

## ¿CUÁNTO DURA LA DESINFLACIÓN?

### RESUMEN

- *Las autoridades económicas ratificaron su compromiso con la meta del 60% de inflación anual estipulada en el Presupuesto Nacional 2023 y explicitaron un exigente compromiso de reducir 1 p.p. la tasa de inflación mensual cada 60 días. El dato de noviembre (4,9%) trajo consigo un primer alivio significativo.*
- *La baja del ritmo de variación de los precios se explica por una combinación de factores entre los que sobresalen: los esfuerzos de política pública a partir de una serie de acuerdos de precios con grandes empresas, la desaceleración de la actividad económica, circunstancias puntuales que afectaron a la oferta de productos frescos (carnes, frutas y verduras) y la moderación de las presiones inflacionarias internacionales.*
- *El esquema de políticas sobre la inflación plantea al igual que en otros experimentos recientes una mirada transitoria. Aunque las condiciones económicas ofrecen hoy un campo más fecundo, la ausencia de una estrategia cabal para los problemas estructurales y sus mecanismos de propagación tienden a acortar el horizonte de éxito de la política.*
- *En particular, las dificultades que plantea la gestión de la puja distributiva y la inestabilidad cambiaria y financiera en años electorales se mantienen como la principal a la sostenibilidad del proceso. En este contexto, acelerar los tiempos de la desinflación por medio de objetivos ambiciosos podría transformarse en un catalizador nuevos shocks.*

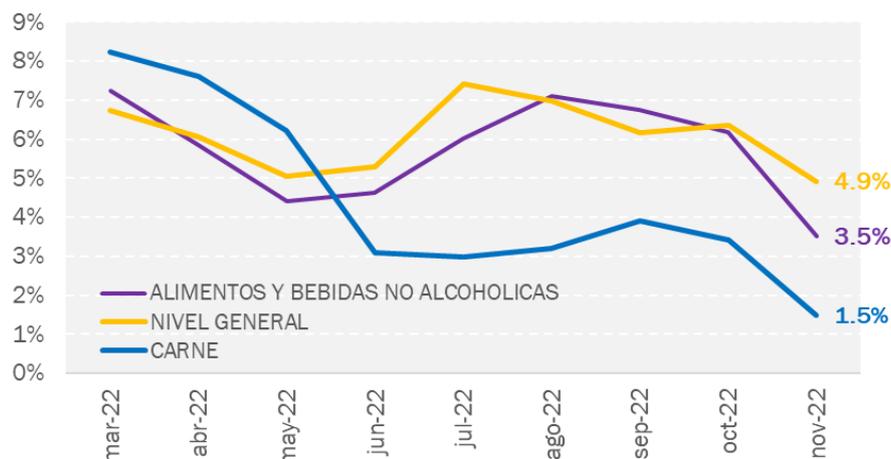
Mientras los aportes del nuevo dólar-soja y el cumplimiento de las metas con el FMI ofrecen una breve calma sobre la dinámica cambiaria, la inflación ocupa el centro de la agenda económica. En este contexto, las autoridades ratificaron su compromiso con la meta del 60% de inflación anual estipulada en el Presupuesto Nacional 2023 y explicitaron un exigente compromiso de reducir 1 p.p. la tasa de inflación mensual cada 60 días.

Noviembre, trajo consigo un primer alivio significativo. Tras cuatro meses en los que la inflación fue superior al 6% mensual (promediando 6,7%), el registro del mes muestra una desaceleración que la ubica en 4,9%, reduciéndose un 1,4% respecto del dato de octubre y alcanzando el registro más bajo desde enero 2022. La baja del ritmo de variación de los precios se explica por una combinación de factores entre los que sobresalen: los esfuerzos de política pública a partir de una serie de acuerdos de precios con grandes empresas, la desaceleración de la actividad económica, circunstancias puntuales que afectaron a la oferta de productos frescos (carnes, frutas y verduras) y la moderación de las presiones inflacionarias internacionales.

