



Bolsa de Comercio de Santa Fe

Presidente
Ing. Olegario Tejedor

Fundación Bolsa de Comercio
Presidente
Ing. Olegario Tejedor

Director Ejecutivo
Dr. Gustavo Vittori



Centro de Estudios y Servicios

Directora
Lic. María Lucrecia D'Jorge

Coordinador
Lic. Pedro P. Cohan

Investigadores
Lic. Alfonso Cherri
Lic. Lautaro Zanini
María Florencia Camusso
Ignacio Francisco Falco

E-mail de contacto:
ces@bolcomsf.com.ar

Sitio web:
<http://ces.bcsf.com.ar> o
<http://www.bcsf.com.ar>



INFLACIÓN EN ARGENTINA: PERIODO 2007-2017

Fecha: Marzo de 2018

INTRODUCCIÓN

El fenómeno inflacionario ha sido un problema recurrente en la historia argentina, incluyendo eventos de hiperinflación a finales de los '80¹. En la última década, y luego de un periodo de alto crecimiento de la actividad económica y baja inflación (2003-2007²), el aumento generalizado de precios volvió a ser un problema de relevancia. Esto se tradujo en diferentes políticas de parte del Gobierno Nacional tendientes a detener dicho proceso.

En diciembre de 2015, con el cambio de signo político en el Poder Ejecutivo Nacional, el rumbo que se adoptó para paliar el problema inflacionario viró sustancialmente. Previo a ello se habían aplicado principalmente políticas heterodoxas de controles de precios. Entre otras medidas, se aplicó una fuerte intervención en el mercado cambiario, congelamiento de tarifas de los servicios públicos, retenciones y cuotas de exportación de determinados productos y programas de control de precios minoristas, como el denominado "precios cuidados". Una vez iniciada la presidencia de Mauricio Macri, estas medidas fueron dejándose de lado y la lucha contra la inflación se centró principalmente en la política monetaria. Adicionalmente se comenzó moderadamente a trabajar sobre uno de los problemas de fondo como es el déficit fiscal, centrando los esfuerzos en la reducción de subsidios.

En este informe se realiza un repaso de la evolución de la inflación en los últimos 10 años, centrando la atención a partir de 2015, dando cuenta de las características más salientes del proceso en el corto plazo. Cabe aclarar que el trabajo tiene en cuenta los aspectos económicos del tema, dejando de lado los trasfondos políticos que pudieran observarse.

EVOLUCIÓN DEL NIVEL GENERAL DE PRECIOS: PERÍODO 2007-2017

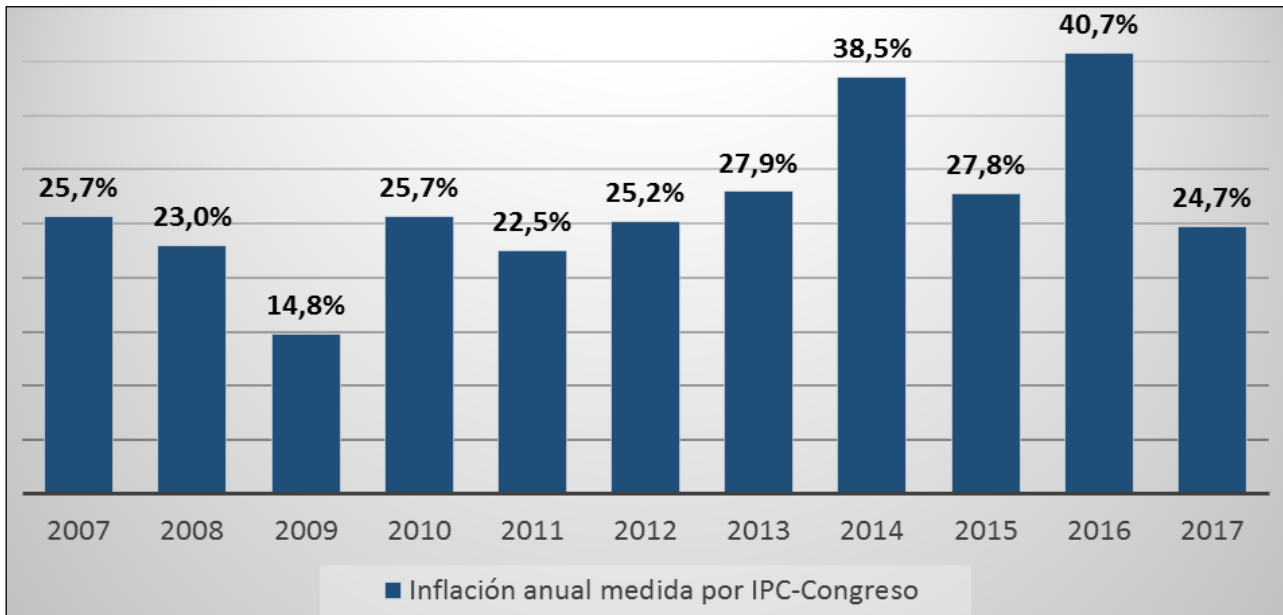
En el Gráfico 1 se presenta la inflación anual desde el año 2007 hasta 2017. Se toma como referencia el Índice de Precios al Consumidor presentado por el Congreso (IPC-Congreso), dado que las estadísticas publicadas por INDEC (Instituto Nacional de Estadísticas y Censos) para el período 2007-2015 fueron desacreditadas oficialmente por el organismo. Cabe aclarar que en 2016 y 2017 INDEC vuelve a publicar un índice de precios nacional; y que las cifras oficiales actualmente han vuelto a tener consistencia en términos de indicadores alternativos.

