La inflación se está desacelerando... cada vez menos.

Autor: Bruno Carballa

Mayo 2017

Observatorio
de Coyuntura Economica
y Políticas Públicas

De brotes, rebotes y me(se)tas inflacionarias:

la inflación se está desacelerando... cada vez menos.

Resumen Ejecutivo

- La desaceleración de la inflación no es una tendencia de mediano plazo, es el rebote que sucede al pico inflacionario post-devaluación y post (primer) tarifazo.
- Por un lado, al haberse ya absorbido el impacto de la suba de los precios de los bienes exportados e insumos importados en los precios locales, la inflación deja de aumentar simplemente porque ya no tiene ese motivo para hacerlo.
- Por otro lado, la menor demanda causada por el efecto recesivo empuja hacia abajo la inflación.
- La inflación actual se encuentra muy por encima de la meta planteada por el gobierno para 2017 de 12% a 17%. Según INDEC en el primer trimestre de 2017 acumuló una suba de 6,1%, lo cual anualizado significa un alza de 26,7%.
- Aun así, el nuevo valor inercial tras los efectos de la devaluación parecería ser más bajo que el 25,7% anual en torno al que orbitábamos antes de noviembre de 2015.
- El efecto desinflacionario de la recesión fue marcadamente más potente esta vez. Mientras que tras la devaluación de 2014 la industria se desplomó por 8 meses consecutivos a un promedio del 2,3% mensual, tras la última devaluación llevamos 13 meses[1] de caída interanual de la actividad a un promedio del 4,2% mensual (casi el doble).
- La marcada desaceleración de la inflación durante la primera mitad de 2016 no se debió al efecto de las tasas de interés sobre las expectativas de los formadores de precios (empresas y sindicatos), sino a la recesión que la devaluación y el tarifazo indujeron durante la fase de rebote. La estabilidad de este nuevo nivel de inflación inercial algo menor que parecería consolidarse dependerá de muchas incógnitas de política económica pendientes para el año en curso.

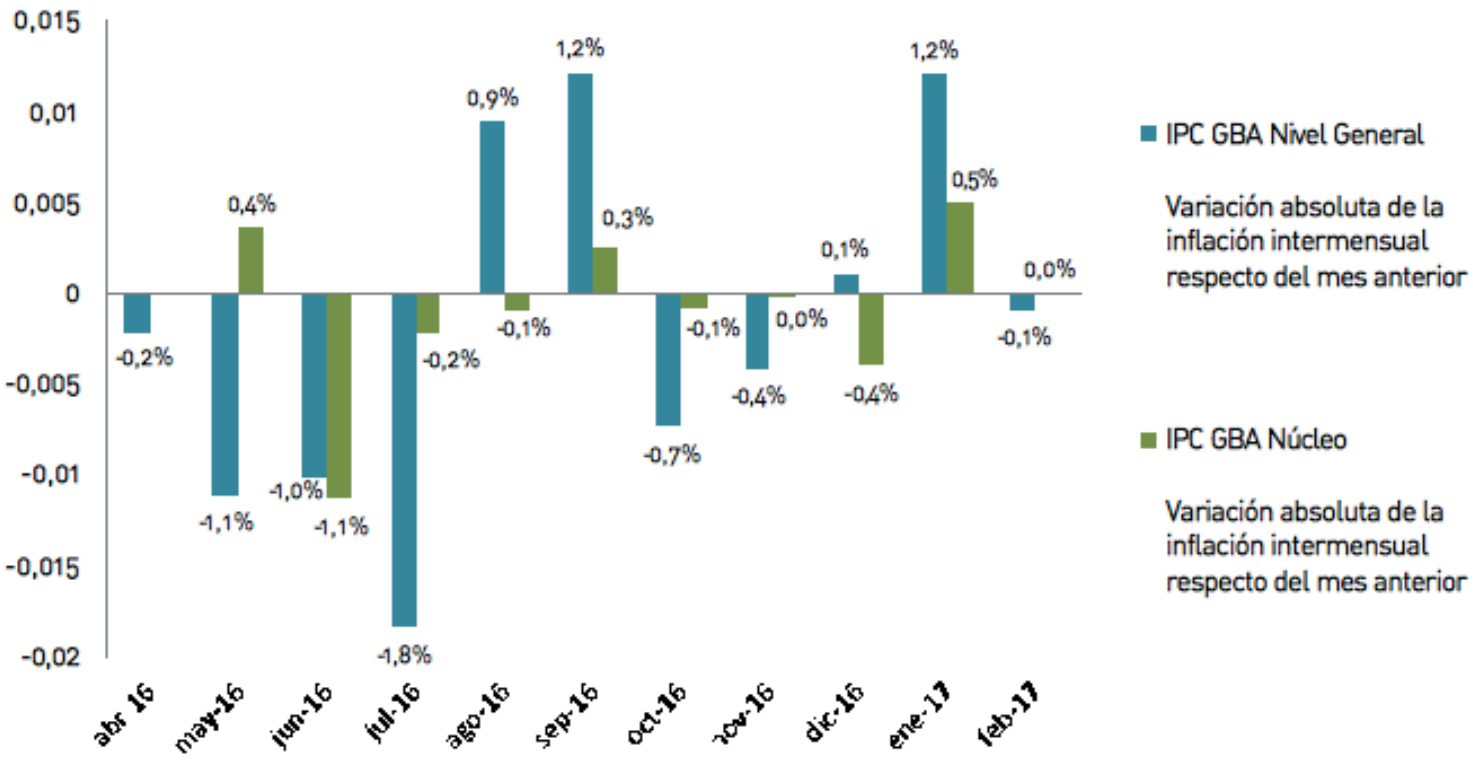
[1] El último dato disponible del EMI corresponde a febrero de 2017.

