

EL PROBLEMA DEL BANCO CENTRAL: CUANDO SÓLO SE TIENE UN MARTILLO



Inflación fuera de rango y enfoques equivocados

La inflación en octubre en Uruguay se situó en 1,0%, acumulando en los últimos 12 meses 7,9%, por encima de la meta del Banco Central del Uruguay (BCU), que se ubica entre 3 y 7%. La inflación anual se ha acelerado desde mediados de este año, interrumpiendo el significativo descenso que se observó desde mayo de 2020. El Banco ha anunciado un cambio en su meta para el año 2022 (el techo baja de 7 a 6%), con lo que el resultado de octubre genera mayor incertidumbre sobre su capacidad para alinear la inflación a las metas.

Para la Autoridad Monetaria, el factor que estaría contribuyendo a esta inflación “desalineada” sería principalmente un exceso de demanda, con lo que la receta “clásica” sugiere enfriar la economía vía política monetaria. El diagnóstico del BCU es, en nuestra opinión, incorrecto e incompleto. Si bien puede existir alguna presión de demanda (exceso) en ciertos mercados (de insumos para el agro, para la construcción, etc.), los principales factores tienen relación con precios internacionales, y, en menor medida, de insuficiencia de oferta interna. Lo que se necesita es expandir la oferta, ya que se requeriría una fuerte contracción de la demanda y por un período prolongado para lograr un efecto significativo sobre la inflación. El costo sería desproporcionado.

El problema que tiene el BCU es que la herramienta monetaria es la única (relevante) a su disposición para emplear¹. Es como si el Banco sólo tuviera un martillo como herramienta, con lo cual todo problema comienza a parecerse a un clavo. Así que probablemente estaremos observando en sucesivas reuniones del COPOM aumentos de la TPM, quizás más modestos, pese a que la inflación continúe desalineada y, quizás, con una (leve) tendencia al alza.

El diagnóstico

Desde el equipo de CINVE, consideramos que dos factores están jugando un papel más importante que eventuales empujes desde la demanda: a nivel global, el incremento de precios internacionales (*commodities* alimentarias y energéticas, pero también bienes manufacturados, debido a las

¹ En realidad, el BCU también tiene otra arma en su arsenal: incidir sobre el tipo de cambio. Tasas más altas de interés, y quizás otras medidas sobre el sistema bancario, podrían generar una presión a la baja del dólar en el mercado financiero local. Dada la pérdida de competitividad que se ha experimentado con la región (Argentina y Brasil), y el hecho de que en ambas economías se mantiene una elevada incertidumbre, al menos para el mediano plazo, se impone extrema cautela y evitar una apreciación de la moneda nacional.

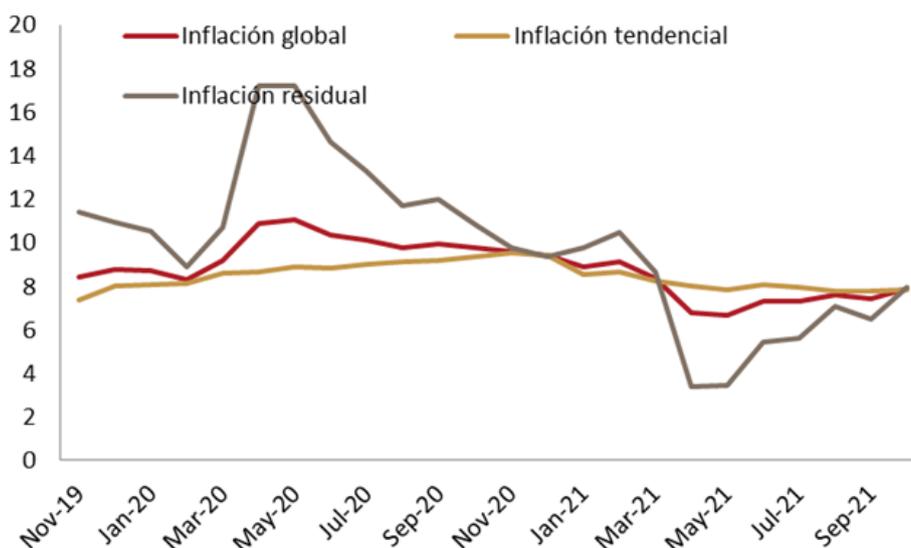
interrupciones de las cadenas de producción, etc.); y a nivel local, insuficiencias del lado de la oferta, debido a pérdidas de vínculos laborales y disrupciones a las cadenas de suministro locales (inclusive por bienes importados), ocasionadas por la pandemia.

Algunas voces argumentan que las metas deberían compararse con la tendencia de la inflación y no con el valor corriente del IPC, que puede estar influido por factores extraordinarios. El BCU y numerosos analistas calculan (calculamos) medidas de inflación tendencial, subyacente, o “núcleo inflacionario”, excluyendo del IPC rubros volátiles o de precios administrados (frutas y verduras, tarifas públicas, etc.), que se incluyen en un componente “residual”. La idea es que la alta volatilidad de este último puede oscurecer el análisis de la trayectoria futura de la inflación, especialmente si se producen choques exógenos, como acontecimientos climáticos que incidan en los precios de frutas y verduras, por ejemplo.

