

# Analytico

Ricardo Delgado - Rodrigo Álvarez  
Directores

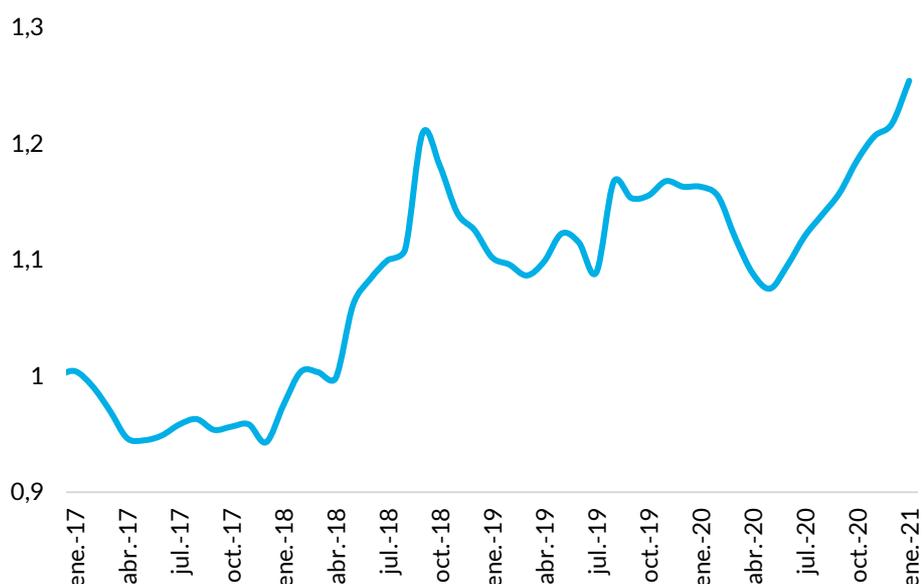
## UNA DEVALUACIÓN SIN DEVALUACIÓN

En los últimos meses, los precios se comportan como si se hubiese producido un salto discreto en el tipo de cambio oficial. Los factores que explican este comportamiento son múltiples, pero el resultado final es una retroalimentación entre precios mayoristas y minoristas que dota de inercia al proceso inflacionario. Frenar esta dinámica requiere de una política económica coordinada y precisa de todo el equipo de gobierno.

- El aumento de los precios mayoristas en enero confirma que la dinámica inflacionaria es compleja. En efecto, el índice de precios al productor (IPP) tuvo su mayor incremento (6,4%) desde la normalización del INDEC si se excluyen los meses donde hubo devaluaciones discretas del tipo de cambio (may-18, sep-18 y ago-19). Más aún, se observa que los precios se comportan “como si” efectivamente se hubiese producido un salto en el tipo de cambio oficial.
- Hay que notar que el IPP tiene una mayor presencia de bienes comercializables internacionalmente (transables) con relación al IPC, donde se da una mayor ponderación de los servicios dentro de su canasta (33,9% en IPC versus 1,7% en IPP). Teniendo en cuenta que el precio local de los bienes transables se forma a partir del precio internacional, multiplicado por el tipo de cambio y la política arancelaria, el *ratio* entre el IPP y el IPC tiende a crecer frente a una devaluación. En efecto, el indicador registra un máximo en enero, superando los valores observados durante devaluaciones “de shock” a pesar de que no ocurrió un evento de esas características.

## EL IMPACTO DEL SALTO EN LA BRECHA CAMBIARIA

-Relación Índice de Precios Mayoristas / Índice de Precios al Consumidor-



Fuente: Analytica en base a INDEC.

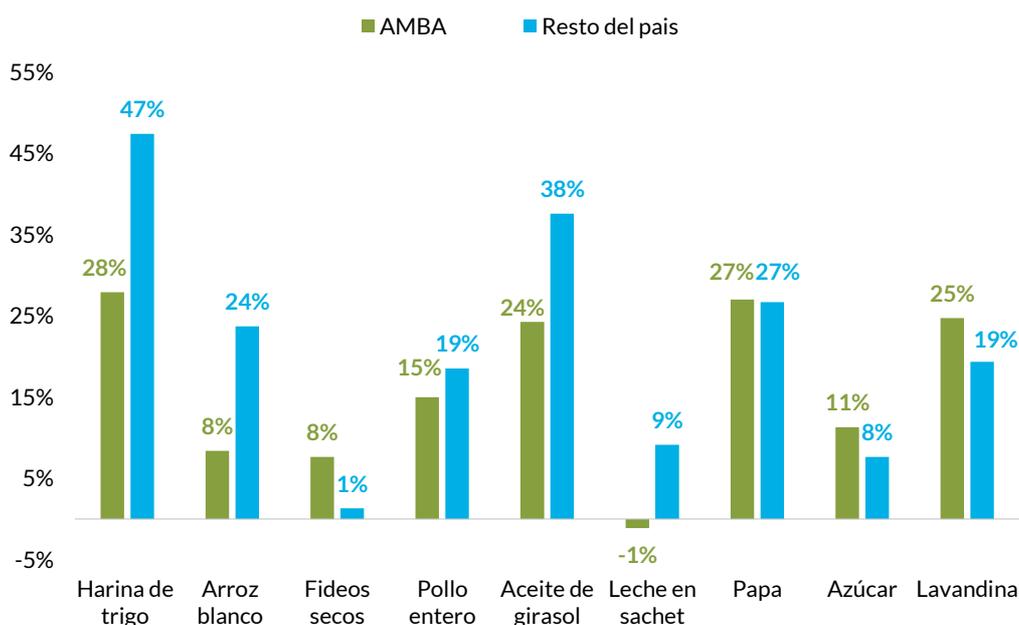
- Existen múltiples factores que explican esta dinámica. En primer lugar, en el pico de las restricciones de movilidad, los precios mayoristas crecieron muy por debajo de los minoristas: entre marzo y mayo los minoristas crecieron 7% mientras que el IPP se redujo 1%, fenómeno que redujo los márgenes de los productores. Típicamente, se trata de un fenómeno transitorio que aparece asociado a recesiones severas y su reversión implica un mayor crecimiento relativo de los precios mayoristas, que se está dando desde junio.
- A su vez, los precios internacionales de las *commodities* operan presionando a los precios mayoristas dado que la cotización local e internacional de los productos exportables tiende a igualarse: en enero, alrededor de 3 de los 6,5 puntos porcentuales de inflación estuvieron explicados por la variación de los productos primarios. Vale señalar que durante el primer mes del año la cotización en dólares de la soja creció 4% y la del maíz 13%. También el precio internacional de la carne bovina estuvo al alza (0,3% en enero, 6% desde octubre), más allá de que es un bien más alejado del concepto de *commodity*.
- También las expectativas de devaluación juegan un rol relevante en la evolución del IPP al afectar al costo de reposición esperado de las materias primas, lo que lleva a los empresarios a aumentar los precios hoy. El hecho de que el pico anterior del IPP se diera en octubre (6% en el mes), luego de que el BCRA endureciera los controles cambiarios hacia fines de septiembre y la brecha cambiaria alcanzase su punto máximo (105% oficial vs CCL), parece aportar evidencia en ese sentido. Por caso, desde el cambio de gobierno, las expectativas de inflación del mercado financiero se encuentran en torno al 50% un año vista.

