Tasas de interés, tipo de cambio e inflación

Otro verano con los nervios de punta

Osvaldo Kacef

Enero 2018

cece

Es casi una tradición que los veranos de la Argentina son particularmente intensos en materia de noticias del ámbito económico, generalmente provenientes del mercado de cambios y este verano no parece ser la excepción. Recientemente, el gobierno introdujo un cambio importante en su política monetaria, aumentando la meta de inflación para el 2018 de 10% a 15%, lo que abrió la posibilidad para una estrategia menos agresiva de parte del BCRA en relación con la evolución de las tasas de interés. Aunque habrá que observar la reacción de la autoridad monetaria a medida que se vaya conociendo la evolución de la tasa de inflación en los primeros meses del año, la disminución de las tasas de interés reguladas por la autoridad monetaria observada en las últimas semanas, aunque incipiente, confirma por ahora este cambio de estrategia.

Debe destacarse que el inicio de un sendero gradual de disminución de las tasas de interés era algo que contaba con consenso, tanto a nivel de la mayor parte de los economistas como de los políticos y de la sociedad en su conjunto, dada la escasa eficacia que había mostrado la estrategia seguida hasta entonces para acercar la tasa de inflación a la meta buscada por el BCRA. Sin embargo, aunque el cambio de la estrategia de estabilización fue bien recibido, el impacto que ha tenido este descenso de las tasas de referencia de la política monetaria sobre el mercado de cambios ha comenzado a generar cierta preocupación, sobre todo por el temor de que pueda repercutir negativamente sobre las expectativas inflacionarias.

No es una novedad que los movimientos del mercado de cambios, en particular si son rápidos, generan inquietud entre los argentinos. Hace alrededor de un año escribimos sobre ese tema en estas páginas, en una nota cuyo título hacía referencia a la relación compleja que existe entre nuestra sociedad y el valor del dólar. En esa nota decíamos, en relación con el vínculo entre la política monetaria, el tipo de cambio y la tasa de inflación, que como “el crédito para la financiación de las actividades productivas o del consumo de bienes durables es relativamente poco importante…el canal de transmisión habitual de la política monetaria, a través del costo del crédito y su impacto sobre la demanda es relativamente poco potente. En cambio, dada la preferencia de los argentinos por los activos en dólares, la política monetaria actúa más rápidamente a través de los mercados de activos”.

Sucede que, como los activos financieros en moneda argentina y en moneda extranjera son sustitutos (es decir que cuánto más se demanda de unos menos se demanda de los otros), un aumento de la tasa de interés y, por tanto, de la retribución que reciben los tenedores de activos financieros denominados en pesos, aumenta la demanda de estos al tiempo en que se debilita la demanda de activos en moneda extranjera y por lo tanto sus precios caen, entre ellos el tipo de cambio. Por esta razón, decíamos en la nota citada que “una política monetaria contractiva podría contribuir a disminuir la inflación no tanto por su impacto depresivo sobre la demanda de bienes, sino por la apreciación cambiaria a que daría lugar. Como la tasa de devaluación es un elemento muy relevante en el proceso de formación de precios de la economía, el impacto de la política

monetaria sobre el tipo de cambio contribuiría a disminuir la tasa de inflación por una vía distinta a la habitual".

La forma que adquiere el vínculo entre tasa de interés y tasa de inflación explica en gran parte porque la política monetaria ha sido ineficaz hasta ahora. Este impacto indirecto, a través de los precios de los activos financieros ha sido muy bajo y la tasa de inflación se ha mantenido en el umbral del 25% anual, en el que se ha venido ubicando en los últimos años, descontando el impacto inicial de la depreciación que siguió a la liberación del cepo cambiario a fines del 2015.

Otro problema que se derivaba de la estrategia de continuo aumento de tasas de interés es que, como el tipo de cambio nominal disminuía o aumentaba bastante menos que la tasa de inflación, esto deterioraba la competitividad de los bienes y servicios producidos en el país respecto de los del resto del mundo (lo que los economistas llamamos el tipo de cambio real) y este es uno de los factores que contribuyen a explicar el elevado y creciente déficit en la cuenta corriente del balance de pagos. Esto añade otro elemento importante de preocupación, en la medida en que para financiar el déficit en la cuenta corriente del balance pagos es necesario contraer deuda en los mercados internacionales y, si bien por ahora los indicadores de endeudamiento externo son bajos, esta no es una situación que se puede prolongar demasiado tiempo sin generar expectativas adversas acerca de la evolución de la economía.

De esta forma, estamos frente a un cambio de estrategia de política monetaria que va en la dirección correcta. Por un lado, porque permite una disminución de las tasas de interés y esto, aunque como señalamos anteriormente no tiene un impacto significativo, contribuye positivamente al crecimiento de la economía. Por otro lado, y este es el efecto más importante, porque alivia la presión sobre el mercado de activos en moneda extranjera y permite un aumento del tipo de cambio que mejora la competitividad y puede contribuir a mejorar las cuentas externas. Pero si el cambio está en línea con lo esperado, ¿porqué la preocupación? Como dijimos al inicio, lo que preocupa es el impacto que pueda tener el cambio de la estrategia de política monetaria sobre las expectativas de inflación, sobre todo porque en poco más de un mes comienza la ronda de negociaciones paritarias.

Cabe preguntarse a esta altura lo siguiente: si como hemos dicho antes, el impacto del aumento de la tasa de interés fue poco relevante para disminuir la tasa de inflación, ¿porqué ahora el movimiento contrario, es decir la disminución de las tasas de interés, puede dar lugar a un aumento importante de la tasa de inflación? La respuesta a esta pregunta tiene que ver con el canal a través del cual la tasa de interés afecta a la tasa de inflación, pero también con la extrema sensibilidad que tenemos los argentinos con respecto a la evolución del tipo de cambio.

Como la evolución de la tasa de interés afecta a la tasa de inflación principalmente a través de su efecto sobre los mercados de activos financieros y en particular sobre la

cotización el dólar, hasta fines del año pasado hemos visto que, en la medida en que la estrategia monetaria empujó hacia abajo a la cotización del dólar o que al menos actuó de manera de contener sus aumentos, el efecto en términos de tasa de inflación ha sido escaso. Sin embargo, ahora que la tasa de interés cae y esto impulsa hacia arriba a la cotización cambiaria, el impacto puede ser mayor, por dos motivos: por el cambio de signo de la variación, que ahora es positivo y por la velocidad de la variación.

Un aumento del tipo de cambio, sobre todo si es de cierta magnitud y se produce en un lapso corto de tiempo puede dar lugar a estrategias defensivas de parte de los formadores de precios que no quieren perder posiciones relativas y esto puede empujar hacia arriba a la tasa de inflación. Va a ser necesario que el BCRA actué sobre el mercado de cambios a fin de que el aumento de la cotización del dólar, aunque deseado, sea más paulatino y sobre todo, que contribuya a la generación de algún consenso acerca del techo al que puede llegar la cotización, de manera de atemperar la incertidumbre que puede generar la percepción de un aumento descontrolado del tipo de cambio. Esto permitiría estabilizar las expectativas de inflación, aunque ciertamente por encima de la nueva meta fijada por el Banco Central.