

# El problema de las expectativas inflacionarias

■  
*Los últimos meses se han caracterizado por una clara desmejora en las expectativas tanto de inversores como de consumidores.*

■  
*El impacto de la incertidumbre se refleja en la fuerte caída en la cotización de bonos públicos y la presión alcista sobre el precio del dólar.*

■  
*Pese a las intenciones de recomponer el superávit fiscal y sincerar precios en forma gradual, la pregunta es si esto resultará suficiente.*

Los últimos meses se han caracterizado por una creciente sensación de incertidumbre con respecto al futuro de la economía argentina. Si bien la economía aún no es completamente fiable en precisar el momento en que los problemas llegan, si resulta confiable en la predicción del tipo de consecuencias que cabe esperar a partir de las decisiones que se toman. La crisis energética y la aceleración de la inflación en el transcurso de los últimos meses finalmente confirmaron los pronósticos pesimistas, pese al esfuerzo del gobierno por negar la posibilidad de lo que finalmente sucedió.

La situación cambió en sentido negativo. Más allá de los esfuerzos del gobierno por disimular problemas a través de cambios en la metodología de elaboración de los indicadores oficiales, se observa una creciente preocupación sobre las perspectivas de la economía argentina, en un contexto internacional que ha prendido luces de alerta por los efectos de la crisis financiera en mercados desarrollados. Los encargados de transmitir las malas noticias han sido la disminución de reservas, la presión sobre el tipo de cambio, el aumento de las tasas de interés y la caída en la cotización de los bonos públicos.

Estos cambios reflejan un deterioro en las expectativas de inversores, con una mayor ponderación de un posible escenario a mediano plazo con dificultades. Al cambiar las expectativas, los inversores han modificado la composición de sus ahorros, sustituyendo activos locales (bonos del gobierno) por activos extranjeros (dólares). Con estos cambios, cae el precio de los activos locales y aumenta el rendimiento de los títulos públicos para retribuir la exposición a un mayor riesgo, en tanto que, por efecto de la mayor demanda de dólares, se pierden reservas y el tipo de cambio tiende a aumentar. La inseguridad en torno al poder adquisitivo futuro de la moneda local, debe ser recompensada por un aumento en la tasa de interés. En síntesis, los esfuerzos de los funcionarios a cargo de la intervención en el INDEC no llegan hasta el precio de los activos financieros y la lectura de sus fluctuaciones en los últimos meses, no han hecho más que transmitir el mayor escepticismo de los inversores sobre el futuro de la economía argentina.

Si bien se observa una creciente preocupación, la misma aún no reviste gravedad suficiente como para derivar en una situación de "pánico de inversores". El alto nivel de reservas del Banco Central todavía genera un efectivo efecto disuasorio sobre el intento de corridas cambiarias. Los cambios en la cotización de activos financieros por el momento solo reflejan una corrección del precio relativo de los activos locales en términos de dólares.

La economía real todavía no acusa impactos significativos, pese al efecto negativo de los cortes en el suministro de energía y el encarecimiento del crédito comercial. De todas maneras,

podría advertirse una desaceleración en los próximos meses por cuanto la rápida reacción de variables nominales frente a cambios en el contexto suele anticipar cambios en variables reales como la producción y el empleo.

## Retorno de expectativas inflacionarias

La principal fuente de incertidumbre en el corto plazo es la tendencia creciente de la inflación y la falta de reacción oficial frente al problema. Los niveles de inflación reales en la actualidad se encuentran en niveles cercanos al 20% anual. Tasas de crecimiento de esta magnitud alimentan las expectativas inflacionarias. Al predominar estas expectativas, se genera el incentivo a disminuir la disponibilidad de saldo en efectivo de moneda local. Las personas se deshacen del dinero comprando bienes u otras monedas que conservan su poder adquisitivo (euros, dólares). Por lo tanto, el efecto inicial, es una mayor demanda tanto de bienes como de divisas y en consecuencia de sus precios. La mayor presión inflacionaria convalida las expectativas, propiciando un nuevo ciclo de gastos y fuga de capitales.

La persistencia de una inflación elevada empeora el clima social. No es suficiente mantener una tasa de desempleo a la baja si una parte creciente de la población no alcanza niveles de ingresos que le permita cubrir sus necesidades más elementales.