El lanzamiento del programa de “Precios Justos”, propuso congelar una canasta de 1.700 productos por 120 días y alinear aumentos al 4% mensual para otros 30.000 (se sumó posteriormente también a este ritmo la actualización de precios de combustibles). Los acuerdos abarcan centralmente productos de grandes empresas vía supermercados y tienen como principal objetivo moderar el ritmo de evolución de los precios con énfasis en alimentos y productos de consumo masivo tras el shock de julio. Los compromisos iniciales fueron complementados con acuerdos sobre precios de insumos básicos, todos ellos apalancados principalmente sobre la disponibilidad de importaciones para las empresas.

Los resultados de noviembre estuvieron también influidos por la evolución en el precio de la carne que jugó un papel significativo en la desaceleración (la inflación descontando el efecto del precio de la carne resultó de 5,3%). La oferta de carne se ha visto aumentada en los últimos meses por los efectos conjuntos de la sequía y la implementación del dólar-soja, que incentivaron la faena de animales ante el encarecimiento o el faltante de alimento para el ganado. En este contexto, aún a expensas de una reducción futura del stock ganadero, los productores incrementaron la oferta generando un impacto negativo sobre los precios. También las verduras (-3%), que suelen presentar estacionalmente un descenso en el mes, realizaron su aporte a la reducción del ritmo de variación del capítulo de alimentos y bebidas.

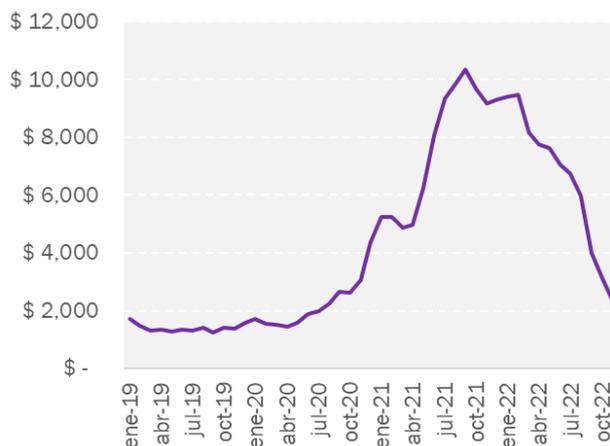
**GRAFICO 1. INFLACIÓN MENSUAL, NIVEL GENERAL, ALIMENTOS Y CARNE**



Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos del INDEC

Por su parte, en el plano internacional la inflación comienza a dar también muestras de moderación de la mano de la desaceleración del crecimiento global y la baja en los precios del petróleo. La cotización internacional del petróleo presentó bajas en torno al 20% respecto de los máximos de jun-22 y permitió en el plano local moderar el ritmo de actualización de las naftas desde diciembre. Influye también lo ocurrido con el precio de los fletes y el transporte internacional de mercancías, que consolidó su baja, tras los picos generados primero por la pandemia y luego por la guerra. El costo de los fletes internacionales constituye un factor de alta relevancia en la determinación de precios de los productos importados y reduce la presión sobre los costos, así también como sobre las erogaciones de divisas.

