

**NIVEL DE PRECIOS:  
¿VUELVE LA DEMANDA Y SE ACELERA LA INFLACIÓN?**

16 DE JULIO

**Ayer se conoció el dato de inflación de junio. El IPC registró un aumento mensual del 2,2%. Es la cifra más alta desde que empezó el aislamiento social, ya que abril y mayo habían reflejado un aumento promedio del 1,5% mensual. La caída de la demanda viene funcionando como un fuerte factor atenuante del aumento de precios, pero en la medida que se va recuperando la demanda, podríamos estar viendo niveles de aceleración inflacionaria similares o mayores que las de junio.**

La inflación se aceleró nuevamente a 2,2%, valor que implica un ritmo anualizado del 30%. Los rubros que explicaron esta aceleración son aquellos con alta incidencia de precios importados (electrodomésticos 4,8%, tecnología 14,9%, indumentaria 5,2%, etc). Estas cifras parecen indicar que las medidas del BCRA tendientes a limitar la demanda de dólares han generado un reajuste de precios ante el temor de enfrentar niveles más altos de tipo de cambio cuando tuvieran que reponer stocks. Algo parecido ha sucedido en el sector automotriz.

Estos comportamientos, basados en la incertidumbre que generaron esas medidas, explican los avances posteriores del BCRA por aclarar los mecanismos y flexibilizar algunas operaciones. Estamos ante un proceso de sintonía fina en donde el BCRA tiene que encontrar el equilibrio entre la necesidad de contener la demanda de dólares y no afectar el funcionamiento del mercado interno.

Independientemente de estos ajustes particulares, existen factores estructurales que llevan a pensar en un ritmo inflacionario que se iría acelerando en los próximos meses.

Los principales factores que impulsan al alza los precios son:

- **Ritmo de Devaluación Mensual:** El ajuste del tipo de cambio viene produciéndose a un ritmo mensual del 2,7%. Para una economía altamente dolarizada, esos ajustes implican un nivel de traslado a precios mayor al promedio histórico. Por lo tanto, cuesta imaginar que la economía pueda ganar tipo de cambio real sobre la base de un ajuste del tipo de cambio a un ritmo mensual que supera al de la inflación. Tarde o temprano eso lleva a un ajuste de precios.
- **Desequilibrios Monetarios:** La crisis sanitaria puso bajo situación de stress al Tesoro Nacional. Necesitó aumentar el gasto y sufrió una fuerte caída de los ingresos tributarios. En los primeros 6 meses el año el BCRA ya le tuvo que transferir \$1,35 billones al Tesoro para cubrir las necesidades de caja. Este monto equivale a 0,75 veces el monto promedio de la Base Monetaria de diciembre. Si bien la autoridad monetaria ha asumido una actitud muy conservadora, realizando una esterilización neta de \$0,94 billones en el mismo período. Es decir que reabsorbió por distintas vías hasta el 70% de los pesos que inyectó en lo que va del año. A pesar de esta actitud cuidadosa desde el punto de vista monetario, se siguen acumulando desequilibrios, siendo la principal variable a monitorear en el corto plazo el stock de pasivos remunerados del BCRA (Leliqs y pases), que viene creciendo a ritmo acelerado y ya superan al monto de la Base Monetaria. Si bien está demostrado que la política monetaria tiene un rezago de 6 a 8 meses en afectar a la dinámica de los precios, dada la magnitud de los excedentes de pesos, es un tema que no se puede dejar de monitorear.
- **Atraso de Precios Relativos:** Si se analiza la evolución de algunos precios centrales de la economía se observa cómo se ha ido produciendo un atraso relativo en algunos rubros. El más rezagado es el salario, que acumula más de 25 puntos de caída en términos reales desde el salto del tipo de cambio de fines de 2017. A su vez,

en los últimos meses se ha revertido el proceso de ajuste de tarifas, volviéndose a producir un atraso que está implicando un aumento del costo fiscal. A estos atrasos se suma el programa de precios cuidados, con valores congelados a marzo de 2020. En las últimas jornadas se han empezado a ver decisiones tendientes a empezar a corregir estos desacoples, porque es claro que, si la magnitud del atraso es muy significativa, el reajuste posterior será más abrupto y negativo para la economía. La primera decisión ha sido la de ir ajustando gradualmente los precios cuidados, pero mientras la crisis sanitaria obligue a mantener el aislamiento social, será difícil que se puedan producir aumentos de tarifas o de salarios que superen a la inflación. Por lo tanto, aquí seguirá existiendo un factor de ajuste potencial de precios a futuro.

#### TRASLADO A PRECIOS DE LA DEVALUACIÓN

Var % Acum desde Dic-17	jun-18	dic-18	jun-19	dic-19	jun-20
Minoristas / TCN	32%	42%	55%	53%	54%
Mayoristas / TCN	61%	64%	74%	73%	63%
Salarios / TCN	24%	27%	39%	37%	39%
Minoristas / Mayoristas	53%	65%	74%	73%	86%
Regulados / Minoristas	117%	112%	113%	100%	88%
Salarios / Minoristas	74%	64%	72%	69%	73%

Así como existen estos factores que llevan a pensar en una aceleración gradual del ritmo inflacionario en los próximos meses, existen otros que están funcionando como un ancla nominal para la economía y seguirán ralentizando la velocidad de ese ajuste e inclusive sirven para descartar por ahora una espiralización de los precios. Estos factores son:

- o **Caída del Nivel de Actividad:** Es el principal factor que hoy contiene el alza de precios. Sin demanda que convalide los precios, el margen de subir precios es muy acotado. Esto lleva a pensar en un proceso donde el ritmo de inflación se acelera en la medida en que se recupera el nivel de actividad.

- **Pérdida del Poder de Compra:** Es la combinación de la cantidad de personas que perciben ingresos multiplicado por el ingreso medio que perciben y ajustado por el aumento de precios (inflación). Si bien no están todavía los datos oficiales, durante la cuarentena cayó el empleo privado formal y se vieron afectadas muchas fuentes de trabajo independiente. Además, los ingresos nominales se estancaron o cayeron significativamente producto de la caída de facturación de muchos sectores. En ese contexto, la capacidad de consumo de los hogares se redujo nominalmente y si consideramos el aumento de precios, tuvo una caída muy significativa. Una vez superada la crisis sanitaria, el poder de compra puede tardar varios meses en recuperarse. Mientras tanto, será un factor que limite la demanda y por lo tanto el margen para que se puedan corregir precios relativos.
- **Precios Regulados:** Si bien los precios regulados acumulan desequilibrios que a largo plazo pueden derivar en ajustes en el corto plazo son el principal factor estabilizador. Un porcentaje significativo de la canasta de consumo seguirá congelado y eso genera una baja significativo en el ritmo de inflación promedio. En lo que va del año, los precios regulados subieron solamente un 5% contra 14% de la inflación promedio y 28% de los precios de productos estacionales (que no incluyen ningún tipo de regulación).

La combinación de estos factores nos lleva a pensar en un escenario donde en los próximos meses la inflación se sigue acelerando, pero sin entrar en un proceso de espiralización. Por ahora no hay condiciones como para que un escenario de esas características se pueda dar, en especial porque el BCRA ha ido sumando regulaciones para mantener controlado el tipo de cambio oficial y mantiene una política monetaria agresiva para tratar de compensar el excedente de pesos que se genera vía emisión.