

La inflación tolerable

Roberto Frenkel

Alan Greenspan comentó hace un tiempo que la tasa de inflación es tolerable cuando las expectativas inflacionarias no afectan las decisiones de gastar, ahorrar o invertir. Dicho de otra forma, la tasa de inflación tolerable es, para Greenspan, aquella que pasa desapercibida para la mayoría de la gente. Un comentario inteligente y nada ortodoxo. Implica que esa mayoría no presta atención a un poquito de impuesto inflacionario y un poquito de ahorro forzoso, de modo que gran parte de las actividades se desarrollan como si la inflación fuese nula. Está implícito en el comentario de Greenspan que es mejor tener una inflación tolerable que ninguna inflación. ¿Por qué? No es seguramente porque esa inflación tenga efectos benéficos para los individuos. Una inflación baja, aunque pase desapercibida, tiene de todas maneras efectos individuales negativos. La explicación probable es que Greenspan mira la inflación con la óptica del banco central. Prefiere una inflación a tasa tolerable porque esto es conveniente desde la perspectiva de la conducción macroeconómica. Un poco de inflación es mejor que ninguna porque este contexto amplía la potencia de la política monetaria. Permite, por ejemplo, que en ciertas circunstancias la autoridad monetaria instrumente tasas de interés de corto plazo de valor real negativo (inferiores a la tasa de inflación), lo que resultaría imposible con inflación cero. Tal fue el caso de la política monetaria de Estados Unidos en la primera mitad de la presente década, cuando se procuraba reactivar la economía y es el caso actual, cuando la política monetaria norteamericana trata de frenar la crisis financiera y evitar la recesión. Dicho con términos algo más técnicos: una tasa de inflación positiva, pero tolerable, hace más improbable que la economía caiga en una trampa de liquidez, en la cual la política monetaria es impotente para estimular la demanda.

En la reflexión de Greenspan y en el debate norteamericano sobre cuánta inflación debe tolerarse se habla de tasas que suenan bajas en nuestra cultura: entre 2 y 4%. Acá es distinto. Desde que la inflación comenzó a aumentar en 2004, el gobierno se maneja con la idea de que pueden tolerarse tasas de hasta



10%. La sociedad ha acompañado esta orientación, incluyendo cierta proporción de los economistas. Claro está que las tasas de un dígito alto no satisfacen el criterio de tolerancia de Greenspan. Son lo suficientemente elevadas para que no puedan ignorarse en las decisiones de gastar, ahorrar e invertir. De modo que las expectativas inflacionarias están presentes, explícita o implícitamente, en cada decisión. Claro está que la inflación de un dígito alto no es benéfica para el funcionamiento de la economía. Sería obviamente mejor que la tasa fuera inferior. Pero la disposición a tolerar tasas de hasta 10%, por parte del gobierno y quienes compartimos esa orientación al respecto, proviene de considerarlas una consecuencia difícilmente evitable de mantener altas tasas de crecimiento de la actividad y el empleo.

La política antiinflacionaria en un régimen de tipo de cambio competitivo

La preservación de un tipo de cambio competitivo mantiene en marcha un poderoso motor de expansión de la demanda agregada y del aumento del empleo. Esta es precisamente la principal virtud de esta política. Pero no se alcanza esa virtud sin incurrir en un pecado: la presión inflacionaria que se genera en paralelo con los incentivos reales que establece el tipo de cambio real alto. Es por esta razón que la política de tipo de cambio competitivo no debe concebirse en forma aislada. La preservación de un tipo de cambio competitivo y estable debe concebirse como una componente de un régimen de política macroeconómica completo, que incluya las políticas fiscal y monetaria y la política de ingresos. El objetivo de mantener la inflación bajo control, en el rango de tolerancia mencionado, tiene una jerarquía similar a los objetivos de crecimiento y empleo.

Estos últimos objetivos reales están intermediados por la meta de tipo de cambio real alto y estable, mientras que la inflación es uno de los focos de las políticas fiscal, monetaria y de ingresos. La importancia de focalizar adecuadamente las políticas macroeconómicas sobre la inflación está acentuada porque, como dijimos, cierta presión inflacionaria permanente es inherente al régimen. Mantener la tasa de inflación en el rango tolerado es crucial, porque del logro de este objetivo depende la sostenibilidad del conjunto de políticas y del propio proceso de crecimiento que el régimen induce.



Las amenazas de la aceleración de la inflación

Desde hace un tiempo el gobierno parece haber perdido de vista esa brújula. La consecuencia es que la inflación se aceleró, superando el rango de tasas tolerables. No sabemos exactamente dónde estamos – este desconocimiento es de por sí un problema serio – pero no creemos equivocarnos por mucho afirmando que experimentamos una tasa de inflación en el orden de 20%.