**GRAFICO 2. ÍNDICE DE TARIFAS DE TRANSPORTE MARÍTIMO**



**GRAFICO 3. ÍNDICE DE PRECIOS DEL PETRÓLEO DEL FMI**



Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos del FMI

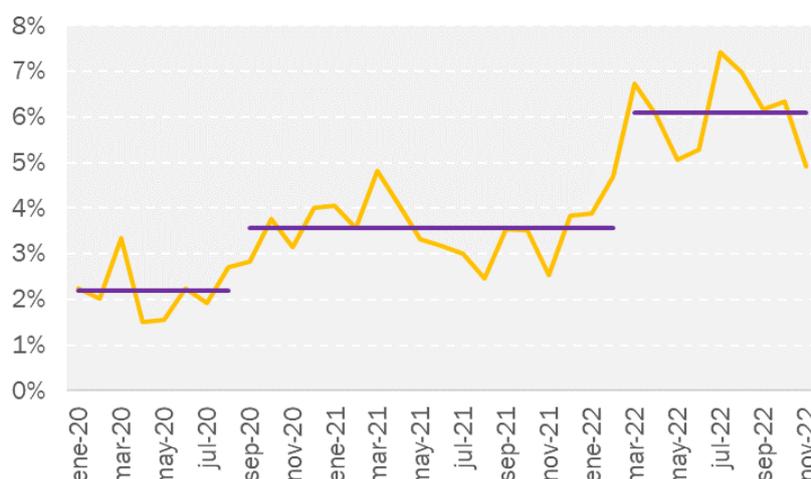
Aunque el paquete de medidas sobre la inflación asume un enfoque nítidamente transitorio, los esfuerzos encuentran en la actualidad un campo más fecundo respecto de otros intentos similares recientes. En este sentido influyen no solo la desaceleración de precios internacionales, sino también la baja en el ritmo de la actividad económica, que desde septiembre arroja síntomas de estancamiento. Estas circunstancias, junto al resultado de noviembre permiten ser más optimista respecto de la efectividad de corto plazo de los esfuerzos. No obstante, la sostenibilidad de mediano enfrenta grandes desafíos.

## ENFOQUES Y DEBATES: SHOCK Y PROPAGACIÓN

El enfoque del gobierno respecto del proceso inflacionario en curso (expresado mayormente a través de los dichos del viceministro Rubinstein) tiende a subestimar algunos problemas y comportamientos que propicia la alta inflación y su consolidación en el tiempo. El diagnóstico se sostiene sobre la idea de que la actual inflación es el resultado de un desorden de expectativas, márgenes empresariales excesivos y desequilibrios macroeconómicos (monetarios y fiscales) que podrían ser corregidos gradualmente a partir del cumplimiento del acuerdo con el FMI. Así, la dinámica inflacionaria estaría relacionada con factores transitorios que, mediante un reordenamiento en las señales del gobierno, podría reencausarse y lograr la consolidación de un sendero desinflacionario.

La experiencia reciente demuestra que la situación es más compleja. Tras la pandemia del COVID-19, la inflación fue subiendo escalones, que establecieron siempre un nuevo piso a pesar de los esfuerzos de contención de la política pública. La inflación pasó de promedios anuales entorno al 35% en 2020 al 55% en 2021 y a 100% en 2022. El escalonamiento de la inflación estuvo asociado tanto a shocks externos (shocks de oferta, precios internacionales, guerra de Ucrania) o endógenos (fragilidad financiera y puja distributiva) y su interacción con los mecanismos de propagación. En cada ocasión, los mecanismos de propagación se ocuparon de afianzar los efectos del shock, contrariando los pronósticos de transitoriedad.

GRAFICO 4. ESCALONES DE LA INFLACIÓN



Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos del INDEC

Ausentes en el enfoque oficial, los mecanismos de propagación asumen un rol central, haciendo de la persistencia (inercia) el factor principal en la explicación del sendero futuro de precios. En este marco, las políticas de ajuste sobre el gasto y la actividad y el alineamiento de expectativas pierden efectividad para atacar de manera sostenida la dinámica inflacionaria. Bajo una mirada extrema, se podría decir que una política de ajuste fiscal y monetario tendrá poco efecto sobre la inflación si se sostiene la convalidación vía salarios, tipo de cambio oficial e indexación contractual. Así, la inflación no posee anclas satisfactorias y cada salto en los precios se ve sostenido en el tiempo en un nuevo escalón, haciendo de la estanflación un fenómeno permanente que tiende a agravarse.

Como señalamos en informes anteriores, la inercia y los mecanismos de propagación dominan la dinámica de precios y tienden a convalidar una nominalidad mayor a partir de un shock “desordenador”. Los mecanismos de propagación se expresaron no solo en la evolución de los salarios, sino también en la dinámica del gasto público, el tipo de cambio oficial y la indexación de contratos. Dichas variables expresan la pasividad asumida por los instrumentos fundamentales de la gestión macroeconómica, en tanto la inflación pasada domina las decisiones sobre variables tales como el gasto público, el tipo de cambio y la tasa de interés. Las autoridades pierden así el control sobre sus instrumentos de política dando lugar a una política pasiva que “acompaña” la inflación pasada y se acomoda a los saltos. En términos estilizados pueden identificarse los siguientes mecanismos de propagación:

**Propagación 1 | Negociaciones y política salarial.** La dinámica de precios y salarios no es lineal y está dominada por la puja distributiva. La necesidad de recuperar el poder adquisitivo respecto a los niveles prepandemia (o aún a los de 2015) constituye una de las tensiones que da forma a este mecanismo de propagación y se retroalimenta a partir de la reapertura de negociaciones y la baja frecuencia de revisiones salariales. Así, la aceleración de la inflación genera rápidamente aumentos del salario nominal que tienden a hacer permanente los efectos del shock.

