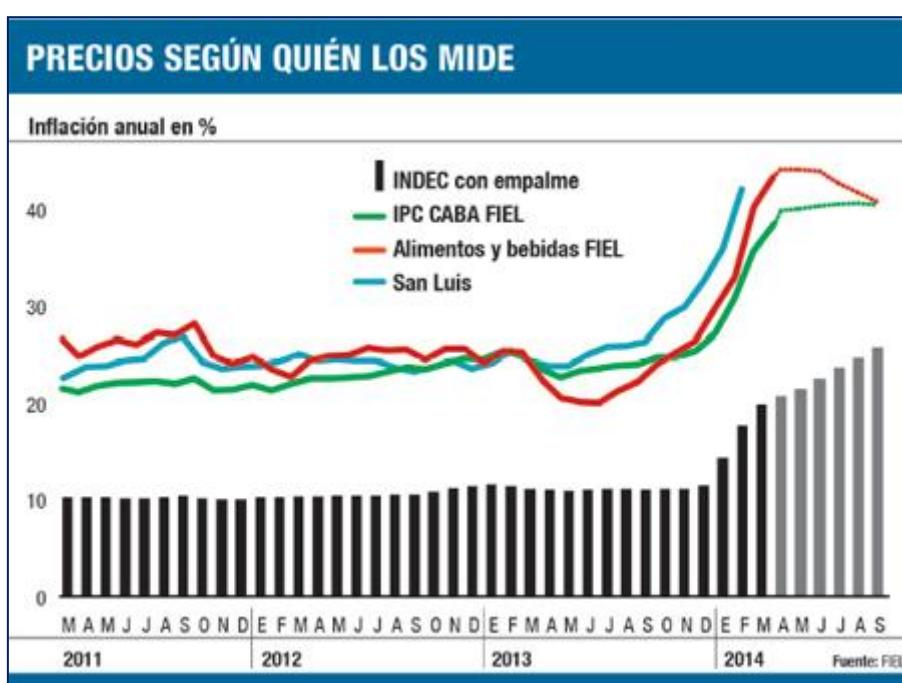


Pesada herencia: inflación en piso del 40%

Por: Juan Luis Bour

Economista jefe de FIEI



Hay buenas razones para esperar que -a pesar de los ajustes tarifarios en gas, agua y los esperados en electricidad- la tasa mensual de inflación se mantenga en los próximos 6 meses por debajo de los registros de los últimos 4 meses. Ello, sin embargo, no impedirá que la tasa interanual se mantenga muy alta, cerca del 40%. En el mejor escenario con una tasa del 2,1% mensual para abril-septiembre, es decir apenas dos décimas por sobre el registro del mismo período de 2013 (1,9% mensual) la inflación del semestre estaría en 39,4%.

A pesar de que la tasa piso está jugada, este escenario de "control" respecto de los últimos meses mostraría una desaceleración de la inflación que se comportó como una curva logística tanto en la medición general como en el capítulo de alimentos y bebidas: habría encontrado un punto de inflexión en marzo tras acelerarse a fines del año pasado y "estabilizarse" en su nuevo nivel del 39-40% anual. Un salto en pocos meses de más de 15 puntos entre dos niveles temporalmente "estables".

Los riesgos del pronóstico son mayores al alza (más inflación) que a la baja (menos), pero aún en el escenario de inflación estable la medición de INDEC no mostrará desaceleración alguna ya que aún asumiendo una tasa mensual para el resto del año que sólo duplique la observada en los mismos meses de 2013 (frente a tasas que se triplicaron en los últimos 4 meses) tendríamos una curva con comportamiento exponencial seguida desde marzo por una recta con alta pendiente que se acercaría al 30% anual hacia diciembre.

Prescindiendo de la medición oficial -con una clara ruptura del índice desde enero- cabe preguntarse ya no el detonante del salto a comienzos de 2014, sino las condiciones detrás de la eventual estabilización de la inflación en su nuevo nivel. La respuesta está en que se asume la persistencia de una política monetaria menos expansiva, junto con la contracción de la demanda agregada y el uso del dólar como ancla nominal. El "paquete" se aplica con fuerza sobre el sector privado ya que el desequilibrio del sector público no sólo no se corrigió sino que aumentó en lo que va del año. Es decir que el Tesoro requiere más -no menos- financiamiento. El uso de activos para financiar al Tesoro está limitado desde 2014 por las escasas reservas, de modo que se debió incrementar el financiamiento desde ANSES -también transitorio, pero aún con margen- y la emisión destinada al fisco. Sin embargo, la emisión agregada se desaceleró, acompañando la caída de la demanda de dinero, evitando un salto aún mayor de la inflación. Menos emisión y tasas más altas favorecieron a su vez la caída de la brecha cambiaria.

La demanda agregada se contrajo no sólo por el comienzo de una recesión -desde el cuarto trimestre la economía cae en términos desestacionalizados- sino por el freno en salarios y jubilaciones. Sin embargo, con la demanda cayendo la oferta tiende a responder rápido disminuyendo la producción para evitar la acumulación de stocks. Por lo tanto el freno en precios por menor actividad será transitorio hasta que la oferta se acomode al nuevo escenario de menor actividad y la política antiinflacionaria deberá respaldarse en lo monetario y cambiario, ayude o no el fisco. La tercera pata de la estrategia -anclar el dólar- jugará su papel en este trimestre, pero al cabo del tercer trimestre el peso se habrá apreciado planteando expectativas -o la realidad- de una nueva devaluación que impulsará la inflación, o habrá de requerir tasas de interés mucho más altas.

Naturalmente que un cambio hacia una política fiscal más prudente evitaría tener que sesgar el peso del ajuste sobre la política monetaria y cambiaria, y sobre el sector privado (ya que para el sector público sigue la fiesta), y además permitiría abrigar expectativas de una desaceleración de la inflación en 2015. No hay que olvidar que el año próximo va a ser difícil repetir una gran caída de salarios y jubilaciones (una nueva "vuelta de tuerca" al instrumento de la recesión para frenar los precios). Además las reservas y fondos de ANSES serán más escasos y la demanda de dinero se puede tornar inestable y caer cerca de las elecciones. En este escenario sería mejor curarse en salud: la inflación "estable en el 40%" de la segunda parte de 2014 luce como una pesada herencia para el último año de gestión.