

# INFORME SEMANAL

**ECONVIEWS**  
ECONOMÍA Y FINANZAS

17 de Mayo de 2024



**Baja de tasas y  
reingeniería  
monetaria**

**Pág. 2**



**Abril trajo otro  
superávit fiscal y  
algunas dudas**

**Pág. 5**



**La inflación bajará  
más en mayo con el  
"Ayudín" regulatorio**

**Pág. 7**

(+54 11) 5252-1035  
La Pampa 1534  
Buenos Aires  
[www.econviews.com](http://www.econviews.com)  
Twitter: @econviews

**Miguel A. Kiguel**  
Director

[mkiguel@econviews.com](mailto:mkiguel@econviews.com)

**Delfina Colacilli**  
Economista

[dcolacilli@econviews.com](mailto:dcolacilli@econviews.com)

**Andrés Borenstein**  
Economista Asociado

[aborenstein@econviews.com](mailto:aborenstein@econviews.com)

**Pamela Morales**  
Economista

[pmorales@econviews.com](mailto:pmorales@econviews.com)

**Alejandro Giacoia**  
Economista

[agiacoia@econviews.com](mailto:agiacoia@econviews.com)

**Rafael Aguilar**  
Economista

[raguilar@econviews.com](mailto:raguilar@econviews.com)



## **Editorial: Baja de tasas y reingeniería monetaria**

**El Banco Central bajó la tasa la tasa 3 veces en menos de un mes. Pasó de 70 a 40%, algo bastante inusual.** Sobre todo, para una situación en donde la volatilidad no es la que se vivía, por ejemplo, en junio de 2022. Es cierto que la inflación viene en baja y la expectativa de inflación también. Pero 40% implica una tasa negativa en todas las circunstancias. Como decíamos en oportunidades anteriores, la tasa negativa es posible porque hay un cepo cambiario férreo y simboliza que más allá de la filosofía libertaria no hay apuro en salir. La baja busca dos cosas importantes: reactivar el crédito para ayudar a la actividad económica y reducir la emisión de dinero endógena, es decir los intereses de los pases.

**En cuanto al crédito es claro que va a ayudar y la economía lo necesita porque ya casi nadie ve una recuperación en “V”.** El problema es que esto opera en el margen ya que construir una cartera de crédito lleva tiempo y la demanda de préstamos durante una recesión no es explosiva. En lo que hace al dinero endógeno, el gobierno tiene una especie de fijación con que la base monetaria quede fija en términos nominales lo que luce un tanto exagerado en este contexto, pero es cierto que la emisión de pesos para pagar intereses es un ruido innecesario.

**Justamente por este motivo es que el gobierno hizo una reingeniería en lo que hace a las tasas de interés.** Al tiempo que baja las tasas y con ello el rendimiento de plazos fijos que van ahora a algo parecido a 2.5% mensual y quizás algo menos los fondos de liquidez, el gobierno decidió licitar bonos del Tesoro capitalizables de corto plazo (LECAPS) con tasa garantizada de más de 4%. La idea era que mucha de la liquidez que estaba estacionada en instrumentos del Banco Central pase a bonos del tesoro. Y efectivamente ocurrió. El Gobierno licitó los bonos y consiguió más de 11.7 billones de pesos. Necesitaba algo más de 3 billones para cubrir sus vencimientos y los 8.6 billones restantes irán a reducir la base monetaria.

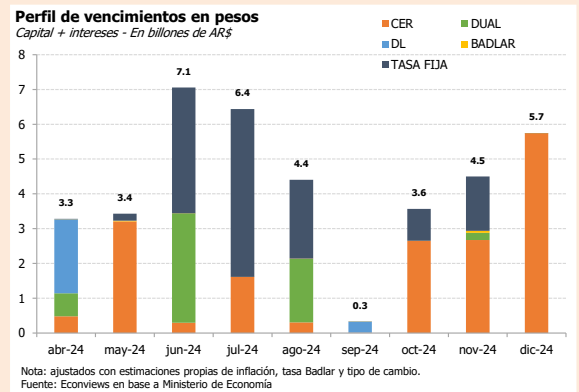
**En la práctica la gente que compra estos bonos saca la plata de depósitos bancarios, los bancos salen de los pases, el Banco Central emite para honrar los pases y luego retira esa emisión con los pesos que le da el Tesoro.** Monetariamente no hay cambios, pero cambia el deudor. Hay una diferencia sutil en el sentido que el banco central toma deuda a 1 día y el tesoro licitó a corto plazo, pero no tan corto lo que supone un riesgo precio para quien necesita la liquidez casi inmediata. Para reducir ese riesgo el Banco Central dice que está dispuesto a intervenir en el mercado para acotar esa fluctuación. También permitieron a los bancos tener más Lecaps de manera que se reorganizó la regulación para que todo el mercado vaya en esa dirección.