Reconocer que el proceso inflacionario alcanzó ese orden de magnitud plantea la necesidad urgente de una reformulación de las políticas macroeconómicas. La posibilidad de que la inflación desgaje y termine extinguiendo el régimen de política vigente desde 2003 es un peligro inminente. Si no hay debate y reformulación de las políticas macroeconómicas es probable que éstas se desgajen: la política fiscal por un lado, la política monetaria por otro y la política cambiaría por un tercero. En una situación como ésta, en ausencia de una reformulación coherente, tienden a adquirir un peso indebido los incentivos particulares de cada uno de los organismos conductores de las políticas. La conjunción de la aceleración de la inflación y el desgaje de las políticas amenaza la continuidad del régimen. Por ejemplo, en ese contexto sería esperable que el tipo de cambio real tendiera a apreciarse, despojando al régimen de su columna vertebral.

Parece claro que la aceleración de la inflación exagera la urgencia de que el gobierno reformule las políticas macroeconómicas incorporando el combate a la inflación en un lugar central. La recuperación de una medición creíble de la inflación es sin duda una componente esencial de ese programa.

Nuevos problemas

El reconocimiento de que el proceso inflacionario supera significativamente el rango de tasas tolerables plantea también nuevos problemas. Ciertos aspectos del funcionamiento de la economía tienden a adaptarse a una mayor tasa de inflación y con esto, el proceso inflacionario se hace más proclive a ulteriores aceleraciones y el combate a la inflación se hace más difícil y costoso.



Para analizar este punto es central mencionar que las actividades y transacciones de los agentes económicos se desarrollan a través de una trama de contratos denominados en dinero. El asalariado vende el servicio de su trabajo mediante un contrato que determina su precio durante cierto período (aún en el mercado informal el salario se conviene por cierto tiempo). El proveedor de una firma suministra su producto a cierto precio convenido durante un lapso. Hay contratos implícitos, como el que supone la oferta de venta de un producto a determinado precio, que se mantiene constante por algún tiempo. La extensión de un contrato nominal, explícito o implícito, es el máximo período en el que se mantiene constante el precio convenido o anunciado. La extensión de los contratos con los cuales los agentes están entrelazados como compradores y vendedores tiende a coordinarse en la economía. Por ejemplo, es difícil que los alquileres se ajusten mensualmente si los salarios se ajustan anualmente.

El análisis de los procesos inflacionarios, en nuestro país y en otras experiencias, muestra que la extensión de los contratos nominales de la economía – la frecuencia con que se ajustan los precios y salarios – depende de la tasa de inflación vigente. La extensión temporal de los contratos no es un rasgo institucional inerte, tiende a adaptarse al ritmo de inflación. Contratos más extensos corresponden a tasas de inflación bajas. Cuando la inflación se acelera, tiende a acortarse la extensión de los contratos. Hay varias razones para que esto ocurra. Una es que el valor real del flujo de ingresos del contrato, dada su extensión, es menor cuanto mayor es la tasa de inflación. A cierta tasa esperada, acortar el período de ajuste eleva el valor real esperado del flujo. Otra razón es que la incertidumbre de la tasa es mayor cuanto mayor es la tasa esperada. Acortar el plazo reduce la incertidumbre del valor real del contrato.

Del acortamiento de los contratos surgen nuevos problemas: el impacto inflacionario permanente de cualquier shock que eleve puntualmente la tasa de inflación es mayor cuanto menor es la extensión de los contratos nominales. Nos explicamos: aunque no exista indexación formal, la inflación pasada, esto es, la inflación acumulada entre el último ajuste del contrato y el que corresponde en el momento, tiene un peso importante en la magnitud del aumento actual. Cuanto menor es el período de ajuste, mayor será el traslado a la inflación presente de cualquier aumento de precios que impactó entre los reajustes. Con el



acortamiento de los contratos la economía se hace más propensa a la aceleración de la inflación. A igual shock, la aceleración de la inflación tiende a ser mayor cuanto menor es la extensión de los contratos.

La legislación argentina actual no autoriza contratos indexados, esto es, contratos cuyo ajuste periódico – el período de ajuste de un contrato indexado – esté pactado para ejecutarse automáticamente en función de un índice de inflación de referencia. Pero la prohibición no hace desaparecer la esencia de la institución. El ajuste del salario o precio por la inflación pasada está fundado en el sentido común de volver con el ajuste actual al valor real que tenía el bien o servicio en el último ajuste practicado. Sabemos que esta práctica es una defensa ilusoria del valor real del flujo de ingresos del contrato, pues éste depende de la tasa de inflación futura, la que regirá después del ajuste. Pero la recuperación del pico previo es una solución factible, aunque defectuosa, frente a los costos y conflictos de la renegociación y la ausencia de indicaciones más o menos consensuadas sobre la inflación futura. Actualmente, a falta de un índice oficial creíble se utilizan estimaciones ad-hoc, que probablemente sesgan hacia arriba la tasa de inflación pasada.

Llamar la atención sobre estas cuestiones parece relevante porque hay indicaciones de que la aceleración de la inflación está afectando la extensión de los contratos. El proceso inflacionario, cuando se alcanzan tasas como las que experimentamos ahora, no es un sube y baja simétrico. Las adaptaciones a la aceleración de la inflación colocan a la economía en una situación más propensa a ulteriores aceleraciones. No hay vuelta, hay que bajar la inflación en serio.