Introducción

Si bien el 2016 nos dejó bastantes malas noticias en el plano económico (caída del salario real, crecimiento que no despega) hay una para festejar: la inflación se desaceleró. ¿Significa eso que comenzó el camino hacia niveles "normales" de inflación (digamos, por debajo de las dos cifras)?
Mientras que el FMI pronostica un 25,6% para 2017, los más optimistas, como el Presidente del Banco Central (BCRA), Federico Sturzenegger, creen que sí. *Si en 2017 la inflación sigue bajando al ritmo al que lo hizo durante la segunda mitad de 2016* (y en tanto el BCRA suba las tasas de interés siempre que la inflación repunte), razonan, este año cerrará en la franja de entre 12% y 17% anual que el Banco Central fijó como meta. **Este razonamiento supone que la desaceleración de la inflación es la manifestación de una tendencia de mediano plazo y no un fenómeno pasajero.**

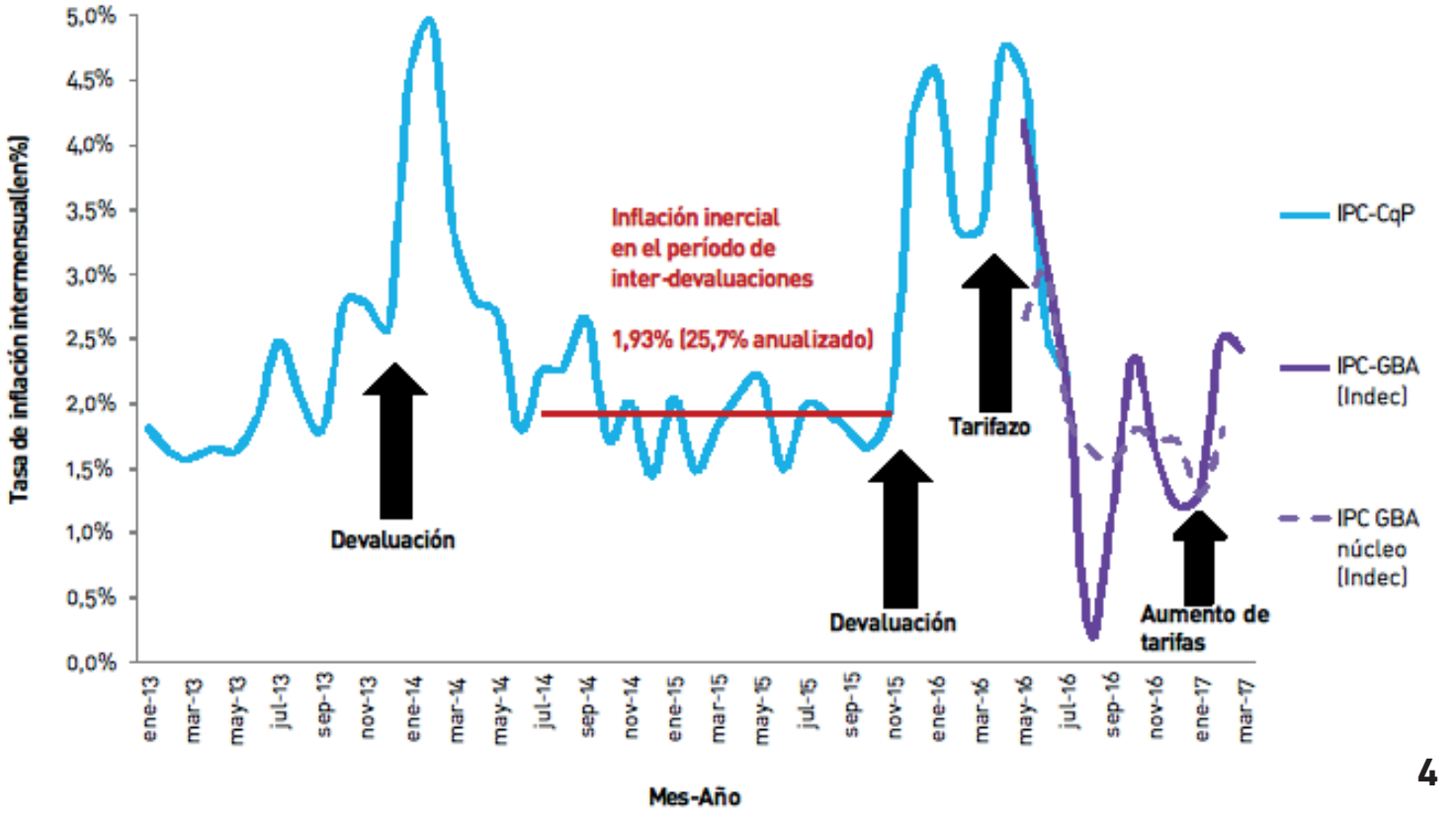
¿Por qué se desaceleró la inflación?
Sin embargo, los datos indican que la inflación no va a seguir bajando a este ritmo. La inflación se desaceleró durante 2016, sí, pero cada vez más lentamente, como muestra el Gráfico 1. Según INDEC en el primer trimestre de 2017 acumuló una suba del 6,1%, lo que significaría una inflación acumulada anual proyectada de 26,7%. En otras palabras, hacia finales de 2016 llegamos a una meseta inflacionaria. **¿Por qué? Porque la desaceleración no es una tendencia de mediano plazo, es el rebote que sucede al pico inflacionario post-devaluación y post (primer) tarifazo.**

Gráfico 1: Variación absoluta mensual de la inflación total y de la inflación núcleo a partir del comienzo de la fase de desaceleración de 2016



Al igual que después de la devaluación de diciembre 2013/enero 2014, en 2016 la inflación brotó (aumentó bruscamente), rebotó (se desaceleró a ritmo creciente) y entró en una fase de meseta (osciló en torno a un valor), como se ve en el Gráfico 2.

Gráfico 2: inflación total (CqP y GBA) e inflación núcleo del GBA intermensuales (enero de 2013 a marzo de 2017)