**Pero hay una diferencia más de fondo.** En la medida en que el Tesoro coloca deuda nueva y que esos pesos los deposita en el Banco Central para para que a su vez cancele los pases, en la práctica implica que la deuda del sector público consolidado se mantiene igual, solo hay un traspaso del Banco Central al Tesoro. Un problema de esta estrategia es que el Tesoro al contraer la cantidad de dinero asume funciones en la política monetaria que son inherentes al Banco Central. Con un agregado, si el día de mañana el mercado necesita dinero y pide que el Tesoro cancele deuda, lo más probable es el Tesoro tenga que recurrir al auxilio de Banco Central para que le de liquidez, o en su contrario aceptar una suba en la tasa de interés.

# LA SEMANA QUE PASÓ

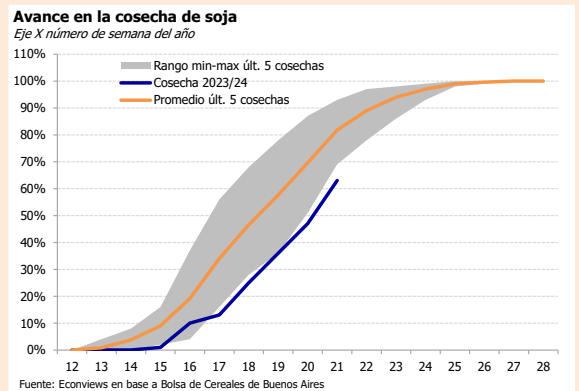
✓ **En la licitación de ayer el Tesoro colocó deuda por AR\$ 11.7 billones.** Este monto equivale a 3.7 veces los vencimientos que tenía que cubrir (AR\$ 3.2 billones). El 85% del total emitido corresponde a las nuevas letras capitalizables que salieron con tasas que van del 3.8 al 4.2% efectivo mensual. Esta preponderancia de los instrumentos más cortos hizo que el plazo promedio ponderado de colocación haya sido de 132 días.

✓ Muchos de estos pesos son Pases que se desarmaron luego de que el BCRA coloque la TPM por debajo de la tasa de las Lecaps y además relaje los límites de financiamiento al sector público para los bancos.



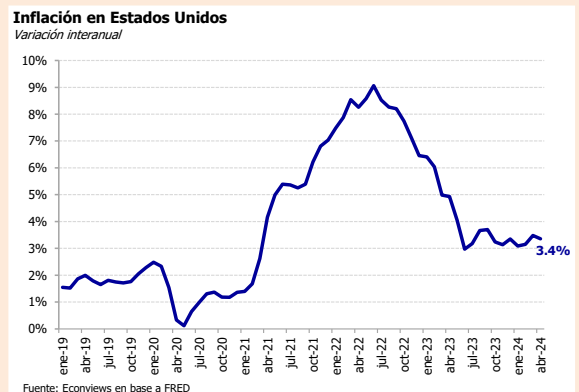
✓ **La Bolsa de Cereales de Buenos Aires redujo la proyección para la producción de soja de 51 a 50.5 millones de toneladas.** Este recorte se explica por rendimientos menores a los esperados debido a malas condiciones climáticas durante marzo en algunas zonas. El avance de la cosecha llegó a 63% y sigue por debajo del mínimo de las últimas 5 campañas.

✓ Para el maíz la proyección se mantuvo constante en 46.5 millones de toneladas y ya se cosechó el 25% del total.



✓ **Los mercados de Estados Unidos recibieron con entusiasmo las cifras de inflación de abril de 2024.** De acuerdo al U.S. Bureau de Labor Statistics (BLS), el Índice de Precios al Consumidor aumentó 3.4% con respecto a Abril de 2023, menor al 3.5% registrado en marzo.

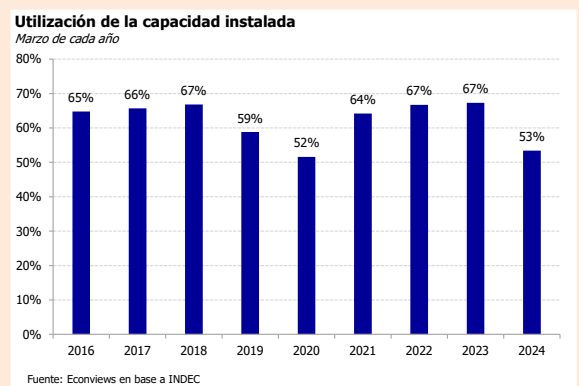
✓ La medida de inflación favorita de la Reserva Federal de Estados Unidos, el **IPC núcleo** que excluye los precios de alimentos y energía, también registró un descenso con relación al 2023. **El IPC núcleo anual bajó de 3.8% en marzo a 3.6% en abril, siendo ésta la cifra mas baja desde el año 2021.**



✓ **La utilización de la capacidad instalada en la industria se ubicó en 53.4%** en marzo de 2024, por debajo del nivel registrado el mismo mes del año pasado (67.3%).