El Gráfico 1 deja en evidencia que el problema de la inflación aún se encuentra lejos de poder resolverse definitivamente. No obstante, es importante destacar que 2017 finalizó con el mínimo registro desde 2011 (24,7%), luego de tocarse el máximo histórico del período estudiado en 2016, con un alza de 40,7%.

¹ Tomando como referencia la serie histórica del IPC-GBA (índice de precios al consumidor del Gran Buenos Aires del INDEC) la inflación fue de 4.923% en 1989 y de 1.344% en el año 1990.

² Durante este periodo la inflación anual promedio se ubicó alrededor del 11,7% (según datos del IPC-GBA e IPC-Congreso para 2007), registrando en 2003, 2004 y 2006 cifras inferiores a dos dígitos. En tanto, el nivel de actividad se elevó anualmente en promedio alrededor de 9,3% (Índice General de Actividad de Argentina, Orlando J. Ferreres & Asociados S.A.).

Gráfico 1. Inflación anual en Argentina (precios minoristas; IPC-Congreso)



Fuente: elaboración propia en base a datos del IPC – Congreso.

Como se mencionó previamente, a comienzos de 2016 se produjo un viraje en las políticas destinadas a resolver el fenómeno inflacionario, además de otras políticas que también afectan al mismo. Se pueden destacar, por ejemplo:

- Plan de metas de inflación del BCRA (Banco Central de la República Argentina). Consiste en el establecimiento de metas anuales de inflación por parte de la autoridad monetaria. Se adoptó el uso de la tasa de interés de referencia como mecanismo principal para controlar los agregados monetarios.
- Liberalización del mercado cambiario, dando libertad a la oferta y demanda para el establecimiento del precio de mercado de las divisas. La principal consecuencia de ello fue una depreciación del tipo de cambio del orden del 37% en diciembre de 2015, sumando además casi un 20% en enero y febrero de 2016. Además se destacan una depreciación de casi 15% entre mayo y julio de 2017 y otra en el orden del 16% entre diciembre de 2017 y febrero de 2018.
- Apertura comercial: se eliminan/moderan las restricciones a importaciones y exportaciones, de manera que los productos nacionales deban competir en precios con los provenientes de otros países.
- Reducción y eliminación de retenciones a la exportación de productos primarios, con el consecuente aumento de precios internos de los mismos.
- Reestructuración de las tarifas de diferentes servicios públicos que se encontraban altamente subsidiados, provocando fuertes subas anuales en las mismas.

METAS, PRESUPUESTO E INFLACIÓN REAL

En los primeros meses de la actual administración del Ejecutivo Nacional, el equipo económico fijó metas de inflación para cada uno de los cuatro años de mandato. Estas se ubicaron en el rango 20-25% para el año 2016; 12-17% para 2017; 8-12% para 2018; y entre 3,5% y 6,5% para 2019. El BCRA en un comienzo se comprometió a llevar a cabo las acciones necesarias para cumplir estas metas y posteriormente las adoptó como propias en la formulación de su programa de disminución progresiva del aumento generalizado de precios. Sin embargo, como se observa en el Gráfico 1, estos objetivos se ubicaron muy por debajo de los

porcentajes reales de inflación. Esto se refleja en una subestimación de entre 15 y 20% para los valores de 2016 y de entre 8 y 12% en 2017 respecto a los aumentos de precios registrados según el IPC-Congreso.