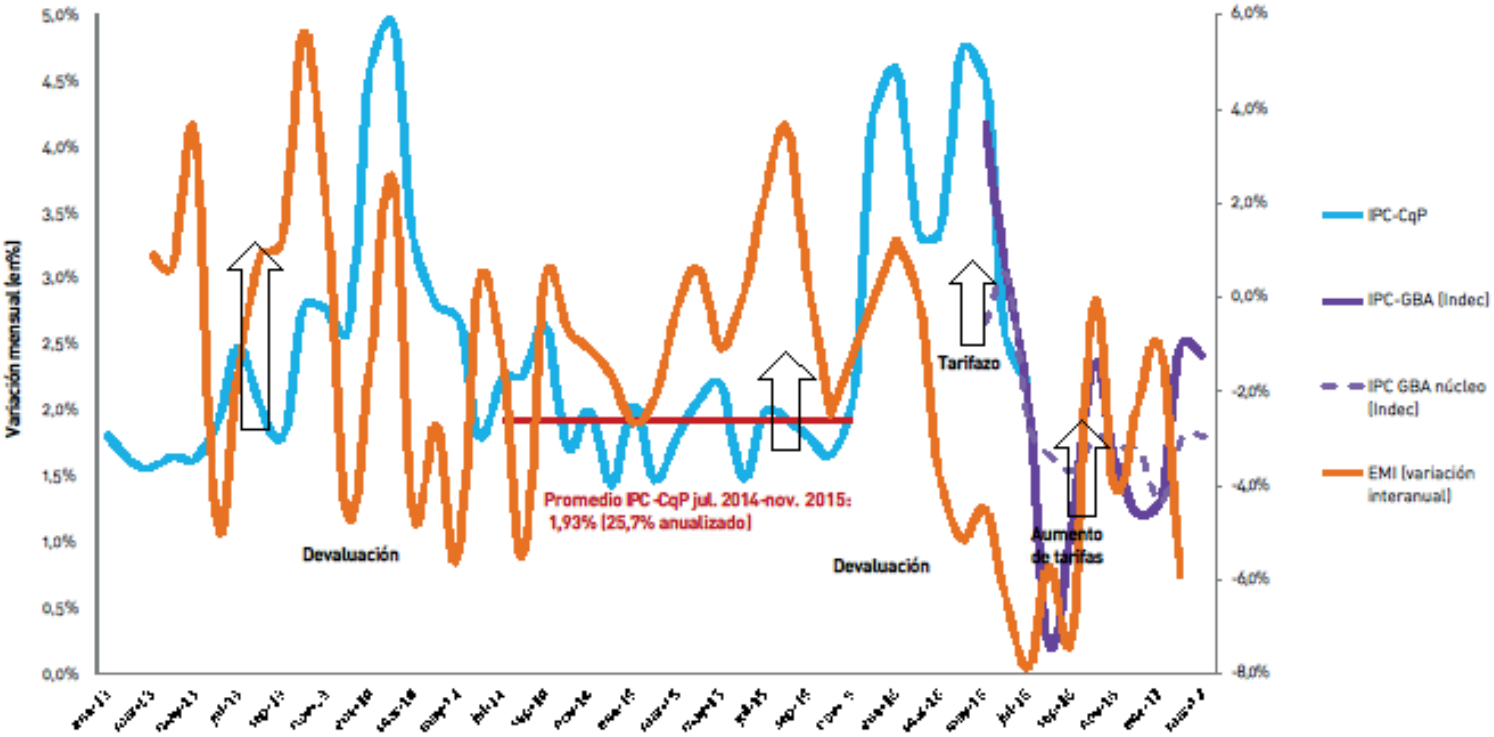


En efecto, tras el brote inflacionario de principios de 2014 (enero y febrero de 2014) provocado por la devaluación, la inflación pasó por la fase de rebote (marzo a junio de 2014) y se amesetó en torno a un 26% anual, valor que parece ser la inflación inercial de los últimos años en Argentina. Luego vino otra devaluación seguida de un tarifazo energético, lo que trajo otro brote inflacionario más duradero (diciembre 2015 a abril 2016), seguido de una fase de rebote (mayo a agosto de 2016) y de lo que parecería ser una nueva meseta desde septiembre, aunque esta última se vio interrumpida (¿abortada?) por el rebrote de febrero de 2017 vinculado a un nuevo aumento de tarifas y precios regulados varios (luz, prepagas, peajes, cigarrillos). Este análisis se confirma si miramos la inflación núcleo, es decir, aquella medida de la inflación que no toma en cuenta ni los precios regulados (por ejemplo, los de la luz y el agua) ni los precios estacionales (aquellos que suelen variar mucho en un momento particular del año, como lo son por ejemplo los precios de las frutas y verduras) ni aquellos con alto contenido de impuestos (por ejemplo, los de los cigarrillos). Esta medida de la inflación nos permite ver más claramente la tendencia de mediano plazo, pues elimina el "ruido" de los precios que suben temporalmente y el efecto (¿pasajero?) de cambios en la regulación de precios como el tarifazo. En efecto, si tomamos la inflación núcleo, también vemos una meseta, aunque en este caso habría comenzado en agosto. En cualquier caso, todo indica que la inflación se ha estado estancando en torno a un valor inercial.

La buena noticia es que este nuevo valor inercial parecería ser más bajo que el 25,7% anual en torno al que orbitábamos antes de la última devaluación. Si tomamos la inflación total, durante la fase de meseta (septiembre a marzo de 2017) la inflación promedio anualizada es de 23,7%. Si tomamos la inflación núcleo, el período de meseta (agosto a marzo de 2017) promedia un 21,9% de inflación anualizada.