**Propagación 2 | Política cambiaria.** Un sector externo frágil acota los márgenes de apreciación real y amenaza con desatar un clima de inestabilidad cambiaria que agrave las presiones inflacionarias a través de un nuevo shock. Así, la nominalidad creciente lleva a que el retraso del tipo de cambio tenga consecuencias importantes, especialmente en una estrategia económica y política que pone el foco en la necesidad de evitar a cualquier costo un salto discreto del tipo de cambio oficial. De esta forma, a fin de eludir una apreciación real, el gobierno se ve obligado a acelerar el ritmo de devaluación ante la aceleración de la inflación, imponiendo a otro de los componentes fundamentales de las ecuaciones de costo una mecánica de propagación ante el shock.

**Propagación 3 | Gasto y política fiscal.** Dados los límites sociales y políticos que enfrenta la coalición de gobierno para bajar el gasto público en términos reales, el gasto aumenta nominalmente ante cada shock inflacionario, en el marco de los reclamos de compensación de diversos grupos de la población. Los componentes indexados del gasto retroalimentan estos efectos. En este caso, la interacción de las decisiones de gasto con la dinámica de la recaudación y su impacto sobre el resultado fiscal pueden abrir un canal de transmisión hacia la inestabilidad financiera que viene dado por las probabilidades de incumplimiento del acuerdo con el FMI ante el reacomodamiento de la política fiscal.

Recientemente, los esfuerzos por cumplir con las metas fiscales acordadas con el FMI, impulsaron un intento de interrupción de este mecanismo de convalidación de una nominalidad mayor. Así, una combinación de mayor licuación del gasto junto a un anticipo de ingresos busca postergar la convalidación de la nueva nominalidad. Sin embargo, el enfoque no solo resulta en suma transitorio, sino que se concentra en el cumplimiento de metas con el Fondo sin atacar el corazón de la dinámica indexatoria.

**Propagación 4 | Indexación contractual y otros canales.** Por fuera de lo anterior, la alta inflación tiende a extender el uso de la indexación en contratos privados afianzando los mecanismos de propagación (alquileres, redeterminación de precios, deuda CER, etc.). Por otra parte, la necesidad de sostener una tasa de interés real positiva plantea en el plano financiero un incremento de los costos del financiamiento que enfrentan las compañías ante la aceleración de precios que influye también en las ecuaciones de costos.

En los últimos tres años la intención de contener los efectos de una concatenación shocks inflacionarios sin atender de raíz los mecanismos de propagación implicó un abordaje descoordinado e inefectivo y que tendió a horadar los márgenes de acción de la política pública. En este sentido, corregir el funcionamiento de los mecanismos de propagación requiere un enfoque sistémico que incorpore una hoja de ruta para resolver los principales nudos de la economía argentina: (i) la puja distributiva, (ii) la fragilidad financiera y externa y (iii) la creciente indexación de contratos. En la medida que no se atiendan estas cuestiones, las medidas no podrán ofrecer más que respiros pasajeros que se verán amenazadas por los desequilibrios que los propios intentos tienden a generar.

La reciente desaceleración de la inflación responde no a la resolución de los factores de inestabilidad (puja distributiva y dinámica financiera) sino a iniciativas de corto plazo con algún impacto indirecto sobre los mecanismos de propagación fiscal y un escenario de desaceleración económica que tiende a consolidarse. Por el momento, se mantienen fuera de órbita las políticas cambiaria y salarial, que constituyeron mecanismos de convalidación importante. Se trata, de dos dimensiones de la política que probablemente ganen protagonismo en la agenda de política si el gobierno busca consolidar y reforzar los resultados de noviembre.

