

## EL PROBLEMA DE LA INERCIA INFLACIONARIA

21 de JUNIO 2019

**El** dato de inflación mayorista de mayo, con un incremento del 4,9% mensual, encendió nuevamente señales de alerta con respecto a los ajustes que quedan pendientes en términos de precios relativos. La duda que subyace es si todavía resta esperar que los precios internos se sigan acomodando a la devaluación del último año o si ya se encuentran encuadrados al nuevo contexto cambiario.

Cuando se producen cambios abruptos en el tipo de cambio, es lógico esperar un gradual reacomodamiento de precios relativos. Esto es que tanto precios mayoristas, como minoristas o salarios copien una parte del salto registrado por el tipo de cambio.

La magnitud del ajuste final de cada uno de estos precios depende entre otros factores del punto de partida (los desequilibrios previos) y de otras condiciones macroeconómicas, como puede ser el ritmo inflacionario de partida, el nivel de actividad, el desempleo o el balance externo.

Var %	May-19 / Abr-19	May-19 / May-18	May-19 / Dic-18	May-19 / Dic-17
<b>TIPO DE CAMBIO</b>	<b>3,9</b>	<b>89,8</b>	<b>18,6</b>	<b>153,9</b>
<b>PRECIOS MINORISTAS</b>	<b>3,1</b>	<b>57,3</b>	<b>19,2</b>	<b>75,9</b>
Estacionales	0,6	39,3	10,4	49,3
Núcleo	3,2	58,8	19,8	76,9
Regulados	3,7	61,1	21,1	85,9
<b>PRECIOS MAYORISTAS</b>	<b>4,9</b>	<b>68,5</b>	<b>18,8</b>	<b>106,0</b>
<b>Productos Nacionales</b>	<b>5,0</b>	<b>68,0</b>	<b>19,3</b>	<b>104,1</b>
<b>Productos Primarios</b>	<b>8,3</b>	<b>68,4</b>	<b>26,0</b>	<b>130,3</b>
Agropecuarios	5,6	74,6	27,5	107,2
Pesqueros	6,2	60,8	6,1	114,3
Minas y Canteras	11,0	65,1	26,6	154,7
<b>Manufacturados y Energía</b>	<b>3,9</b>	<b>67,9</b>	<b>17,0</b>	<b>96,2</b>
Manufacturados	4,0	67,6	16,6	95,9
Energía Eléctrica	0,5	78,4	33,2	105,3
<b>Productos Importados</b>	<b>4,1</b>	<b>74,5</b>	<b>13,4</b>	<b>132,1</b>
<b>SALARIOS (#1)</b>	<b>3,6</b>	<b>38,3</b>	<b>14,9</b>	<b>46,8</b>

#1 Por disponibilidad de información, los datos de salarios tienen dos meses de retraso

Para comprender mejor los alcances de este proceso de reajustes de precios relativos conviene analizar la evolución de cada uno de ellos en el último año y medio.

Si se toma como referencia el nivel promedio de diciembre de 2017, es decir justo antes del primer salto abrupto del tipo de cambio, se observa que el tipo de cambio nominal (TCN) se devaluó 154%. Pasó de \$17,70 a \$43,95. En procesos devaluatorios recientes, los precios minoristas habían copiado en promedio a los 6 meses entre 42/43% del salto del tipo de cambio. En este caso a los 6 meses el traslado a precios minoristas ya era del 85%. Recién ahora, transcurridos casi 18 meses del primer salto del tipo de cambio, y con sucesivas devaluaciones posteriores, los precios minoristas han copiado casi el 70% del tipo de cambio. Es una cifra muy por arriba de devaluaciones anteriores.

Los precios mayoristas copiaron en ese período el 81% de la variación del tipo de cambio. Un dato relevante es que los precios minoristas copiaron ya el 85% del incremento de los mayoristas.

En tanto los salarios del sector privado formal apenas copiaron un 58% del salto del tipo de cambio, lo que implica que apenas captaron el 83% del incremento del costo de vida, o lo que es lo mismo, perdieron 17% en términos reales.

#### TRASLADO A PRECIOS DE LA DEVALUACIÓN

Var % Acum	may-18	dic-18	may-19
Minoristas / TCN	84%	69%	69%
Mayoristas / TCN	91%	81%	81%
Salarios / TCN	79%	60%	58%
Minoristas / Mayoristas	91%	85%	85%
Salarios / Minoristas	95%	87%	83%

Estos datos sirven para entender la magnitud del ajuste de precios relativos que puede estar quedando pendiente. Las cifras muestran que los traslados a precios son altos, en especial para los precios mayoristas que se conforman mayoritariamente de bienes transables. Esto implica que, más allá de los ajustes propios de cada mercado (petróleo - granos), la necesidad de recomponer precios en dólares es muy acotada. Esto implica que no se deberían esperar ajustes significativos de los precios mayoristas si no se producen nuevos saltos del tipo de cambio.

En el caso de los precios minoristas existe mayor margen para nuevos aumentos. Si bien el traslado a precios ("Pass Through") es alto, se ha generado una brecha con los precios mayoristas que podría requerir un ajuste adicional para recomposición de márgenes.

Del análisis, el caso más extremo es el de los salarios, que muestran un atraso significativo tanto en dólares como contra el costo de vida. Esto lleva a pensar en un escenario de normalización económica en donde los salarios deberían ir recuperando terreno en términos reales. Creemos que eso recién se podrá lograr en la medida que se vaya desacelerando el ritmo inflacionario actual.

Por lo tanto, para pensar en un ritmo inflacionario que baja, es necesario que se cumplan tres condiciones:

- Que el tipo de cambio se mantenga estable o con lenta depreciación.
- Que los precios regulados no requieren ajustes mayores a la inflación.
- Que los aumentos de salarios no desacomoden la estructura de costos, ya que eso implicaría una necesidad posterior de reacomodamiento de márgenes.

Se trata de condiciones de difícil cumplimiento en un contexto de fuerte incertidumbre electoral, donde la incertidumbre cambiaria se mantiene presente y el nivel de traslado a precios se ha acelerado hasta niveles récord (100% en los últimos 5 meses tanto en minoristas como mayoristas).

Estos factores son los que hacen difícil frenar la inercia inflacionaria, que por ahora parece estar generando un piso de inflación mensual del 2% para los próximos meses.