claro ejemplo de estos instrumentos. En Argentina, se intentó hacer algo similar mediante el CER (Coeficiente de Estabilidad de Referencia) pero los problemas del índice de precios del Indec abortaron la utilidad del mismo. Claramente devolver la credibilidad pública al Instituto Nacional de Estadísticas y Censos es un pre-requisito clave a la creación de este tipo de instrumento.

En tercer lugar, para impulsar la demanda en pesos es muy importante permitir el libre uso comercial y de atesoramiento en otras monedas y que las mismas puedan ser convertidas libremente al peso al tipo de cambio de mercado. Para que la gente decida ahorrar en \$ e impulsar la demanda de dinero doméstico siempre debe tener la posibilidad de pasarse libremente a otras monedas.

Por último, la demanda en pesos puede potenciarse solamente en la medida que las expectativas inflacionarias sean bajas para lo cual es indispensable que exista un instrumento que permita anclar las mismas. La característica clave para que un ancla de expectativas funcione correctamente es que sea fácilmente de ser observado por la población.<sup>2</sup>

El ancla más utilizado en la historia de nuestro país ha sido la instrumentación de un tipo de cambio fijo en sus diferentes modalidades, desde una tablita con actualizaciones pre-anunciadas hasta el tipo de cambio fijo de la convertibilidad pasando por diferentes esquemas de mini-devaluaciones y/o saltos devaluatorios. Si bien este tipo de ancla tiene la ventaja que es muy fácil de ser observado por la población, la experiencia de nuestro país no ha resultado muy exitosa con este tipo de anclas ya que las mismas tarde o temprano no se han cumplido (se han abandonado las promesas cambiarias).

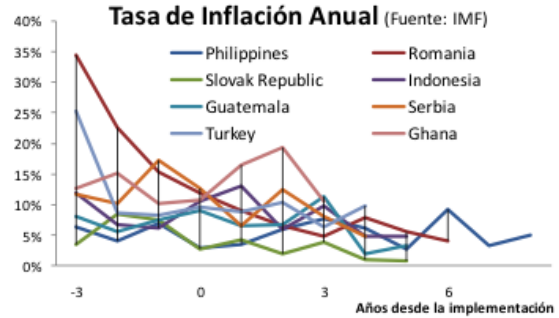
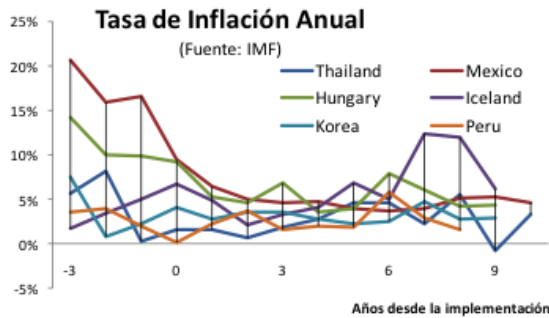
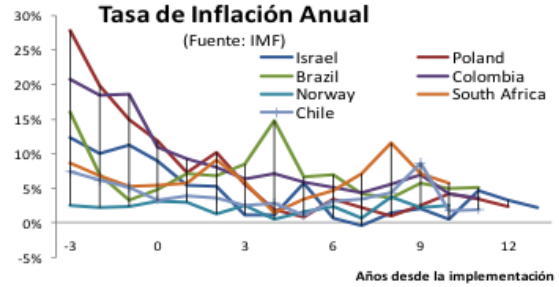
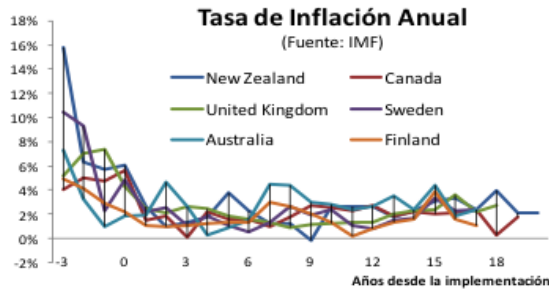
Dada estos problemas de funcionamiento y credibilidad, nuestro país debería buscar anclas basadas en un tipo de cambio flexible. Básicamente hay dos tipos de anclas bajo este sistema cambiario: metas monetarias y metas de inflación. El primer caso, se trata de bandas que limitan la expansión de los diferentes agregados monetarios. El gran problema de este tipo de anclas es que resultan muy difíciles de observar para la población y por lo tanto, no ayudan demasiado a mantener bajas las expectativas inflacionarias. Las metas de inflación por definición son más fáciles de observar para la gente común ya que implica un compromiso por parte de la autoridad monetaria de pre-anunciar los rangos en los que se va a situar la inflación en un determinado período

<sup>2</sup> Mishkin, F. (2014), "Moneda, banca y mercados financieros", capítulo 16, 10ma. Edición, Pearson.



(por supuesto también requiere un órgano estadístico oficial con alta credibilidad para medir la inflación).

Una cantidad creciente de países ha venido adoptando este tipo de anclaje y sin duda podría ser una muy buena opción implementarla en nuestro país para anclar las expectativas inflacionarias. La clave de este ancla es la credibilidad que va adquiriendo la entidad monetaria en su rol de “guardián” del valor del peso. Por lo tanto, la implementación del mismo y las metas de reducción de la inflación siempre resultan ser lo más gradual posibles.



Como se podrá haber observado, si bien los pasos a seguir para bajar los actuales niveles inflacionarios son bastante conocidos y se basan simplemente en impulsar la demanda de pesos y que la oferta evolucione a un ritmo similar, esto para nada significa que las medidas que se deben implementar sean simples y de rápido accionar. En la medida que el contexto político tome absoluta conciencia de estas particularidades, las mismas no sólo serán más factibles de implementar sino también de perdurar en el tiempo de forma tal de asegurar erradicar el gran problema de la inflación en Argentina.