✓ **Los sectores con niveles de utilización superiores al promedio general** incluyen la refinación del petróleo (80%), sustancias y productos químicos (64.9%), papel y cartón (63.5%) y productos alimenticios y bebidas (54.5%).

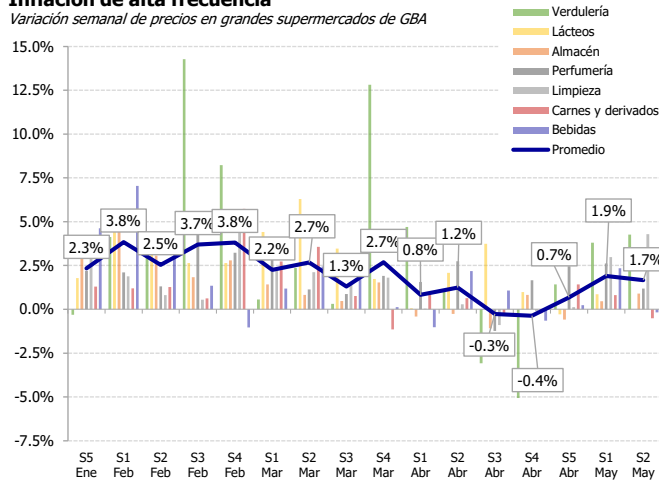
✓ **Las caídas más pronunciadas** se observan en las industrias metálicas básicas, metalmecánica, productos alimenticios y bebidas, y la industria automotriz, reflejando un contexto de menor producción.



# RELEVAMIENTO DE PRECIOS

## Inflación de alta frecuencia

Variación semanal de precios en grandes supermercados de GBA



Nota: Las variaciones son de promedio de precio por semana, de viernes a jueves  
Fuente: Econviews en base a estimaciones propias

## LO QUE VIENE

✓ El **martes 21** el INDEC dará a conocer las estadísticas del **intercambio comercial argentino** para el correspondiente al mes de abril.

✓ El **miércoles 22** se publicará el **estimador mensual de actividad económica (EMAE)** de marzo.

✓ El **miércoles 22** el INDEC también publicará los resultados de la **encuesta de ocupación hotelera** elaborada en marzo.

✓ El **miércoles 22** se publicará el **informe sobre bancos** del BCRA correspondiente a marzo.

✓ El **jueves 23** se conocerán los resultados de las encuestas a **supermercados, mayoristas y shoppings** del mes de marzo.

✓ El **jueves 23** se publicarán los datos de compras de **electrodomésticos y artículos del hogar** del INDEC correspondiente al primer trimestre de 2024.

## Resumen de mercado

Variaciones semanales, mensuales y anuales

	UD	s/s	m/m	a/a	
Dólar oficial	886.8	0.5%	2.0%	282.8%	↑
Dólar MEP	1069.9	3.4%	5.0%	138.9%	↑
Dólar CCL	1090.7	2.2%	3.2%	129.0%	↑
Blue	1100.0	7.8%	8.9%	128.2%	↑
Tipo de cambio BRL/US\$	5.1	-1.1%	-2.6%	3.3%	↓
Reservas BCRA (millones US\$)	28,798	+437	-673	-4,500	↑
Tasa de Política (Leliq)	40.0%	-10.00 p.p.	-30.00 p.p.	-57.00 p.p.	↓
Tasa Badlar Privada	32.5%	-6.88 p.p.	-28.50 p.p.	-60.56 p.p.	↓
Depósitos S. Priv. (billones AR\$)	49.2	-3.4%	9.1%	144.8%	↓
Crédito S. Priv. (billones AR\$)	21.1	-2.6%	9.0%	140.3%	↓
Merval en \$	1,467	4.2%	25.2%	347.6%	↑
Merval en USD	1,345	2.0%	21.3%	95.5%	↑
Riesgo país (EMBI)	1,263	-0.6%	-0.6%	-50.5%	↓
Soja (US\$/ton.)	451.2	1.9%	6.8%	-8.2%	↑
Maíz (US\$/ton.)	178.1	-0.7%	5.2%	-19.4%	↓
Trigo (US\$/ton.)	239.3	0.9%	21.3%	4.1%	↑
Petróleo Brent (US\$/baril)	83.4	-1.4%	-8.0%	7.5%	↓
Petróleo WTI (US\$/baril)	81.7	2.3%	-2.3%	12.2%	↑
GNL (US\$/MMBTU)	10.9	3.8%	11.2%	3.8%	↑
Oro (US\$/oz.)	2,415.8	2.4%	2.3%	21.9%	↑

