

LAS RAZONES DE UN NUEVO AÑO CON ALTA INFLACIÓN

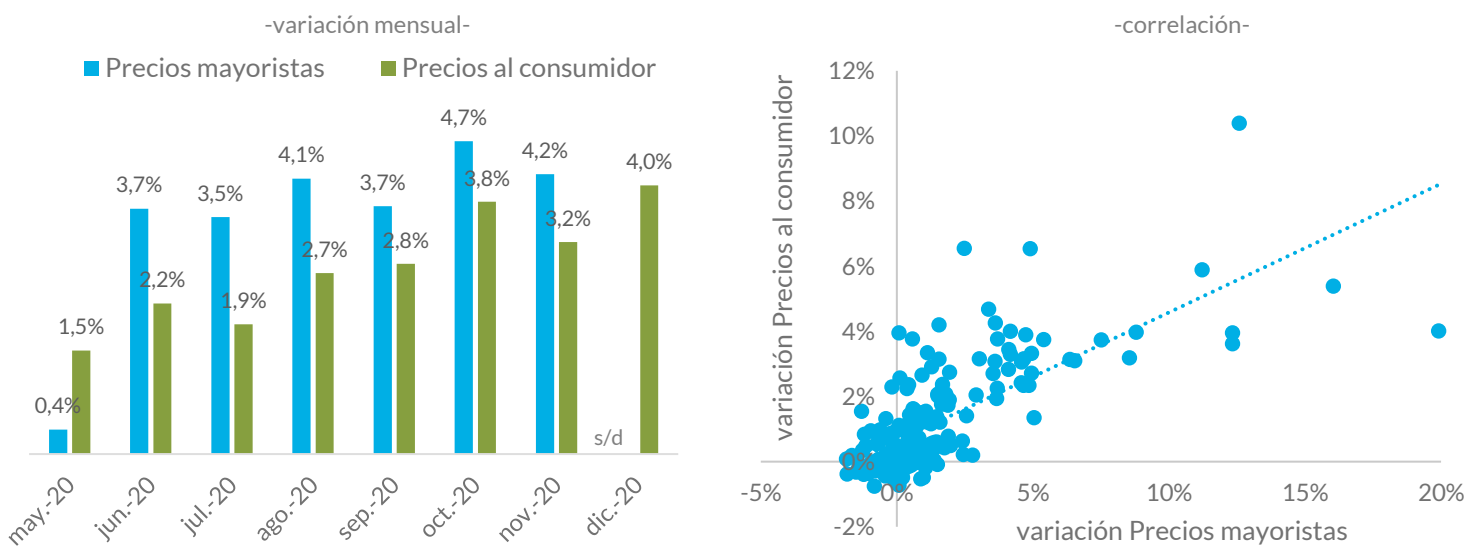
Desde agosto, cuando la gran mayoría de las actividades se abrieron, la inflación también regresó a niveles pre-pandemia. Los principales factores, monetarios y reales, que explican su aceleración desde entonces, continuarán vigentes en 2021. Y, a su vez, hay elementos nuevos, como la necesidad de actualizar tarifas y salarios ante una nominalidad más alta. Desarmar viejos y nuevos factores inflacionarios atenta contra alguno de los objetivos del gobierno, como un tipo de cambio competitivo y una mayor reducción del déficit fiscal. Este cuadro configura para 2021 una inflación no menos de 10 puntos superior a la de 2020.

- La inflación en diciembre llegó al 4% mensual; así, 2020 cerró con un incremento de precios minoristas de 36%. Más allá del nivel agregado nacional, es significativa la dispersión de los aumentos a nivel regional. Por caso, mientras en el Gran Buenos Aires la inflación fue de 34%, en el Noreste llegó a 42%; en tanto, la Patagonia registró la inflación más baja (32%).
- Por su incidencia, el fuerte incremento de los alimentos, 42% en el año, fue uno de los principales combustibles de la inflación. Sin embargo, el rubro con mayor crecimiento fue el de indumentaria, +60%, lo que probablemente está vinculado a una progresiva restricción a las importaciones y a que, dadas las restricciones a los viajes al exterior, los segmentos de mayores ingresos deben adquirir la vestimenta en el mercado local. Llamativamente, y pese a la cuarentena, recreación y cultura fue una de las divisiones con mayores aumentos del año (+48%).
- Por otra parte, los precios regulados (mayoritariamente tarifas) apenas aumentaron +14% en 2020. Como señalamos en nuestro último [Analytico](#), se trata de una dinámica que no es sostenible a mediano plazo por su impacto sobre las cuentas públicas y las importaciones de energía. Por su parte, la inflación núcleo (que no incluye bienes estacionales ni precios regulados) fue del 39%.
- La inflación cayó 18 puntos respecto de un año atrás (+54%), principalmente por las consecuencias de la reducida movilidad y la elevada incertidumbre que trajo la pandemia. En abril y mayo la inflación mensual alcanzó el valor más bajo desde 2017 (+1,5%). El desplome en el nivel de actividad y el fuerte aumento de las necesidades de liquidez implicaron un fuerte salto de la demanda de dinero; el ratio M2 (circulante + depósitos a la vista) / PBI pasó de 9% en noviembre de 2019 a un pico de 17% en junio.