Es de destacar que en el presupuesto del año 2017 (el primero formulado por el actual gobierno), la estimación de inflación se fijó en un 17%, lo cual era acorde a la meta inflacionaria que se había fijado previamente. En este sentido, para el presupuesto 2018 la proyección de la inflación se fijó en un 15,7%, al tiempo en que el BCRA sostenía una meta inflacionaria de entre 8 y 12%. Esta meta fue revisada el 28 de diciembre (posteriormente a la sanción de la Ley de Presupuesto) y se elevó al 15%; pero como se presenta en el apartado referido a expectativas, dicho nivel también se ubica por debajo de las proyecciones esperadas para este período.

EVOLUCIÓN DE LOS COMPONENTES

Otro punto interesante para analizar es la evolución de los distintos componentes que aportan al nivel general de los precios minoristas. Para ello, consideramos en este apartado el índice de precios al consumidor de la Ciudad de Buenos Aires (IPC-BA), ya que es el único indicador que publica con continuidad las divisiones que lo componen desde 2013³ en adelante.

Gráfico 2. Variaciones anuales IPC-BA: Nivel general y componentes.

| Componentes IPC-BA (ponderación) | Periodo | | | |
|---|---------|-------|-------|------------------------|
| | 2015 | 2016 | 2017 | Acumulado 2016/2017 |
| Nivel general (IPC-BA) | 26,9% | 41,0% | 26,1% | 77,9% |
| Alimentos y bebidas no alcohólicas (17,07%) | 25,5% | 33,9% | 20,9% | 62,0% |
| Bebidas alcohólicas y tabaco (1,89%) | 35,1% | 76,3% | 25,4% | 121,2% |
| Prendas de vestir y calzado (6,89%) | 29,2% | 35,4% | 16,0% | 57,1% |
| Vivienda, agua, electricidad y otros combustibles (12,51%) | 22,7% | 71,2% | 50,7% | 158,0% |
| Equipamiento y mantenimiento del hogar (7,69%) | 29,2% | 30,0% | 21,2% | 57,6% |
| Salud (9,70%) | 33,7% | 37,8% | 26,7% | 74,6% |
| Transporte (11,87%) | 18,8% | 42,1% | 16,5% | 65,5% |
| Comunicaciones (3,90%) | 23,7% | 40,7% | 36,2% | 91,5% |
| Recreación y cultura (9,49%) | 36,0% | 30,1% | 22,2% | 59,1% |
| Educación (3,32%) | 33,8% | 32,5% | 27,2% | 68,5% |
| Restaurantes y hoteles (10,16%) | 22,8% | 40,0% | 22,7% | 71,7% |
| Bienes y servicios varios (5,50%) | 30,0% | 37,5% | 22,1% | 67,9% |

Fuente: elaboración propia en base a datos publicados por el Gobierno de la Ciudad de Buenos Aires.

³ El nuevo IPC-Nacional de INDEC también publica la variación de precios de cada componente, pero las publicaciones comienzan en junio de 2017.

Los datos expuestos en el Gráfico 2 señalan que los componentes con mayor aumento durante el año 2015 y aquellos que impulsaron la inflación en los siguientes períodos no son los mismos. En el primer año considerado, 15,3 puntos del 26,9% de inflación general provienen de los ítems Alimentos y bebidas no alcohólicas (25,5%); Prendas de vestir y calzado (29,2%); Equipamiento y mantenimiento del hogar (29,2%); Salud (33,7%); Recreación y Cultura (36,0%). En menor medida, los componentes Vivienda, agua, electricidad y otros combustibles, y Educación y Bienes y servicios varios aportaron en conjunto menos de 5,6 puntos porcentuales al índice general.

Por otro lado, al observar el acumulado del periodo 2016/2017, los componentes que se destacan son otros. En este caso, un cuarto de la variación del nivel general de precios se explica a partir del componente Vivienda, agua, electricidad y otros combustibles, ya que aporta 19,8 puntos porcentuales al 77,9% del nivel general. Esto significa que este ítem más que duplicó su aporte a la inflación general si se compara con el año 2015. Los otros dos componentes que se destacan sobre el resto son Bebidas alcohólicas y tabaco y Comunicaciones, aunque sus bajos ponderadores provocan que sólo aporten 5,9 puntos al total.