- El comportamiento de los precios mayoristas es relevante porque, como señalamos en nuestro [Analytico 588](#), su dinámica antecede la de los minoristas. En pocas palabras, los segundos se forman, en parte, como un margen respecto de los primeros. Según nuestras estimaciones, cada punto de inflación mayorista genera luego un cuarto de punto de aumento en los precios minoristas.

- Como venimos señalando en los últimos Analyticos, la inflación es menor en el AMBA que en el resto del país. Los programas como Precios Cuidados limitan en algunas regiones más que en otras el traslado de los precios mayoristas hacia el consumidor. Por caso, desde septiembre, los alimentos subieron 14% en el AMBA y 20% en el resto del país. Como puede verse en el gráfico, los precios en góndola relevados por el INDEC en el AMBA tienen una distancia significativamente menor respecto a la referencia de Precios Cuidados prácticamente en todos los productos con respecto al resto del país. Es decir, asistido por la concentración de población en un espacio geográfico limitado, el programa parece ser más efectivo en el AMBA.

### PRECIOS MENOS CUIDADOS EN EL “INTERIOR”

Diferencia entre el valor en góndola y la referencia de precios cuidados, productos seleccionados



Fuente: Analytica en base a INDEC y Precios Cuidados.

- Así, los elevados niveles de inflación mayorista explican parte de la inercia que se observa en la inflación núcleo, que desde octubre se encuentra en niveles superiores al 3% mensual y condiciona la recuperación del salario real y la demanda agregada. En ese sentido, el salario real interrumpió en diciembre la leve recuperación que había tenido en los dos meses anteriores y finalizó el año cayendo 2,2%. Además, los indicadores de alta frecuencia reflejan que el consumo se está estancando; en febrero creció a una tasa real promedio de apenas 0,4% interanual.

- La posible dilación del nuevo acuerdo con el FMI resta credibilidad a los compromisos asumidos por el gobierno, fundamentalmente en materia tarifaria y cambiaria, en el marco de las pautas sectoriales de precios y salarios. En ese sentido, si bien el ritmo de depreciación del peso se desaceleró en febrero (2,9%) respecto de enero (3,7%), todavía se trata de un incremento anualizado de 41%, muy por encima de la variación requerida para que el tipo de cambio se acerque a fin de año a la estimación del presupuesto. Para cumplir con la meta de Guzmán de finalizar el año con un tipo de cambio mayorista de \$ 102,4 (24% i.a.), el ritmo de depreciación promedio mensual desde marzo a diciembre debería ser de 1,5%. Sin embargo, la distribución durante el año no será homogénea, ya que dependerá de la inflación, la recuperación de los salarios y la dinámica de las tarifas.
- 
- En la experiencia de Latinoamérica, los programas de desinflación han contado al menos con tres características: tasas de interés reales positivas, apreciación del tipo de cambio real y apoyo externo vía ingreso de capitales para sostener el déficit en cuenta corriente. Más en detalle, de 15 planes de estabilización apenas 3 no mantuvieron el déficit de cuenta corriente. Además 8 de 12 tuvieron tasas positivas en el primer año. Finalmente, los 15 programas comparten que durante su vigencia se apreció el tipo de cambio real. En ausencia de estas condiciones, la dinámica inflacionaria hoy refleja también las complejidades que surgen de no poder anclar el dólar ni endurecer la política monetaria y fiscal en un año electoral.
- 
- De esta manera, mientras se postergue un acuerdo con el FMI resultará complejo reducir las expectativas de inflación y romper el círculo vicioso entre aumento de los precios mayoristas y traslado a los minoristas sin la disciplina que impone el organismo. La inflación ya se comporta con los efectos de una devaluación aún sin que efectivamente medie un salto discreto del tipo de cambio. Cambiar esa dinámica requiere operar fuertemente sobre la percepción de los tomadores de decisiones.