Nota: flecha según variación semanal

## Semáforo de actividad económica

Variaciones desestacionalizadas

		m/m	t/t	UD vs trim previo	
Producción industrial	mar.-24	-6.3%	-9.9%	-7.2%	●
Producción de autos	abr.-24	13.8%	-8.0%	6.3%	●
Producción de acero	abr.-24	44.3%	-13.0%	-0.5%	●
Producción de pollos	mar.-24	-7.2%	0.0%	-4.1%	●
Producción láctea	abr.-24	9.8%	-3.5%	-0.1%	●
Faena vacuna	mar.-24	0.5%	-7.1%	-1.3%	●
Escrituras CABA	mar.-24	0.0%	-1.7%	8.4%	●
Producción de Harina	mar.-24	-3.8%	-3.2%	-2.2%	●
Producción de petróleo	mar.-24	-2.7%	1.7%	-1.0%	●
Producción de gas	mar.-24	-3.8%	9.4%	6.8%	●
Producción de cemento	abr.-24	9.2%	-18.6%	-8.6%	●
Construcción	mar.-24	-14.2%	-22.7%	-19.4%	●
Venta de nafta	mar.-24	-2.7%	-5.8%	-2.6%	●
Patentamiento de motos	mar.-24	-23.5%	-25.0%	-27.7%	●
Consumo de electricidad	abr.-24	0.9%	-4.2%	-2.7%	●
Viajes en tren	mar.-24	3.2%	0.7%	2.7%	●
Importaciones CIF	mar.-24	-0.9%	-9.2%	-3.3%	●
Exportaciones FOB	mar.-24	-0.4%	14.8%	4.5%	●
Préstamos en \$ al s.priv. (real)	abr.-24	-1.2%	-16.6%	-2.2%	●
Recaudación IVA-DGI	abr.-24	1.7%	-2.9%	1.2%	●
Empleo formal privado	ene.-24	-0.1%	-0.2%	-0.1%	●
EIL empleo	mar.-24	-0.5%	-0.9%	-0.8%	●
Confianza del consumidor	abr.-24	1.3%	-10.6%	2.9%	●
Confianza en el gobierno	abr.-24	-4.3%	10.2%	-5.0%	●

Nota: color de semáforo según UD vs trim previo

## Abril trajo otro superávit fiscal y algunas dudas

- ✓ El gobierno nacional tuvo un superávit fiscal de 17,000 millones y uno primario de 265,000 millones, acumulando 0.7% del PBI en cuatro meses.
- ✓ El gasto en jubilaciones rebotó casi 20% contra el mínimo de febrero, pero igual caerá 25% en todo el año.
- ✓ Entre el impuesto PAIS y las deudas de CAMMESA suman 4 billones de pesos, más o menos el superávit primario acumulado entre enero y abril.

**Abril trajo el cuarto superávit fiscal al hilo.** Esta vez fue de 17,000 millones de pesos, muy por debajo de los números del enero, febrero o marzo. El superávit primario fue de 265,000 millones, acumulando 0.7% del PBI en el primer cuatrimestre.

A esta altura, el mercado no duda del compromiso fiscal de Javier Milei y Luis Caputo, pero los resultados positivos están teñidos por una dependencia excesiva del impuesto PAIS (inflado por el BOPREAL) y el trato desprolijo de la deuda de CAMMESA con las energéticas. Neto de estos dos ítems, el superávit primario acumulado se convierte en un déficit marginal de 0.02%.

**El impuesto PAIS gana centralidad.** Aportó 510,000 millones de pesos en abril, y 2.25 billones en el primer cuatrimestre, 0.4% del PBI proyectado. Visto de otra manera, lo cobrado por el impuesto PAIS en 2024 sirve para cubrir el 71% del pago de salarios de la administración pública nacional (claro que el dinero es fungible).

Además de la ampliación de la base imponible en diciembre, la recaudación del PAIS viene inflada por las licitaciones de BOPREAL, que tributan a partir de la serie 2. Hasta abril, ingresaron 452,000 millones por esta vía, 20% de todo lo que recaudó el impuesto. En mayo ya van otros 284,000 millones.

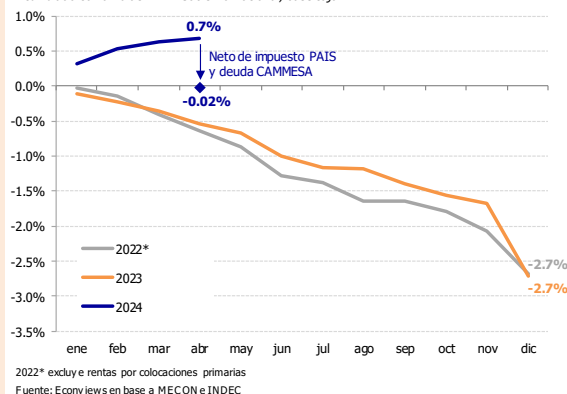
**Las jubilaciones tocaron piso... y techo.** En abril, el gasto en jubilaciones desestacionalizado subió 8% contra marzo y casi 20% contra el mínimo de febrero, efecto de la indexación y la suba de 12.5% que el gobierno aplicó por decreto. Ahora, correrán a la par del IPC, con rezago de 2 meses. Con la baja de la inflación crecerán algo más en términos reales, pero no mucho.