En tanto, deben destacarse las divisiones Alimentos y bebidas no alcohólicas, Salud, Transporte y Restaurantes y hoteles, los cuales no presentan porcentajes de aumento por encima del nivel general, pero debido a sus altos ponderadores contribuyen a este, en conjunto, 32,9 puntos porcentuales.

En síntesis, durante el último bienio los principales componentes explicativos de la inflación se vincularon con los servicios públicos, como Vivienda, agua, electricidad y otros combustibles, o con otros sectores altamente regulados, como Salud y Transporte. En los meses de enero y febrero de 2018 se continúa con una tendencia similar. Tomando como base el nuevo IPC nacional, este arrojó tasas de inflación mensual de 1,8% y 2,4% respectivamente. Estas subas estuvieron impulsadas por la categoría Regulados del nuevo índice, que observó un acumulado de 7,1% en lo que va del año, mientras que el IPC núcleo acumuló 3,6% y la categoría Estacionales 2,0% respecto al 4,2% que acumuló el Nivel General⁴.

EXPECTATIVAS Y LA TASA DE INTERÉS COMO HERRAMIENTA DE POLÍTICA MONETARIA

Como ya se mencionó anteriormente, el Banco Central reviste un rol de suma importancia en el esquema del actual gobierno. A tal efecto mantiene un programa de metas de inflación, relevamiento de expectativas de mercado (REM) y política monetaria similar a los modelos que se aplican en otros países vecinos, como Brasil y Chile. A fin de cumplir este objetivo, la autoridad monetaria fija periódicamente una tasa de interés de referencia⁵ como principal mecanismo para controlar los agregados monetarios y así contener la inflación.

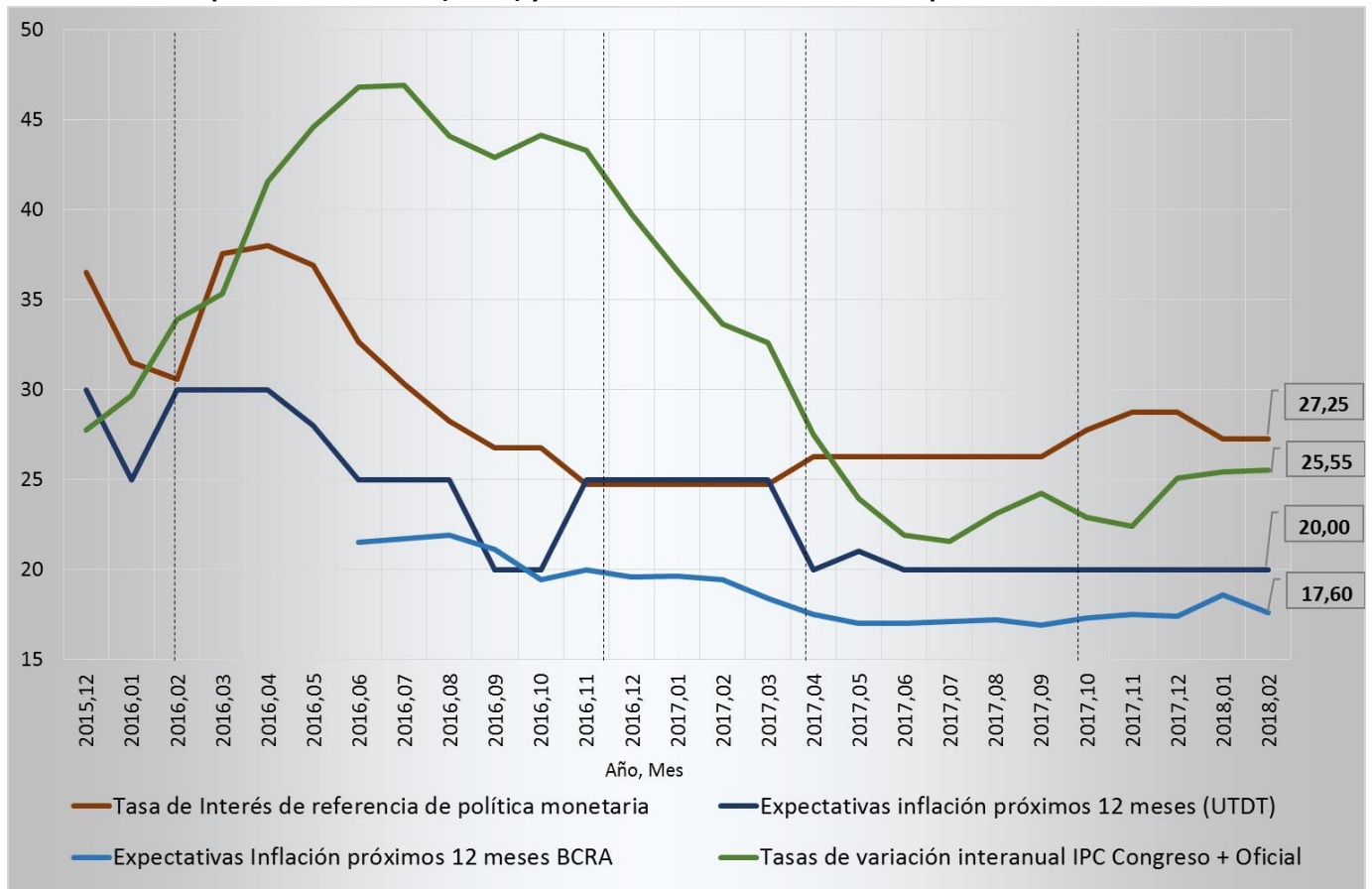
Atento a ello, se presentan en el siguiente gráfico una comparativa de la evolución de los promedios mensuales de dichas tasas de interés, la evolución de las expectativas medianas a 12 meses (mediante las mediciones del Centro de Investigación en Finanzas (CIF) de la Universidad Torcuato Di Tella (UTDT) y del

