

El Banco Central juega con fuego



Por Horacio Costa, economista presidente de DPA Consultores

La economía argentina se encuentra en un proceso de aumento de precios que se retroalimenta y que ha alcanzado niveles del orden de 25% a 30% anual.

Factores externos, como el aumento de los precios de las materias primas y la devaluación del dólar, sumados a la política del Gobierno que llevó al gasto por encima de la capacidad de oferta de la economía, han contribuido al aumento de los precios internos.

Sin embargo, no queda tan claro por qué se ha alcanzado semejante magnitud ni su tendencia a la retroalimentación. El desequilibrio monetario explica estas cuestiones.

La expectativa de inflación para los próximos doce meses, de acuerdo a la medición efectuada por la UTDT, pasó de 12/15% en el año 2006, a 20% en el año 2007 y actualmente se ubica en torno al 35%.

En consecuencia, particulares y empresas prevén que sus activos en pesos no remunerados, compuestos por el circulante y los depósitos en cuentas corrientes (M1) van a perder, por efecto del aumento de precios, un tercio de su poder adquisitivo en el transcurso de un año. La contrapartida de esta pérdida es una ganancia para el Estado (emisor de los pesos). Por eso se la denomina 'impuesto inflacionario'.

La reacción esperable frente a esta situación es intentar eludir el pago del impuesto inflacionario. Para ello tratarán de bajar su stock de circulante y de depósitos en cuentas corrientes. Esta dinámica ya se ha iniciado.

En los doce meses transcurridos entre marzo del año 2007 y marzo de 2008, M1 creció 16%, equivalente a la mitad de la actividad económica según datos oficiales (8.5% real y 20% los precios implícitos).

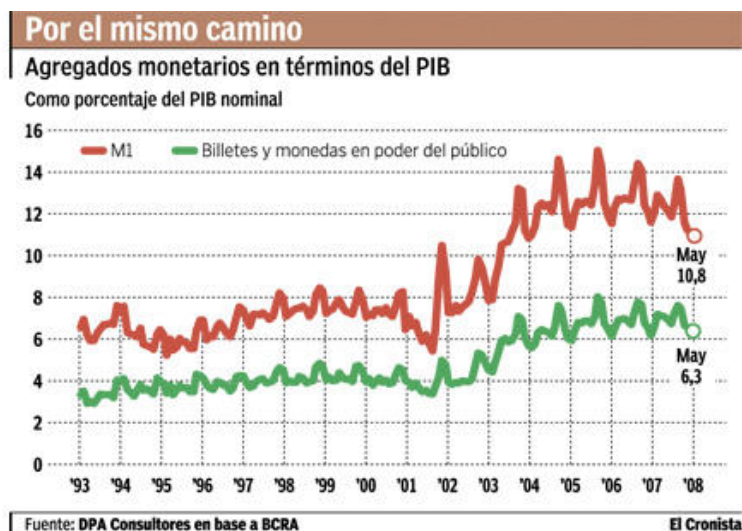
Desde principios de mayo hasta la primera semana de junio los depósitos del sector privado cayeron \$ 4.900 millones, de los cuales el 63% fueron de las cuentas corrientes. Este movimiento es coherente con el proceso de disminución de M1 antes señalado.

¿Qué está haciendo el Banco Central en este contexto? Por una ventanilla, absorbe los pesos 'sobrantes' vendiendo dólares (¡bajando su precio!) y por otra emite dinero vía pases, redescuentos y compra de títulos públicos, 'financiando' la salida de depósitos.

En resumen, los agentes económicos desean tener menos pesos y más

dólares y el Banco Central emite más pesos y a los dólares los vende más baratos. Este comportamiento alienta y acelera un proceso que puede traer serias consecuencias hacia el futuro.

La relación M1/PIB desde enero de 2004 hasta mayo de 2008 fue superior en 5.6 puntos porcentuales del PIB al valor de un periodo de alta monetización y baja inflación como fue enero de 1993 -diciembre de 2000.



Una razón que explica el aumento del dinero en poder de público en el periodo 2004-2008 es la elusión del impuesto a los débitos y créditos bancarios. La aceleración actual de la inflación hace que este incentivo pierda fuerza frente a la pérdida provocada por el impuesto inflacionario y que la sociedad desee desprenderse de ese excedente.

La potencial dificultad que esta situación traería a la economía es que el Banco Central debería vender, al actual tipo de cambio, 13.500 millones de dólares (28% de las reservas) para absorber el excedente de M1 implícito en el cuadro anterior. Si, adicionalmente, suponemos que se cancela el 50% de las Letras y Notas del Banco Central, la potencial presión sobre las reservas podría alcanzar a 22.000 millones de dólares (46% de las reservas al 13/6/08)

Las dinámicas económicas basadas en la pérdida de confianza son difíciles de revertir en cualquier país del mundo y mucho más en Argentina, que tiene una larga y negativa historia al respecto.

¿No sería entonces más prudente que el Banco Central actuara para evitar una mayor demanda de dólares? ¿Es conveniente, en este contexto, bajar el tipo de cambio artificialmente? ¿No es riesgoso seguir emitiendo dinero, cuando la gente da muestras de no quererlo?

En definitiva, ¿no será mejor dejar de jugar con fuego?