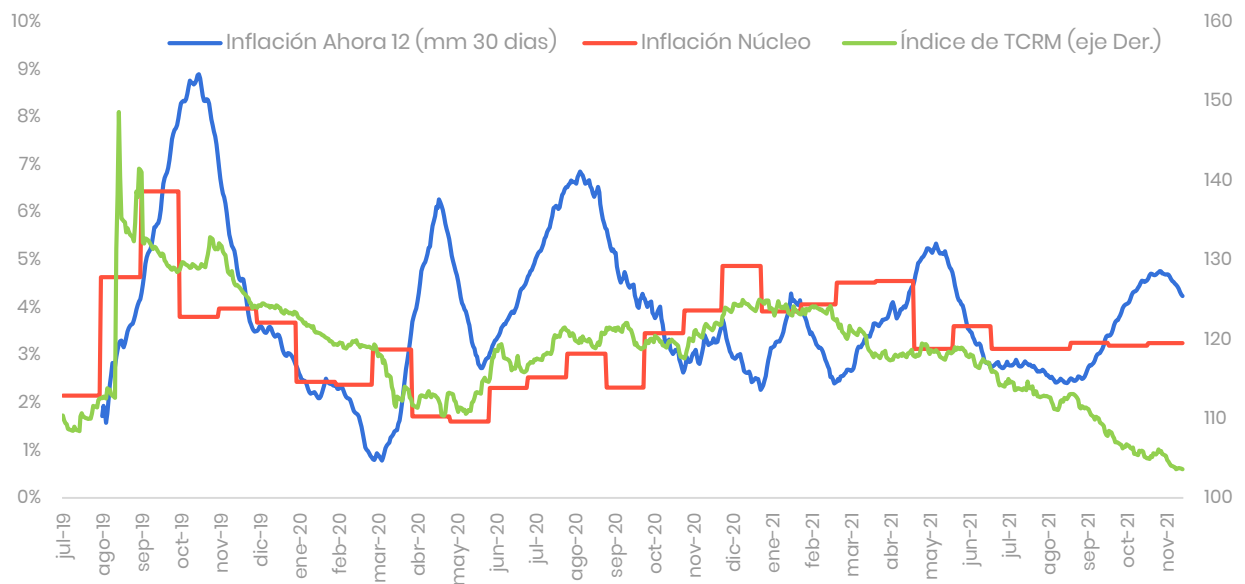


LA INFLACIÓN SE QUEDÓ SIN ANCLAS

- El ministro Guzmán, en su presentación del fallido Presupuesto 2022, siguió manteniendo en 33% su proyección de inflación para el próximo año, una caída de 17 puntos porcentuales respecto a 2021. Sin embargo, el escenario más probable marca un piso del 50%. Es lógico que el gobierno busque a partir de sus proyecciones coordinar expectativas más bajas para el aumento de precios. El problema es que no hay un plan consistente que avale ese camino.
- Las herramientas que usó este año el equipo económico para contener la inflación, más allá de cuan efectivas hayan sido, no podrá volver a usarlas de la misma forma en 2022. En consecuencia, con menos anclas y sin un plan de estabilización, difícilmente la inflación núcleo pueda reducir la velocidad crucero de 3,3% mensual que mantiene desde mayo.
- Por caso, las tarifas de servicios públicos deberán actualizarse y perderán su rol de ancla inflacionaria. A noviembre los subsidios energéticos representaron 2,7% del PIB. Y típicamente los acuerdos de facilidades extendidas con el FMI, como el que busca firmar la Argentina, involucran ajustes fiscales. El Fondo suele priorizar el rol de la política fiscal para la acumulación de reservas por sobre su impacto en los precios (ver [Mirada #16](#)).
- Al mismo tiempo, el tipo de cambio, la segunda ancla que usó el gobierno este año para contener el aumento de precios, en diciembre revirtió su tendencia. El peso se depreció 1,4% versus 1% promedio mensual entre junio y noviembre. Pero más importante aún, la apreciación del peso perdió efectividad como herramienta anti-inflacionaria desde hace ya varios meses. El gráfico a continuación es elocuente y refleja como la apreciación cambiaria dejó de operar en la inflación núcleo, y en un subconjunto de bienes de la misma muy representativo como son aquellos financiados a través del Programa Ahora 12.

-Inflación Núcleo, Evolución de los precios en Ahora 12 y tipo de cambio real multilateral -