⁴ Es de destacar que el IPC núcleo tuvo en febrero su mayor valor desde abril de 2017, señalando que la inercia inflacionaria no termina de desacelerarse.

⁵ En el principio del programa el BCRA utilizó la tasa de interés de las Letras del Banco Central (LEBAC) a 35 días como tasa de referencia de política monetaria. Desde enero de 2017 la tasa de interés de referencia de política monetaria utilizada es el centro del corredor de la tasa de interés de los pases a 7 días de plazo. Esta se fija semanalmente a través del Consejo de Política Monetaria de la institución.

REM del BCRA), y la evolución de la tasa de variación interanual de los precios minoristas en Argentina (IPC Congreso empalmado con el IPC nacional publicado por INDEC a partir de julio de 2017).

Gráfico 3. Expectativas de inflación mediana a 12 meses (UTDT y BCRA), tasa de interés de referencia de política monetaria (BCRA) y variaciones interanuales de los precios minoristas.



Fuente: elaboración propia en base a datos publicados por BCRA, Universidad Torcuato di Tela (UTDT), INDEC e IPC Congreso.

Tomando en cuenta la evolución de estas variables desde diciembre de 2015 se visualizan distintas etapas. La primera comienza en febrero de 2016, con el endurecimiento de la política monetaria del BCRA, que eleva la tasa de interés de referencia de un 30% a un 38%. Al cabo de ello, se observa que las expectativas medianas a 12 meses medidas por UTDT comienzan a bajar, mientras que la tasa de inflación interanual se mantiene relativamente estable y por encima del 40%. A partir de junio de 2016 el BCRA comienza a relajar la política monetaria e inicia un sendero descendiente de la tasa de interés en consonancia con las bajas en las expectativas.

Durante el segundo periodo señalado, desde noviembre de 2016 a marzo de 2017, la tasa interanual de inflación retrocede bruscamente, aunque se mantiene por encima del 30%. A partir de ello, las expectativas de inflación a 12 meses vuelven a subir, según las mediciones de UTDT. Así, la autoridad monetaria reacciona a estas señales, cortando la trayectoria descendiente de la tasa de interés de referencia, la cual se mantiene estable hasta marzo de 2017.

A partir de abril de 2017, las expectativas de inflación a 12 meses disminuyen nuevamente y se mantienen alrededor del 20% hasta las últimas mediciones. En cuanto a las tasas interanuales de inflación, las mismas continúan disminuyendo hasta un mínimo de 21,6% en julio. Sin embargo, en agosto y septiembre se

observan dos aumentos consecutivos de la inflación interanual, la cual supera nuevamente el 25% en diciembre. Esto provoca una reacción del BCRA, que eleva la tasa de referencia en los últimos meses del año.