En nuestra opinión, la clasificación en tendencia y residuo no es hoy la más relevante. Es cierto que la suba de la inflación desde el mínimo en mayo se produce con una relativa estabilidad exhibida por la inflación subyacente, y la suba de su contraparte residual, que se “normalizó” luego de alcanzar valores atípicamente bajos a mediados de este año, y hoy (con los datos a octubre) ambos componentes inflacionarios se encuentran prácticamente en el mismo nivel.

Gráfico1: Evolución de la inflación global, tendencial y residual de Uruguay

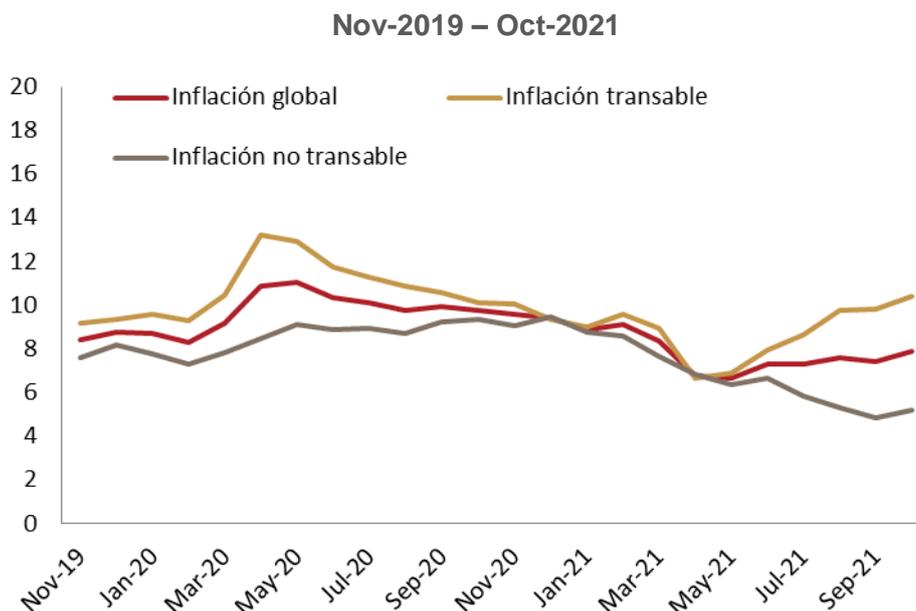
Nov-2019 – Oct-2021



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INE

Sin embargo, este análisis omite un fenómeno clave para entender las tendencias observadas y proyectarlas hacia adelante: la creciente brecha entre la inflación de bienes transables y la de los bienes y servicios no transables. En mayo, estas dos medidas de inflación se encontraban en niveles similares; hoy, la inflación acumulada en 12 meses asciende a más del 10% para los precios transables, frente a 5% para los no transables. Esto influye en nuestro diagnóstico, puesto que, históricamente, los empujes de demanda se condicen con incrementos mayores en los no transables.

Gráfico 2: Evolución de la inflación global, inflación de bienes transables y no transables



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INE

Las medidas del BCU

Si nuestro diagnóstico fuera correcto, la suba de la TPM podría tener un efecto inverso al deseado, al contraer la oferta aún más. Es decir, eventuales alzas de las tasas de crédito (impulsadas por los movimientos de la TPM) tendrían un efecto negativo sobre la oferta, agravando la situación y eventualmente contribuyendo a mayor inflación.

Ante insuficiencias de la oferta, la política monetaria estándar tiene poco que aportar y son recomendables otras medidas, que normalmente escapan al ámbito del BCU. Por ejemplo, la remoción o reducción (transitoriamente) de barreras a la importación de algunos alimentos, para disminuir las presiones sobre las frutas y verduras, sobre los precios de la carne y derivados (sin perjuicio de las barreras sanitarias, etc.).

Podría argumentarse que una política monetaria ortodoxa, de sesgo recesivo (y, por lo tanto, enfriando la demanda) también tendría efecto sobre la inflación. Estrictamente hablando, ello es correcto. La otra forma de observar la actual situación es como un exceso de demanda, respecto de la oferta existente. Nuevamente, si miramos los bienes no transables, no apreciamos un empuje inflacionario relevante. Pero es claro que una política con sesgo recesivo podría incidir en bajas de la demanda de todos los bienes (transables y no transables) y con ello algunas presiones derivadas de los desequilibrios existentes. El problema obviamente tiene que ver con los costos, en términos sociales, de crecimiento económico, etc., que esta política tendría.

Cabe una mención final a los precios de los combustibles, dado que el petróleo ha registrado una significativa alza a nivel internacional en los últimos meses, y el gobierno ha postergado los incrementos de tarifas. En la medida que estos incrementos internacionales sean permanentes (y no hay indicios en contrario), compensar las pérdidas de ANCAP por la postergación del aumento con recursos extraordinarios (estos sí transitorios), genera un fenómeno de inflación reprimida, y está enviando una señal confusa (por decir lo menos) para la formación de expectativas de inflación.