## DIFICULTADES Y RIESGOS EN EL SOSTENIMIENTO DE LA DESINFLACIÓN

---

El sostenimiento de un escenario desinflacionario para los próximos meses estará relacionado con la sostenibilidad de las iniciativas de corto plazo, en el que los equilibrios políticos vinculados a la continuidad de la estrategia fiscal (ajuste) ocupará un rol importante. Por otra parte, el control sobre los mecanismos de propagación y la pericia en la

administración del sector externo que evite un nuevo shock son factores centrales que carecen aún de una estrategia explícita por parte de las autoridades. Probablemente, el gobierno buscará construir sobre la desaceleración en el dato mensual de noviembre un mecanismo de coordinación para consolidar el proceso.

Con relación a las posibilidades de éxito, cabe destacar que la estrategia macroeconómica debe contener una distribución del ingreso políticamente estable. Esto quiere decir que una de las cuestiones esenciales para su sostenimiento es la administración de la puja distributiva. Si bien la desinflación permite mejorar las perspectivas económicas, también pone más claros los ganadores y perdedores. Si la política desinflacionaria está vinculada a un ajuste que no permite dar perspectivas de crecimiento futuro y a una caída en el poder adquisitivo de las jubilaciones, planes sociales y estancamiento de los salarios reales, la inestabilidad social que a priori afloraría deberá ser contenidas por canales institucionales y políticos. No sería la primera vez, pero es un desafío a priori importante. Pareciera ser parte de la discusión en la transición al nuevo gobierno a ser elegido en 2023. En el caso de que se evidencie una caída importante de la inflación por varios meses, el efecto de incremento real de los ingresos indexados también planteará una dinámica distinta, que encontrará alivio para quienes los reciben pero tensiones sobre el sector externo y quienes lo paguen (parte de estas tensiones pueden evidenciarse en la complejidad de la discusión sobre el bono de fin de año).

Por otra parte, la posibilidad de imponer una menor nominalidad en la política fiscal, monetaria, cambiaria y salarial tiene un carácter político, pero además imprime un riesgo importante. El fracaso de las anclas fiscal, cambiaria y salarial establecidas en 2021 deben servir como enseñanzas. Si la apuesta a la desinflación es muy ambiciosa, se enfrentan riesgos en la sostenibilidad. En 2021 la apreciación cambiaria y la contracción de los salarios reales fueron la consecuencia de una mala gestión de la inflación. Asimismo, no prestar atención a estas variables y establecer una política de convalidación de la inflación pasada podría dar por tierra con la desinflación. La pericia sobre las paritarias y la política cambiaria será central en los próximos meses (particularmente porque no hubo modificaciones hasta el momento).

Finalmente, la propia desinflación no parece resolver los desequilibrios más profundos asociados al sector externo. El esquema elegido para la administración de la crisis externa (devaluación sectorial, desdoblamiento y mayor control a las importaciones) hasta el establecimiento del dólar soja II mostró ser débil. Las perspectivas cambiarias ante el escenario de sequía y adelantamiento de las liquidaciones plantean elevados riesgos para el primer semestre de 2022, en el que deberá además construirse una solución para la situación de la deuda pública en moneda local (Ver Informe Noviembre 2022). De nuevo, la administración de la transición política al nuevo gobierno será determinante.

Aunque las condiciones económicas lucen hoy por hoy más favorables y podrían potenciar la efectividad de los esfuerzos desinflacionarios de corto plazo, la ausencia de una estrategia cabal para los problemas estructurales que explican el proceso inflacionario y sus mecanismos de propagación tienden a acortar el horizonte de éxito de la política. En particular, las dificultades que plantea la gestión de la puja distributiva y la inestabilidad cambiaria y financiera en años electorales funcionan como una amenaza latente para la sostenibilidad de los resultados en el tiempo. En este contexto, acelerar los tiempos de la desinflación por medio de objetivos en extremo ambiciosos podría transformarse en un catalizador nuevos shocks.