Habiéndose licuado 36% en el primer trimestre, mediante esta fórmula el gasto real en pensiones caerá 25% en todo 2024, sin contar bonos. Es cierto que con la movilidad anterior (índice RIPE y recaudación de la ANSES) perdían más este año, por la actualización trimestral, pero el cambio de fórmula les quita el rebote de 2025, si la inflación se estabiliza.

**Llegaron las cuentas del gas y la luz ¿se pagan?** En abril los subsidios energéticos saltaron a 780,000 millones, más que en el acumulado del primer trimestre. El grueso corresponde a transferencias a ENARSA (estimadas en 373,000 millones por la OPC) para pagar la importación de gas natural.

**Gráfico 1. Resultado primario**

Acumulado como % del PBI - Gobierno Nacional, base caja



2022\* excluye rentas por colocaciones primarias  
Fuente: Econviews en base a MECON e INDEC

**Tabla 1. Recaudación impuesto PAIS**

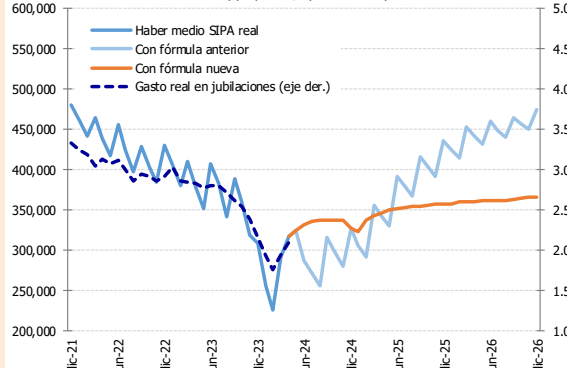
En millones de AR\$

	en millones de AR\$		Total PAIS como % del PBI
	Total	BOPREAL	
<b>2023</b>	<b>1,510,889</b>	-	<b>0.8%</b>
ene-24	469,199	-	0.1%
feb-24	575,917	291,590	0.1%
mar-24	694,903	144,934	0.1%
abr-24	510,247	15,587	0.1%
<b>Acum. ene-abr-24</b>	<b>2,250,266</b>	<b>452,111</b>	<b>0.4%</b>
may-24	sin datos	283,544	-
<b>2024E con cepo</b>	<b>10,153,216</b>	-	<b>1.7%</b>
<b>2024E con salida gradual</b>	<b>8,045,607</b>	-	<b>1.3%</b>

Fuente: Econviews en base a Min. de Economía

**Gráfico 2. Jubilaciones: movilidad y gasto real**

Haber medio SIPA con movilidad actual y propuesta, a precios de may-24



Fuente: Econviews en base a SIPA, Sec. de Trabajo e INDEC

En cambio, el gobierno extendió hasta el jueves 23 la oferta a generadoras energéticas para pagarles la deuda de CAMMESA con bonos AE38. Energía reconoce una deuda de 1.07 billones por diciembre y enero. Sumando febrero y marzo rondaría 2 billones, aunque se le pagó una parte a las empresas que aceptaron cobrar los primeros dos meses en bonos.

Hacia adelante, el gobierno discute congelar las tarifas durante el invierno. Una apuesta a fondo para controlar el IPC (y darle algo de aire al ingreso). Vemos dos problemas con esto. Que crezcan los subsidios puede llevar a nuevos tironeos entre CAMMESA y las energéticas, y la oferta de pagar en bonos a 2038 deja un mal precedente para el sector. Si existe el espacio fiscal, sería mejor destinarlo a obra pública, que no es un gasto regresivo como los subsidios a la energía y tiene un mejor efecto multiplicador sobre empleo y actividad.

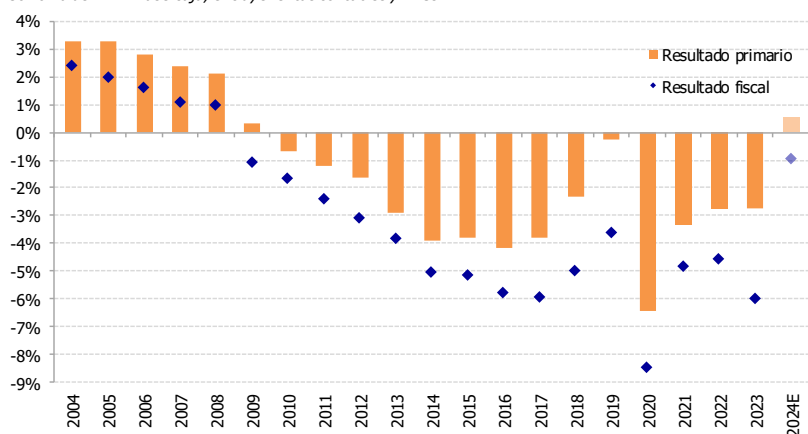
**La obra pública arranca (desde el décimo subsuelo).** El mes pasado se ejecutaron 151,000 millones de pesos en gastos de capital, 52% más que el promedio del primer trimestre de 2024, aunque 78% debajo de abril de 2023. El 97% corresponde a obras del gobierno nacional, cuando habitualmente un cuarto del gasto son transferencias para obras provinciales. ¿La llave estará en el apoyo de los gobernadores a la Ley Bases?