Ahora bien, **¿por qué la nueva meseta inflacionaria estaría por debajo de aquella a la que veníamos acostumbrados? Parecería que porque esta devaluación fue más recesiva que la anterior.**

Gráfico 3: Variación intermensual del IPC-CqP (eje izquierdo), IPC-GBA (eje izquierdo) e IPC GBA núcleo (eje izquierdo) y variación interanual del EMI (eje derecho) entre enero de 2013 y marzo de 2017



Como se ve en el Gráfico 3, la variación del estimador mensual industrial (EMI, un termómetro mensual del nivel de actividad) va bastante de la mano con la inflación durante las fases de rebote que suceden a los brotes inflacionarios provocados por las devaluaciones. Esto ocurre porque las devaluaciones hacen que suban brucamente los precios de los bienes e insumos importados en pesos, lo que empuja los precios locales en un brote inflacionario. Una vez absorbido ese aumento por los precios internos, al menos que haya paritarias que empaten la inflación al mes siguiente (lo que no ha ocurrido en ningún caso), el poder adquisitivo cae de golpe. Esto repercute negativamente en el consumo, principal componente de la demanda, y por lo tanto cae el nivel de actividad. Durante la fase de rebote inflacionario, la inflación baja por dos motivos que se superponen. Por un lado, al haberse ya absorbido el impacto de la suba de los precios de los bienes e insumos importados en los precios locales, la inflación deja de aumentar simplemente porque ya no tiene ese motivo para hacerlo. Por otro lado, la menor demanda causada por el efecto recesivo le pone un límite a la capacidad de realizar sucesivas rondas de aumentos de precios, lo cual se traduce en una baja de la inflación. A esto hay que sumarle el efecto recesivo del tarifazo. Si bien en un primer momento éste se tradujo en un repunte de la inflación, en un segundo momento tuvo un efecto recesivo pues disminuyó el ingreso disponible de los hogares y dificultó la actividad de empresas que tuvieron que afrontar una suba repentina de sus costos de producción. El efecto desinflacionario de la recesión fue marcadamente más potente esta vez. **Mientras que tras la devaluación de 2014 la actividad se desplomó por 8 meses consecutivos a un promedio del 2,3% mensual, tras la última devaluación llevamos 13 meses[2] de caída interanual de la actividad a un promedio del 4,2% mensual (casi el doble).**

[2] El último dato disponible del EMI corresponde a febrero de 2017

¿Qué esperar?

En conclusión, la inflación se descelera, pero cada vez más lentamente. Al igual que tras la devaluación de enero de 2014, al brote inflacionario le siguió un rebote (desaceleración a ritmo creciente) y finalmente una meseta (oscilaciones en torno a un valor). Desde agosto/septiembre entramos nuevamente en una meseta inflacionaria, solo que una algo más baja que la anterior (21,9% o 23,7% vs el 25,7% anualizado del período de entre devaluaciones). La mala noticia es que esto se debe a que la última devaluación fue más recesiva que la de enero de 2014.

El Banco Central confía en que la tasa de interés será una herramienta exitosa para combatir la inflación que vendrá. Esta visión supone que la tasa de interés puede ejercer una fuerte influencia en la inflación inercial coordinado las expectativas de inflación futura. Cabe preguntarse qué efectividad puede tener esta herramienta si se esperan nuevos aumentos de tarifas y una posible alza del tipo de cambio hacia fin de año. En efecto, la marcada desaceleración de la inflación durante la primera mitad de 2016 no se debió al efecto de las tasas de interés sobre las expectativas de los formadores de precios (empresas y sindicatos), sino a la recesión que la devaluación y el tarifazo indujeron durante la fase de rebote.

Finalmente, hay que tener en cuenta que la estabilidad de este nuevo nivel de inflación inercial algo menor que parecería dibujarse dependerá de muchas incógnitas de política económica pendientes para el año electoral 2017: ¿otra devaluación brusca después de octubre, minidevaluaciones o ancla cambiaria financiada con deuda externa? ¿Siguen las subas de tasas de interés? ¿Ajuste fiscal, piloto automático o empuje fiscal para que repunte la actividad antes de octubre? ¿Tarifazos o tarifacitos? El futuro de la inflación dependerá de la capacidad que tengan los agentes de trasladar los efectos de la política económica a sus precios (o salarios).