MÁS AUMENTOS DE PRECIOS EN LAS GATERAS

- A medida que la actividad económica comenzó a restablecerse, la demanda de dinero empezó a caer y los precios se recompusieron. El incremento en la inflación fue progresivo y durante el último trimestre del año promedió +3,6% mensual, al igual que a lo largo de 2019. En consecuencia, se aceleró la inercia inflacionaria, impulsada a su vez por el objetivo del gobierno de no dejar apreciar el tipo de cambio real.
- La inflación de diciembre, la más alta de 2020, generó un salto en el tipo de cambio de 2% en los primeros diez días hábiles de enero, 0,4 puntos superior al que había tenido durante ese periodo un mes atrás. Si bien lo habitual es que las variaciones del tipo de cambio antecedan las de los precios, desde julio las subas del dólar oficial se explicaron por la inflación del mes anterior. Esa dinámica aparece asociada a las dificultades de contar con una regla cambiaria anticipatoria y contribuye a poner un piso a la nominalidad de la economía.
- El esquema cambiario influye, a su vez, en el comportamiento de los precios mayoristas, que están compuestos mayormente por bienes, y que luego se traslada a los minoristas, que se forman por un margen sobre ellos. Cabe señalar que, entre mayo y noviembre, los precios mayoristas aumentaron 21,7% mientras que los minoristas 16%. Como muestra el gráfico, desde los años 90's ambos muestran una fuerte correlación, por lo que cabe esperar en los próximos meses que los precios minoristas aumenten más que los mayoristas para compensar esa diferencia.

LA BRECHA DE PRECIOS ENTRE EMPRESAS Y HOGARES



Fuente: Analytica en base a INDEC.

- En resumen, existen tres factores principales que explican el salto en la inflación durante este año: la inercia que deja el tercer trimestre de 2020, un mayor ritmo de devaluación del tipo de cambio oficial y la recomposición de los precios minoristas frente a los mayoristas.
- De todas formas, este año se mantendrán dos factores que podrían contribuir a moderar el proceso. Por un lado, el menor poder de compra de las familias. Si bien las paritarias están cerrando en porcentajes superiores a los de 2020, siguen por debajo de la inflación

proyectada (+35% vs +47,5%). A su vez, el cambio de fórmula de ajuste previsional desindexó las jubilaciones de la inflación. Considerando que representan el 40% del gasto público, no sólo permite reducir la inercia de precios sino también vuelve más sostenibles las finanzas públicas.

- El segundo factor que limita el aumento de la inflación es el retraso en los ajustes de los precios regulados. Con el fin de contener la caída en los ingresos de las familias el año pasado el gobierno autorizó aumentos muy por debajo de la inflación núcleo, algo que ya había sucedido en 2019 cuando crecieron diez puntos por debajo, luego de tres años de aumentos superiores. Por caso, en el Gran Buenos Aires durante 2020 los servicios de telefonía e internet aumentaron 6%, el transporte público 21% y la electricidad y gas 1%. Este año el gobierno convalidará recomposiciones, pero estimamos que variarían entre sectores y en todos los casos se ubicarán por debajo de la inflación.

- En suma, los factores que tienden a aceleran la inflación más que compensan a aquellos que la desaceleran. El equipo económico debería sobrereaccionar en su política fiscal y monetaria para obtener mejores y más rápidos resultados en materia de desinflación. Algo improbable en un año de elecciones y en un contexto socioeconómico tan delicado.

- Uno de los principales costos del nuevo escalón inflacionario es que atenta contra la necesidad de acumular reservas. Si se considera la inflación esperada, la tasa de interés real de un plazo fijo es -7%, impulsando la dolarización de portafolios y presionando tanto al tipo de cambio libre como al oficial. Al mismo tiempo el impuesto país y la percepción de ganancias generan un piso del 65% para la brecha cambiaria. Ninguna novedad favorable para que el Central recomponga su stock de divisas de manera sostenida y suficiente para asegurar “dólares para todos”.