**Mayo puede ser el último mes de superávit fiscal.** Los depósitos del sector público crecieron en 1.36 billones en los primeros 14 días del mes, aunque como muestra el gráfico 4 en abril ya no fueron un buen predictor del resultado primario.

Hay varios factores que apuntalan la recaudación de mayo. El BOPREAL, la cosecha gruesa, cierta reactivación de las importaciones y la actividad. Además, con las paritarias de abril muchos aspectos no-remunerativos del salario pasan a ser remunerativos y pagan aportes. En contra, hay pagos de intereses por 1.1 billones, la mayor parte con el FMI. Junio siempre es un mes complicado por los aguinaldos. En el segundo semestre se pueden agudizar las contradicciones entre la meta fiscal y bajar el IPC pisando tarifas, o encausar la relación con las provincias.

Con todo, **el gobierno tiene un buen colchón para conseguir un superávit primario de 0.5% del PBI este año.** En Econviews creemos que al mercado le preocupa más el primario que el fiscal, aunque de todas formas la ingeniería financiera con las LECAPS y la apreciación cambiaria puede reducir el pago de intereses como porcentaje del PBI.

**Gráfico 5. Cuentas fiscales del Gobierno Nacional**  
Como % del PBI - Base caja, excluye rentas contables y DEGs



**Tabla 2. Subsidios energéticos**

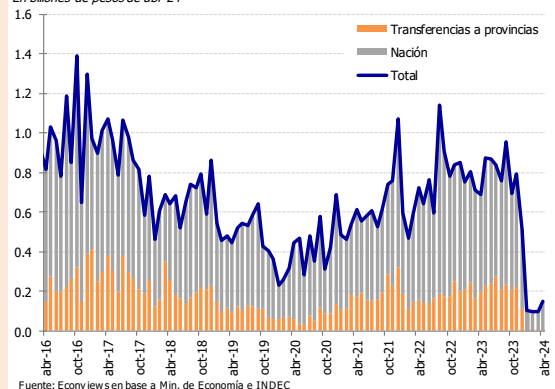
En millones de AR\$

	en millones de AR\$	Como % del PBI
<b>Base caja 1T-2024</b>	<b>688,378</b>	<b>0.11%</b>
<b>Base caja abr-24</b>	<b>779,585</b>	<b>0.13%</b>
Transf. a ENARSA	372,889	0.06%
<b>Total deudas CAMMESA</b>	<b>2,074,000</b>	<b>0.34%</b>
Deuda dic-23/ene-24	1,074,000	0.18%
Deuda feb-24/mar-24 (est.)	1,000,000	0.16%

Fuente: Econviews en base a Min. de Economía

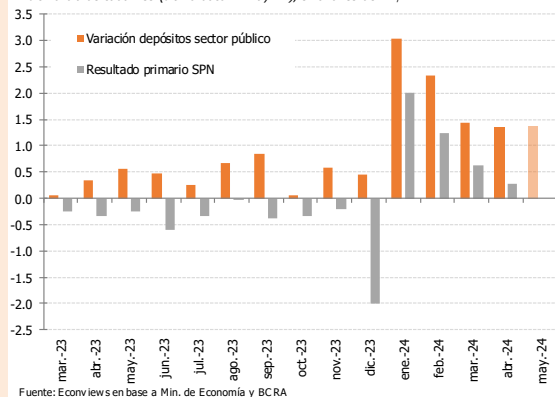
**Gráfico 3. CAPEX del gobierno nacional**

En billones de pesos de abr-24



**Gráfico 4. Variación de los depósitos del sector público**

Al último día de cada mes (último dato 14-may-24), en billones de AR\$



## La inflación bajará más en mayo con el “Ayudín” regulatorio

- ✓ La baja de márgenes está ayudando a bajar la inflación, pero eso tiene límites ya que es un proceso de “única vez”.
- ✓ La inercia le pone un piso a la baja de la inflación. El ancla cambiaría y la recesión juegan en la dirección opuesta.
- ✓ Vemos una inflación de 175% para todo el 2024 con riesgo a la baja.

La inflación en abril fue 8.8%. En Ecnviews esperábamos 9%, al igual que la mediana del REM, por lo que la cifra ya no fue una sorpresa, y probablemente decepcionó a los más optimistas que esperaban algo más cercano al 8%. Sigue siendo una buena noticia, sobre todo por la inflación núcleo a la que el gobierno le prestó especial atención. **La suba en el índice núcleo fue del 6.3%, la cifra más baja en 15 meses.** En términos interanuales, el IPC subió 289.4%. Esperamos que 2024 cierre en torno al 175%.

