

09 de septiembre de 2016

## Que prime la cautela

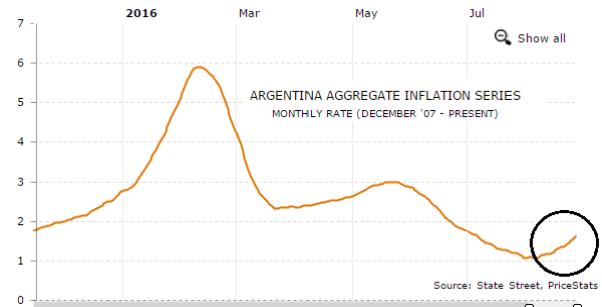
Durante la última semana las autoridades han mostrado un marcado optimismo en cuanto a las perspectivas económicas, sobre todo en materia de precios. Si ellos no transmiten optimismo que nos queda para el resto. Ahora bien, más allá de las declaraciones públicas, puertas adentro sería aconsejable que prime la cautela.

La inercia inflacionaria estimulada por la devaluación y el (desordenado) ajuste tarifario no debe minimizarse. Sobre todo este último, dado que el gobierno anterior mantuvo reprimida la inflación mediante una brutal y muy costosa distorsión de precios relativos. Luego de varios meses de inflación alta y persistente, agosto trajo algo de aire, con mediciones de privados que se ubican en rango del 1%-1.5%. Al incluir el retroceso del ajuste tarifario del gas, la inflación se ubicaría en el rango -0.5%/+0.5% (parte también se verá plasmado en el dato de septiembre), pero sólo transitoriamente hasta que se implemente un nuevo cuadro tarifario.

Sería prudente por tres motivos:

- Como remarcamos en nuestros informes de las últimas semanas, la medición de *PriceStats*<sup>1</sup> del MIT en base a relevamientos diarios (con datos de 10 días atrás) anticipaba una merma importante en la inflación. Este índice mide solamente una canasta básica alimentaria y deja afuera muchos precios que componen el índice general, pero no deja de ser un buen y muy útil indicador. Como se observa en el gráfico, el índice presentó un claro camino descendente desde principios de junio a mediados de agosto, logrando un piso del 1% mensual. Sin embargo, los datos de las últimas tres semanas muestran una reversión, traspasando nuevamente el umbral del 1,75%.

<sup>1</sup> [www.inflacionverdadera.com](http://www.inflacionverdadera.com) iniciativa académica de profesores de Massachusetts Institute of Technology.



- En segundo lugar, agosto suele ser un mes donde la inflación tiene un contrapeso debido a la caída en el componente estacional de los precios (precios indumentaria por las liquidaciones de temporada, turismo post vacaciones de invierno y verduras). De hecho, en la medición de la inflación de la Ciudad de Buenos Aires desde el 2012 a la fecha (lamentablemente muchos más datos no tenemos) el componente estacional mostró un claro descenso en los meses de agosto. Si a esto le sumamos que en el mes anterior no tuvimos correcciones de precios regulados, la inflación naturalmente iba a ceder.
- Por último, el factor más importante que nos obliga a ser cautelosos, es que la corrección de los precios relativos todavía se encuentra a mitad de camino.

Si bien el proceso de desinflación es notorio, los datos se encuentran lejos de corroborar que la inflación haya dejado de ser un problema. La evidencia que tenemos no permite corroborar que estemos convergiendo a una inflación (promedio) del 1,5% mensual (20% anual) como pretende el gobierno para fin de año.

A diferencia del resto del Gobierno, el Banco Central ha mantenido la cautela. Si bien continúa recortando la tasa de referencia, lo hace a un ritmo moderado. El manejo de los agregados monetarios es más que prudente. Tanto el circulante en poder del público como la cantidad de dinero (M2) vienen creciendo a un ritmo interanual del 17%. La base monetaria presenta un crecimiento del 30% pero como consecuencia de que el BCRA le subió los encajes a los bancos, y estos se computan como base monetaria. Esta prudencia se acrecienta considerando que durante lo que va del año le giro al Tesoro

\$120.000 millones para cerrar las cuentas fiscales, y que además compró en el mercado de cambios cerca de U\$5.000 millones producto de las emisiones de deuda nacionales y provinciales, que se fondean en dólares pero gastan en pesos. Muy conveniente el fondeo externo, pero recordar luego hay esterilizar los pesos.

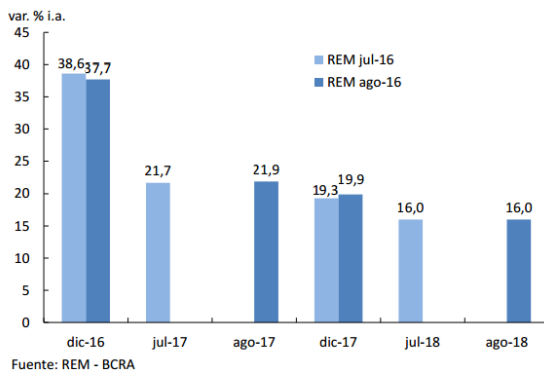
Ahora bien, ¿Qué pasará con la inflación? Observemos lo que anticipa el REM (relevamiento del BCRA). La inflación esperada para el 2017 está en el orden del 20%. La inflación esperada núcleo, que deja afuera los efectos directos de los cambios en el cuadro tarifario, se ubica para el año próximo en 17,9%, no tan lejos del objetivo del Gobierno.

dejan clavados en la eterna discusión dólar/precios. En cambio, con salarios moviéndose más cerca del 20%, el dólar podría (más/menos) acompañar y los salarios reales mantenerse. En este escenario, podríamos converger de a poco (con algo de gradualismo fiscal que acompañe) a un país con “nominalidad” más baja y menor inercia, condiciones necesarias (pero no suficientes) para retornar la senda de crecimiento de mediano plazo.

Buen fin de semana,

**Juan Battaglia**  
Economista Jefe

Gráfico 1.8 | Expectativas de inflación anual — IPC-Nacional



Si la tasa de inflación se aproxima al objetivo del 1,5% mensual para fin de año, veremos una reducción paulatina en la tasa de corte de las Lebac, que encontrará un piso entre un 21% y 25%, dependiendo de cuanta autonomía tenga el BCRA para tomar decisiones. Creo que el Gobierno logrará llevar la inflación al 1,5%, por varios motivos: la estabilidad cambiaria, caída de demanda, por un plazo de 6 meses no veremos otro aumento de tarifas y porque el Central absorbió el fuerte excedente monetario que se arrastraba desde el 2015.

Para el 2017, ahí la clave pasará por las tarifas, el dólar y los salarios. Seguramente los ajustes continuarán pero con mayor gradualismo. Con lo cual, gran parte de la inflación se jugará en la negociación salarial. Salarios negociándose cerca del 30% se pueden traducir en dos cosas: que la inercia inflacionaria continúe en niveles altísimos o que se utilice como fuerte ancla al dólar. Ninguna de las dos opciones es aconsejable, nos