La interrupción del proceso de crecimiento en la inflación requeriría de medidas cada vez más drásticas para cambiar las expectativas, con el agravante en el caso argentino, de un recuerdo todavía latente de recurrentes crisis inflacionarias acompañadas de recesión, que impondrá un esfuerzo adicional para generar compromisos creíbles. Por lo tanto, el problema actual consiste en haber alcanzado niveles de inflación suficientemente elevadas como para generar el resurgimiento de expectativas inflacionarias que conducen a una cada vez mayor disminución de la demanda de pesos en términos reales, o su contrapartida, la "redolarización" de los ahorros.

## Escenarios contrapuestos

La gravedad del problema estaría directamente asociado a cuatro elementos: (1) al tiempo que dispone del gobierno para revertir las expectativas, antes que resulte inevitable una corrida sobre las reservas; algo que a esta altura de las circunstancias resulta muy difícil de pronosticar; (2) la capacidad técnica para seleccionar e implementar una estrategia efectiva contra la inflación; (3) la disposición de los próximos gobernantes para adoptar una estrategia efectiva contra la inflación; (4) la capacidad política de la próxima administración para resistir presiones sectoriales que pudieran interferir en su voluntad de aplicación de una estrategia efectiva contra la inflación.

Frente a tantos condicionantes, se recogen visiones contrapuestas sobre el futuro de la economía argentina, con el efecto no buscado de acentuar las dudas o confusión de inversores y consumidores.

Comenzando por los planteos optimistas, en un extremo se encontrarían aquellos que piensan que solo ha habido una corrección en el precio de los activos debido al cambio de escenario internacional. La inflación no sería problema en la medida que continúe el ritmo de crecimiento económico, impulsado por la fuerte demanda internacional de productos primarios. El Gobierno no tendrá mayores inconvenientes para refinanciar deudas y atender compromisos financieros.

El superávit primario se recompondrá a través de un freno en el crecimiento del gasto público y la tendencia creciente de la recaudación. A partir del próximo año, un acuerdo por la refinanciación de deudas con el Club de París, permitiría un mayor acceso al crédito internacional. Se liberará gradualmente las tarifas energéticas y las expectativas de inflación se contendrán a través de una política de ingresos concertada en un pacto social, a efectos de moderar y compatibilizar las pretensiones de empresarios, sindicatos y gobierno. Estas ideas intentan reflejar los aspectos centrales de la visión del oficialismo. Su postura podría resumirse en el siguiente concepto: no hay necesidad de cambios de fondo en la política económica y sólo se requieren ajustes que se pueden implementar de forma gradual.

Una segunda visión sobre el futuro destaca que la economía argentina esta en situación de riesgo si no se realizan cambios, principalmente con un recorte sustancial del gasto público y se asume los inevitables costos políticos de eliminar distorsiones generadas por controles de precios y subsidios. En este enfoque se perciben inconsistencias a mediano y largo plazo pero aún hay tiempo para revertirlas. En esta visión intermedia, hay necesidad de realizar ajustes importantes y desacelerar el ritmo de crecimiento del gasto en consumo, para retomar una senda de crecimiento, capitalizando la oportunidad histórica del fuerte crecimiento de la demanda de los productos de exportación.

La tercera visión plantea un escenario pesimista por cuanto confiere una mayor probabilidad a la posibilidad de una nueva crisis. El tiempo para resolver las inconsistencias del modelo de política económica esta muy próximo a agotarse. Este enfoque destaca que las perspectivas de la economía se encuentra cada vez más comprometidas por un proceso de inflación creciente, en las que tiende a reforzarse en el futuro, la probabilidad de un cuadro de recesión con inflación. En este enfoque, los desequilibrios difícilmente puedan ser resueltos por el gobierno, sino a través de una crisis en el futuro.

En definitiva, puede clarificar el trazar una comparación con la mecánica de automóviles. El enfoque optimista representaría la situación de un automóvil que requiere reparaciones menores de chapa y pintura. La segunda, demanda un cambio mayor a través de la rectificación del motor. La tercera, representa el peor de los casos y destaca la necesidad de un cambio de automóvil. ■