La cifra de mayo va a ser menor, sobre todo porque no se aplicaron los aumentos programados en las tarifas de electricidad y gas. Además, **nuestro indicador de alta frecuencia marca que los alimentos corren al 1.5% en las últimas 4 semanas.** De mantenerse el ritmo de la última semana (1.2% de incremento semanal), mayo podría terminar con una suba mensual de 3.5% en alimentos. De confirmarse este número, sería el más bajo desde noviembre de 2022. Acá esta jugando un papel muy importante el crawling peg al 2%.

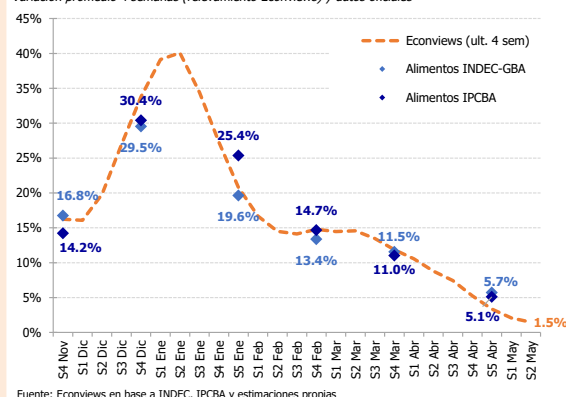
**La dispersión entre las categorías todavía es grande.** Dentro de los rubros que más subieron el mes pasado, gana por lejos Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles con un incremento del 35.6%. La comunicación también se destaca con 14.2%. **Los regulados en general subieron a doble dígito por sexto mes consecutivo,** y este mes anotaron un 18.4%. Todavía están haciendo el catch up: ya llegaron a niveles de septiembre 2021 a nivel nacional.

Alimentos y bebidas no alcohólicas (6%), el rubro con mayor peso en el IPC y bebidas alcohólicas y tabaco (5.5%) fueron los que menor aumento tuvieron.

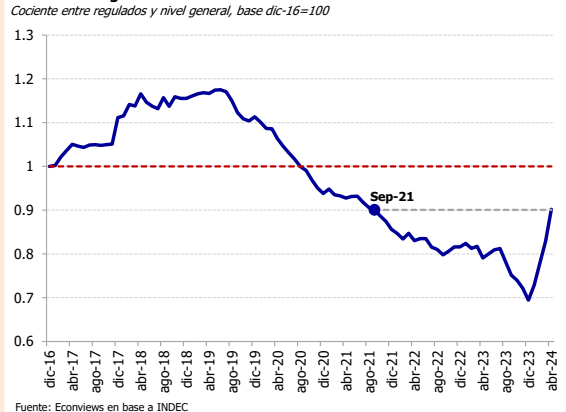
**La diferencia de inflación entre regiones es muy marcada, y se explica por la corrección de tarifas.** Mientras que los precios en Gran Buenos Aires subieron 9.2%, la suba general en el Noreste argentino fue del 6.3%. En GBA la suba de Electricidad, gas y combustibles fue del 63.5%, en las otras regiones fue tan o más alta, y la excepción es el NEA, donde el ajuste fue del 14.5%. Pero esto tiene sentido, dado que en la región ya pagaban precios regulados cercanos al nivel general (ver tabla 1).

**¿Cuánto falta para que los regulados se pongan al día?** A nivel nacional, transporte y salud ya corrigieron la mayor parte del atraso acumulado en los

**Gráfico 1. Inflación mensual en alimentos y bebidas**  
Variación promedio 4 semanas (relevamiento Ecnviews) y datos oficiales



**Gráfico 2. Regulados vs. IPC**  
Cociente entre regulados y nivel general, base dic-16=100



**Tabla 1. ¿Cuánto falta en la corrección de regulados?**

Cociente entre regulados e IPC por región

Región	mar-24	abr-24
NEA	0.93	0.96
Patagonia	0.87	0.95
Cuyo	0.85	0.91
NOA	0.84	0.91
GBA	0.82	0.91
Pampeana	0.81	0.88

