

La punta del iceberg / Manuel Alejandro Hidalgo

# La moderación de la inflación ha llegado para quedarse

Los precios siguen siendo elevados, pero el proceso de encarecimiento se ha estabilizado desde hace ya varios meses

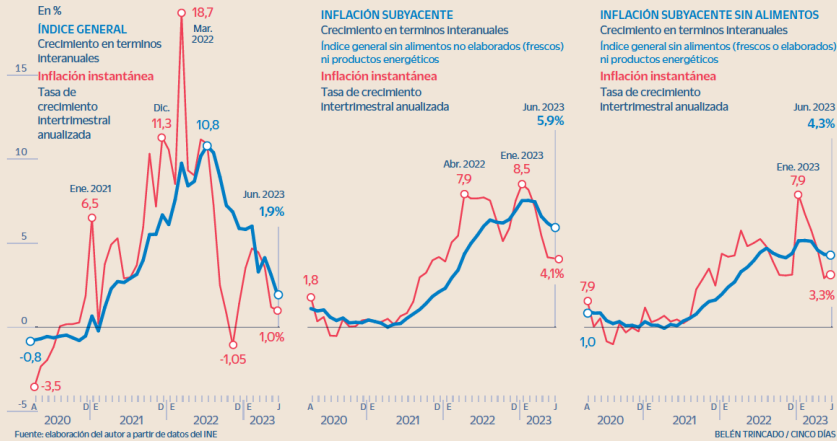
**T**ranscurrido medio año, es momento de recapitular sobre el que posiblemente sea el indicador económico que más nos ha mantenido pendientes de las noticias durante el último año: la inflación. El miércoles pasado, el INE publicó los datos definitivos de la tasa de inflación para el mes de junio, confirmando un aumento de precios del 1,9% interanual. Desde hacía un par de meses sabíamos que la probabilidad de que la inflación se situaría por debajo del 2% en junio era elevada, y así se sucedió. La positiva evolución de los precios a partir de febrero, y pasado lo peor del aumento de los precios de los alimentos, llevó a que la inflación transitara de forma más moderada de lo esperado. Es evidente que el efecto base ha sido relevante, pero un análisis cuidadoso de los datos nos dice que no todo se reduce a este factor estadístico. Para comprenderlo mejor, veamos los datos que acompañan a este texto.

Como seguramente ya saben, he intentado explicar en varias ocasiones que en situaciones como las actuales (o las que hemos vivido recientemente), la inflación medida como tasa interanual no es útil para conocer lo que está sucediendo, en tiempo real, con los precios. Por ello, es mejor buscar mediciones alternativas, como la llamada "inflación instantánea". Esta medición, de pomposo nombre, no es otra cosa que una tasa de crecimiento intertrimestral (anualizada) corregida de estacionalidad y efecto calendario, es decir, exactamente lo que usamos para medir la evolución del PIB. De esta forma, esta tasa nos indica qué ha ocurrido en los últimos tres meses en comparación con los meses anteriores, eliminando el fuerte efecto base tanto en las subidas como en las bajadas, así como la estacionalidad de los precios y que sorprendentemente lleva a muchos a análisis erróneos de la inflación.

Lo que esta medición muestra es que, después del impacto de los precios de los alimentos entre diciembre y febrero, la actualización de los precios de los servicios en enero y los cambios metodológicos en el cálculo del IPC a partir de ese mismo mes, la inflación a tres meses anualizada volvía al entorno del 1%. Esto significa que la moderación de la inflación, salvo el paréntesis en el cambio de año, lleva ocurriendo meses.

Esta medida instantánea, por construcción, adelanta la evolución de la inflación interanual. En parte es como mirar a la que, en los próximos meses, va a ser la evolución de la inflación. Así, lo que nos cuenta esta medida es que, por ahora, no hay elementos que hagan

20 Tasa de inflación interanual e instantánea para el IPC general y subyacente



prever un rebote de esta después del verano más allá del efecto base que en esta ocasión jugará en contra. A menos que tengamos otro aumento de precios que altere el orden establecido, no esperamos que la inflación supere niveles que consideramos razonables y sanos durante la segunda mitad de 2023. Sin duda, aumentará, pero será muy temporal y volverá a moderarse una vez que desaparezca dicho efecto base que nos visitará en la segunda mitad del año.

Y de la inflación subyacente, ¿qué podemos decir? Para contestar a esta pregunta les he dibujado dos gráficos adicionales que se suman al del IPC general. Estos representan dos medidas de inflación subyacente diferentes. La primera, la que publica el INE, incluye precios volátiles cuya evolución a corto plazo se debe a factores que no se deberían entender como *subyacente*, como es el caso del aceite de oliva, que está muy influenciado por la sequía (y que sin duda alentará titulares negativos hasta principios del próximo año). La segunda muestra la inflación subyacente sin alimentos de ningún tipo, ni frescos ni elaborados así como de nuevo sin precios energéticos, tal y como la publica Eurostat.

Lo que nos indican los cálculos de estas dos medidas instantáneas es bastante sugerente. Una vez más, el cambio de año tuvo un impacto negativo en los precios. Los alimentos procesados afectaron negativamente a la inflación, especialmente el aceite, los lácteos y sus derivados, con especial mención al azúcar, cuyo precio se determina en mercados internacionales. En segundo lugar, observando la medida Eurostat, vemos que en enero hubo un claro ajuste en los precios que se actualizan anualmente, especialmente en servicios, pero que desde entonces no se ha vuelto a repetir. Ese "ajuste" explica en buena parte la resistencia de la interanual de la subyacente a ajustarse más rápidamente, algo que sucederá si siguen evolucionando los precios como

lo han hecho estos últimos meses. Y es que la instantánea nos muestra que, respectivamente, estas tasas apuntan hacia una clara moderación del 4% y 2% en la medida subyacente. Y recuerden, la diferencia de 2 puntos entre ambas es en buena medida aceite y derivados lácteos y azúcar.

Ahora, las conclusiones. Permítanme ser claro. Supongamos que no ocurren eventos que nos hagan revivir experiencias pasadas hasta finales de año. Los precios comienzan a estabilizarse y nadie hace nada para que, de repente, gastemos una parte importante de nuestra renta al arrancar el coche o encender el aire acondicionado. En este escenario, y que llamo escenario central, la inflación ha dejado de experimentar episodios de fuertes aumentos. Su incremento, temporal, repito, temporal, ya ha pasado. Al menos en España, y parece que también en otros países como Estados Unidos. Esto no significa que los precios no sigan siendo altos, lo son. No podemos esperar algo diferente cuando, lo repito una vez más y las veces que sean necesarias, los precios de los productos que debemos importar han aumentado más que los precios de los que vendemos. No hay otra opción. Pero ese ajuste, ese encarecimiento relativo, ese escalón en los precios, por suerte, parece haberse estabilizado hace unos meses. Desde entonces podemos decir que nuestra inflación sigue un camino normalizado, sin sobresaltos, excepto por el pasado ajuste invernal.



**No podemos esperar algo diferente cuando los precios de los productos que importamos han aumentado más que los que vendemos**