En base a la evolución de las variables presentadas puede detectarse que la acción del Banco Central en vistas de controlar la inflación ha sido muy rígida al comienzo del programa, aunque se fue relajando a medida que observaba una disminución en las tasas interanuales de inflación. Sin embargo, esto no sólo fue producto de una decisión concreta de la autoridad monetaria, sino también por los riesgos que traen aparejados este tipo de política⁶. Con ello resulta que las metas de inflación estuvieron hartamente subestimadas, lo que se refleja en la revisión de las mismas a fines de diciembre de 2017.

INFLACIÓN: UN PROBLEMA INTEGRAL

A lo largo de todo el documento se muestra que el esfuerzo del Gobierno Nacional, a través de la política monetaria impulsada por el BCRA, no fue suficiente para solucionar la inflación en Argentina. Ello no significa que haya cierta impericia de la autoridad monetaria, sino que influyen otras políticas económicas que se han impulsado y que entran en conflicto con el objetivo de desinflación. Un ejemplo de éstas es que a partir de la liberalización del mercado cambiario se produjeron tres grandes depreciaciones, las cuales coinciden en el tiempo con aumentos en las tasas interanuales de inflación (abril mayo y junio de 2016, agosto y septiembre de 2017 y diciembre de 2017 y enero de 2018). De hecho, en las primeras semanas de marzo de 2018 el Banco Central comenzó a intervenir con mayor frecuencia y decisión en el mercado cambiario para que la depreciación de la moneda no impacte negativamente a su programa de metas.

Por otro lado, con el objetivo final de disminuir el déficit fiscal, el programa de reducción de subsidios ha generado fuertes incrementos en las tarifas de servicios públicos y transporte. Tal como se presenta en el apartado referido a los componentes, esto ha sido en un primer momento un fuerte impulsor del incremento del nivel general de precios.

De esta manera, al menos en los últimos años en Argentina, la inflación no parece ser solamente un fenómeno monetario, sino que responde a factores diversos y debe atenderse de manera global. Así, en un contexto de profundo reordenamiento de precios relativos y de déficit fiscal estructural que no logra revertirse, el programa de metas de inflación no constituye algo de sencilla implementación.

SÍNTESIS

- La inflación durante el 2017 se ubicó en un 24,7%, el menor registro desde el 2011. En el primer año completo del actual gobierno (2016) se observó la máxima suba generalizada de precios del periodo bajo análisis, de 40,7%.
- Los objetivos de inflación fijados por el Gobierno Nacional y el Banco Central fueron superados ampliamente por los valores reales. La meta para 2016 fue de entre 20% y 25% y para 2017 se ubicaba entre 12% y 17%. En 2018 la meta original era de entre 8% y 12%, elevada al 15% en diciembre de 2017.

⁶ A partir de la suba de tasas de las LEBACs se acumuló rápidamente un gran *stock* circulante de estas Letras superando el billón de pesos, que implica un riesgo en la capacidad del Banco Central de renovar los vencimientos. A esto se le suman los costos en términos de déficit cuasi-fiscal que se debe afrontar, además del riesgo de ponerle un límite al crecimiento en la actividad económica.

- En 2015, más de la mitad de la inflación se explica por las divisiones Alimentos y bebidas no alcohólicas, Prendas de vestir y calzado, Equipamiento y mantenimiento del hogar, Salud y Recreación y cultura. En conjunto, estos ítems aportaron 15,3 puntos porcentuales del 26,9% total.
- En la inflación acumulada de 2016 y 2017, los componentes que más aportaron al nivel general están relacionados con los servicios públicos y segmentos altamente regulados. El ítem Vivienda, agua, electricidad y otros combustibles explica un cuarto de la inflación total del periodo, siendo más del doble de lo que aportaba en el año previo.
- En los primeros meses de 2016 el Banco Central llevó a cabo una rígida política monetaria contractiva para combatir la inflación. Esta se fue relajando luego de la mitad de ese año, a medida que se observaban disminuciones en las tasas interanuales de inflación.
- Las expectativas inflacionarias relevadas por UTDT y por el relevamiento que realiza la autoridad monetaria siempre se ubicaron por sobre las metas de inflación fijadas en el programa de política.
- Otras políticas puntuales llevadas a cabo por el Gobierno Nacional complicaron los objetivos de desinflación. Entre ellas, la liberalización del tipo de cambio que resultó en fuertes depreciaciones del peso, con su consecuencia en la suba de precios; y la reducción progresiva de los subsidios que provocó súbitos aumentos en servicios públicos y transporte.
- El programa de política monetaria para frenar el fenómeno inflacionario se vio perjudicado en un contexto de amplio reordenamiento de precios relativos y de déficit fiscal estructural.