Fuente: Ecnviews en base a INDEC

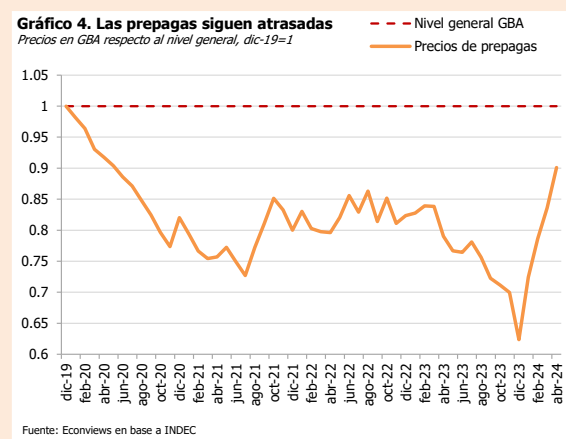
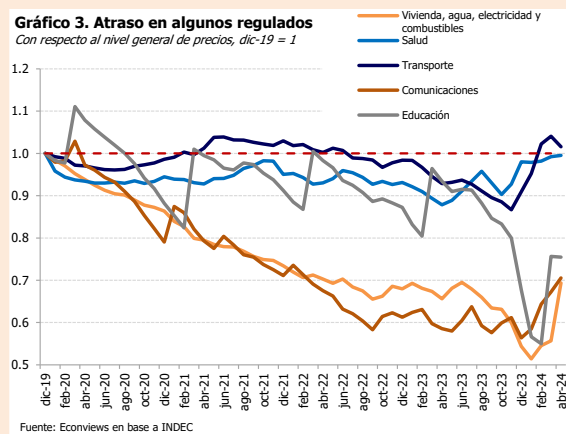
últimos 4 años (ver gráfico 3). Telecomunicaciones respondió a la liberación de precios con un salto del 14.2% en abril, pero todavía le queda un trecho importante. Estamos hablando de que hoy le faltarían unos 30 puntos porcentuales como para alcanzar los niveles de 2019. En abril se sintió el ajuste de tarifas, que tuvo una suba general de 30%. Aún está lejos de corregir el atraso de los últimos 4 años.

**En mayo no se van a aplicar los aumentos programados en gas y electricidad, y ahora el gobierno analiza congelar las tarifas de ambos servicios durante todo el invierno.** La idea parece ser que la inflación baje a cualquier costo, pero esto no es gratuito. Por un lado, postergar los aumentos implica que no se reduzcan los subsidios y eso pega por el lado fiscal. En tal caso, si el Tesoro está holgado podría bajar impuestos o reactivar la obra pública. Además, cuando estos aumentos de tarifas se concreten el impacto en precios va a estar, es decir que tarde o temprano es un costo que se tiene que pagar.

**Las prepagas no cedieron.** En abril, en promedio las prepagas en GBA aumentaron un 17.7%, bastante similar a la suba del mes anterior (18.5%). El gobierno sigue en su cruzada por la devolución del dinero a los afiliados, argumentando que los incrementos desde la liberación en diciembre fueron excesivos. Si bien es cierto que los precios de las prepagas subieron bastante por encima del nivel general (40% en enero, 25% en febrero), no terminan de alcanzar los niveles de 2019 en términos reales. Si el gobierno gana la batalla judicial y se impone una retracción en los precios, implicaría un retraso en el reacomodamiento de precios. Puede ser cierto que los aumentos iniciales fueron muy fuertes y en este caso no había apuro dado que no tiene influencia sobre lo fiscal. Sin embargo, es un precio que se atrasó mucho en los últimos años y para que recupere el terreno que perdió necesariamente va a tener que crecer por encima del nivel general.

**¿Se derrumba la inflación o encuentra un piso?** En Econviews esperamos que la inflación siga bajando, pero no mucho más. La inercia pone un piso de inflación en los próximos meses, y se va a dar por los siguientes motivos:

- **Se achicó el margen de las empresas.** Hubo una fuerte baja de la inflación que estuvo asociada con el overshooting de márgenes de diciembre. Al remarcar precios con expectativas mucho más pesimistas, las empresas obtuvieron un margen de beneficio que luego se fue achicando. Durante estos meses pudieron permitirse menos remarcaciones o incluso bajas en los precios, pero está llegando el momento en el que se verán obligadas a subir a cierto ritmo para continuar operando.
- **El atraso en los regulados altera las expectativas.** No subir el impuesto a los combustibles, las tarifas de luz y gas ayudan a reducir la inflación hoy, pero son precios que tarde o temprano deberán ser corregidos.
- **Los salarios reales empiezan a recuperarse y eso empuja la demanda.** El salario es un precio más de la economía y al igual que muchos otros viene perdiendo hace varios meses. En la medida en que empiecen a recuperar van a poner presión sobre la inflación. Esta situación puede





pensarse como una carrera entre todos los precios de la economía en la que nadie quiere quedarse atrás y eso hace que en un momento la baja de la inflación encuentre un límite.

El gobierno puso como objetivo prioritario la baja en la inflación, lo que le permitiría generar credibilidad de corto plazo. La estrategia del ancla cambiaria viene mostrando resultados, aunque en Econviews venimos alertando que tendrá sus costos a futuro. Ahora se suma la magia de Caputo con el manejo de los regulados, que en algún momento deberán corregirse.

**¿Es la mejor estrategia?** Nuestra visión siempre fue que un crawling peg acelerado (digamos al 6%) impactaría muy poco sobre los precios y evitaría que el tipo de cambio real se aprecie mucho. Pero esta no es la visión del gobierno y vemos altamente probable que el dólar oficial al 2% mensual continúe por unos meses más. La inflación seguirá bajando, pero a costa de apreciación cambiaria. Es un trade-off entre sustentabilidad y generación de credibilidad de corto plazo.