

**MOTIVOS PARA TEMER UNA ACELERACIÓN INFLACIONARIA**  
02 DE OCTUBRE DE 2020

**En los primeros 8 meses del año la inflación minorista mostró un ritmo anualizado del 27,9%, claramente por debajo del ritmo del 56,1% que había tenido en el último trimestre de 2019. Esa desaceleración en el ritmo de inflación es una noticia ampliamente buscada, pero la apertura de los diferentes precios hace temer que no pueda sostenerse en los próximos meses. La apertura del IPC muestra algunos comportamiento que hacen pensar que, en los próximos meses y en la medida que se vaya recuperando el nivel de actividad, la inflación podría volver a acelerarse.**

Esta expectativa de aceleración inflacionaria es compartida tanto por los principales analistas de mercado, como por quienes operan con títulos públicos en pesos. El REM espera para 2021 una inflación del 46,7% y la diferencia de rendimiento entre bonos en pesos a tasa fija y bonos CER es consistente con una inflación para el próximo año del 45%. En todos los casos, las expectativas están bien por arriba del 29% que se incluyó como supuesto en el Proyecto de Ley de Presupuesto 2020.

Si la economía viene con un ritmo inflacionario menor al 30% y las expectativas (medidas de diferente forma) dan cuenta de niveles del orden del 45% o superiores para el próximo año, deben existir factores que lleven a pensar en un proceso de aceleración.

Rítmos Anualizados	III-18	IV-18	III-19	IV-19	I-20	II-20	jul-ago	Acum Feb-Ago
Precios NO regulados CON Actividad	57,4%	42,8%	69,8%	60,8%	37,3%	30,4%	37,5%	<b>38,8%</b>
Precios No regulados con BAJA Actividad	47,3%	39,5%	58,3%	45,8%	46,0%	13,1%	26,6%	<b>21,1%</b>
Precios Regulados	62,2%	43,4%	34,1%	55,8%	11,0%	2,7%	11,1%	<b>9,3%</b>
<b>PRECIOS MINORISTAS</b>	<b>56,0%</b>	<b>42,1%</b>	<b>58,4%</b>	<b>56,1%</b>	<b>33,0%</b>	<b>20,1%</b>	<b>29,2%</b>	<b>27,9%</b>
Salarios	46,4%	32,2%	47,2%	38,4%	65,5%	2,8%	25,3%	<b>16,1%</b>
Tipo de Cambio	42,1%	25,6%	177,2%	26,2%	23,5%	47,3%	37,1%	<b>42,7%</b>

Bajo esa premisa hemos analizado en detalle la canasta de precios que componen el IPC y otros valores indicativos, buscando desequilibrios de precios relativos que lleven a pensar en la aceleración inflacionaria.

A la canasta del IPC la clasificamos en tres grupos, dependiendo del nivel de actividad que mostraron durante la crisis sanitaria y de la posible regulación de precios. Los tres grupos son:

- **Precios No Regulados con Actividad:** En este apartado se incluyeron aquellos sectores que tuvieron continuidad operativa durante el período de mayor aislamiento social. Abarca en especial a todos aquellos bienes y servicios que son considerado esenciales y que de alguna manera mantuvieron volúmenes razonables de ventas. El ejemplo más claro son los alimentos y bebidas.
- **Precios No Regulados y Baja Actividad:** A diferencia del apartado anterior, en este se incluyeron aquellos rubros que sufrieron más restricciones, con menor nivel de demanda y que recién se empezaron a regularizar parcialmente. Los ejemplos más claros son todos los servicios vinculados al turismo o transporte de pasajeros de larga distancia (avión u ómnibus).
- **Precios Regulados:** En este grupo se incluyen aquellos rubros que requieren aprobación especial para poder aplicar aumentos. Los rubros abarcados van desde los servicios para el hogar hasta combustibles o servicios educativos/ de salud.

El compartimiento de estos 3 grupos en los últimos meses ha sido muy diferente durante el período que llevamos de Crisis Sanitaria. Mientras los precios no regulados que tuvieron mayor demanda muestran un ritmo de aumento anualizado del 38,8%, aquellos que tuvieron menor demanda por las restricciones de movilidad, aumentaron a un ritmo del 21,1%

anualizado. En el extremo se han ubicado los precios regulados con un ritmo de aumento promedio del 9,3% entre febrero y agosto de 2020.

Este comportamiento tan dispar implica que en algún momento de los próximos meses se podría estar produciendo un reajuste de precios relativos. Esos reajustes habitualmente implican que los precios que quedaron rezagados se aceleran superando al ritmo de aumento de los que más subieron, pero este proceso se produce en la medida que se va recuperando el nivel de actividad. Esto implicaría que los precios que tuvieron menos actividad durante la crisis sanitaria por falta de demanda podrían acelerar el ritmo de aumento de precios hasta ir compensando parte del terreno perdido con respecto a los que más aumentaron.

En el caso de los precios regulados, la dificultad es aún mayor, porque en caso de optar por mantenerlos bajos como ancla inflacionaria, se generaría una necesidad de recursos fiscales que puede aumentar de manera exponencial. El proyecto de presupuesto 2020 presentado en el Congreso incluye un supuesto de mantenimiento en términos reales de los subsidios a este tipo de servicios regulados. Eso implica que las tarifas deberán acompañar a la inflación, para evitar que los subsidios tengan que crecer a un ritmo mayor.

Adicionalmente hay dos factores que han jugado roles opuestos en los últimos meses:

- **Salario – Ancla Nominal:** Los salarios subieron entre febrero y agosto a un ritmo de apenas el 16% anualizado. Además, por los datos conocidos la semana pasada, sabemos que el nivel de empleo global se redujo significativamente. Por lo tanto, los hogares han contado con menos fuentes de trabajo e ingresos que crecieron muy por debajo de la inflación. Esto disminuyó la capacidad de demanda y le puso un techo al ritmo de aumento de precios. En los próximos

meses es probable que vayan aumentando las demandas salariales y se recupere parte de la capacidad de consumo perdida, volviendo a presionar sobre los precios.

- **Tipo de Cambio Oficial:** El ritmo de depreciación oficial del peso estuvo a lo largo de estos últimos meses claramente por arriba de la inflación promedio. Eso implica una mejoría del tipo de cambio real, pero es también una presión al alza de precios, en especial para aquellos importados o cuya formación de precios está influenciada por el tipo de cambio (exportables o con insumos importados).

En definitiva, la economía muestra hoy tres ritmos inflacionarios muy diferentes y factores estructurales que llevan a pensar que en la medida que se vaya recuperando el nivel de actividad, habrá presiones inflacionarias y necesidad de recomposición de precios relativos. Para los principales analistas y para el mercado, esto implica una muy probable aceleración inflacionaria en los próximos meses.