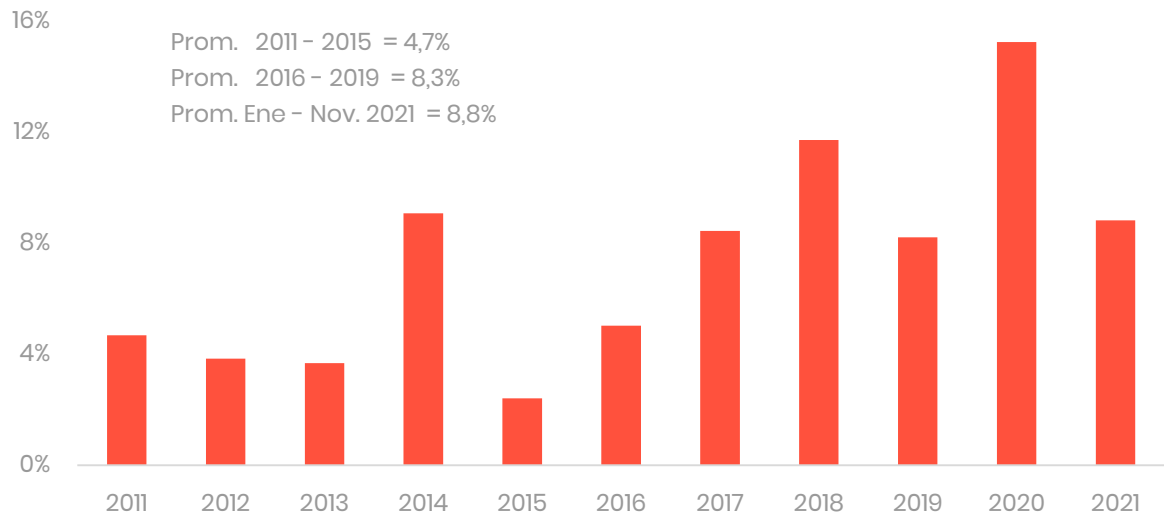
Fuente: Analytica en base a BCRA y Ministerio de Producción.

- Podemos identificar al menos tres etapas en el gráfico: 1) entre marzo y octubre de 2020, vemos una recuperación de márgenes en los precios del Ahora 12, mientras la inflación núcleo cae y se recupera en igual medida que el tipo de cambio real multilateral; 2) entre noviembre de 2020 y agosto de este año, es la etapa exitosa de la apreciación, cuando los precios del Ahora 12 crecen a una menor tasa siguiendo la dinámica del tipo de cambio real, incluso más allá de la variación de la inflación núcleo. Esto también lo percibió el BCRA en su informe monetario cuando destacó una reducción de la inflación de bienes núcleo de medio punto; iii) a partir de septiembre último, la efectividad de la apreciación cayó, los precios del programa Ahora 12 pasaron a tener una tendencia creciente explicado por las restricciones en las importaciones y la mejora en los niveles de actividad previo a las elecciones, mientras el tipo de cambio real siguió apreciándose.
- Tradicionalmente la apreciación del tipo de cambio opera como contención de los precios con componentes importados o sujetos a competencia. Tanto la evolución de los costos asociados a las importaciones como la amenaza externa disciplina la evolución de los precios domésticos.
- Ahora bien, esto funciona mientras la apreciación sea creíble y sostenible. La presencia de un acuerdo con el FMI actúa en detrimento de este canal. Máxime teniendo en cuenta que, cómo indicamos en nuestro informe [Mirada #16](#), el FMI

suele usar cómo objetivo el cociente reservas netas sobre importaciones. A su vez, el cambio en la pauta devaluatoria que se observa durante diciembre (+1,4% en lugar del promedio de 1% de los últimos 5 meses) confirma las previsiones del mercado: la apreciación tiene patas cortas.

- Teniendo en cuenta el deterioro de los indicadores sociales, luce difícil un estímulo importante sobre las exportaciones, ya sea a través de quitas en las retenciones cómo de un salto en el tipo de cambio. Tampoco es claro que vaya a darse un gran salto exportador si fuéramos a un esquema similar al del 2016-2017. Durante ese periodo las exportaciones mejoraron, pero estuvieron lejos de los niveles que el propio presidente del BCRA fijó como objetivo: U\$S 90.000 millones.
- Por lo tanto, el mercado descarta que más allá del aumento que exista en el tipo de cambio, la variable de ajuste para llegar al objetivo de reservas seguirán siendo las importaciones ([ver Mirada #16](#)). Eso sumado a los actuales niveles de brecha, genera que el costo de reposición sea incierto y, cómo se observa en el gráfico anterior, los bienes que deberían responder sensiblemente a la apreciación, cómo los que integran Ahora 12, no lo hacen. Esto es así porque el programa incluye bienes transables livianos (V. de Gr. durables excluidos vehículos automotores), los cuales deberían haber tenido incrementos de precios por debajo de los observados en el nivel general; algo que efectivamente no ocurrió.
- El ajuste sobre las importaciones comenzó este año. En el gráfico a continuación se observa que la variabilidad de las importaciones es especialmente elevada. Excepto los niveles observados durante la pandemia, el desvío ajustado por la escala de importaciones es casi el doble del promedio del cepo cambiario anterior, incluso por encima de los observado durante 2016-2019 cuando había libre ingreso de importaciones.

-Volatilidad histórica de las importaciones sin estacionalidad¹



Fuente: Analytica en base a INDEC.

- Por lo tanto, incluso si eliminamos una devaluación de shock del horizonte de corto plazo, el cepo cambiario y las restricciones a las importaciones vuelven poco efectivo el uso del tipo de cambio para contener la inflación.
- Es evidente que el escenario inflacionario será aún más complejo en 2022. El desarme de las anclas inflacionarias que uso el gobierno este año va a empujar a una mayor alza de precios. Al mismo tiempo, la inflación importada cesará menos de lo esperado. Este mes los miembros de la Reserva Federal de Estados Unidos aumentaron su proyección de inflación, de 2,2% a 2,6% anual para el próximo año.

¹ El gráfico ilustra el desvío estándar de las importaciones en valor (precio por cantidad) ajustadas por estacionalidad y por el nivel medio de importaciones anuales, de forma de hacer los valores comparables.