

13 de enero, 2023

## Inflación diciembre 2022, se estabiliza en zona de 5%

- **Resumen y conclusiones**

La inflación general de diciembre aumentó 5.1% con respecto al mes pasado, cifra que representa un 81.6% anualizado, mientras que la inflación núcleo finalizó el mes en 5.3%. El dato del IPC General fue menor al esperado por el mercado que lo ubicaba en torno al 5.5%, según REM. De esta manera, la inflación anual del año 2022 finaliza en 98.4%, la más alta desde 1990.

Por cuarto mes consecutivo, la inflación mensual llega por debajo de las estimaciones de los analistas y consultoras privadas cuando lo regular suele ser que las proyecciones se queden cortas frente al dato del INDEC. La sorpresa positiva de la variación de precios mensual confirma la extensión de la desaceleración de la inflación, y, también, el tipo de cambio con el *crawling* bajando a 5-6% mensual.

La divergencia con la variación de precios de CABA anota su tercer mes consecutivo. Mientras el promedio de los últimos tres meses del año en la ciudad llega al 6%, en Nación no llega al 5.5%. En cuanto a la inflación acumulada del último trimestre del año, la diferencia llega casi a 3 puntos.

En el frente monetario la estrategia parece no haber cambiado mucho; por un lado, la emisión monetaria para financiar indirectamente al Tesoro mediante la compra de bonos sigue intacta. Por el otro, el sector agroexportador volverá a demandar un tipo de cambio diferencial para liquidar su cosecha lo que implicará otra emisión sin respaldo por parte del BCRA que podría ir a precios y, por último, el siempre riesgo latente de un salto brusco en los dólares financieros que aumenten el *pass-through* y compliquen aún más la dinámica de precios. Por esto mismo, no se puede confirmar todavía que la desaceleración precios sea sostenible en el tiempo.

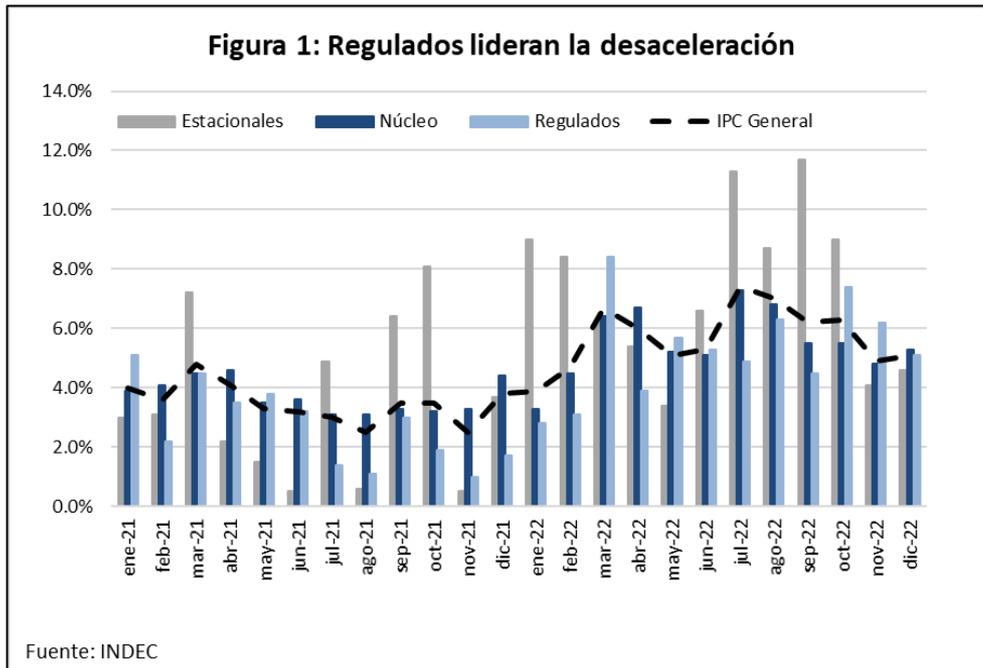
A pesar de los rumores de las últimas semanas, el BCRA decidió mantener inalterada la tasa de referencia en 75%, principalmente para evitar una corrida a los dólares alternativos que pongan presión sobre los precios. Eventualmente, en caso de que la inflación siga su camino descendente, la tasa se situará en niveles más bajos, y, en ese escenario, las ledes de abril, mayo y junio lucen atractivas. En caso de que la inflación vuelva a recalentarse como resultado de los riesgos mencionados anteriormente, las lecer cortas podrían retomar su atractivo.

- **Evolución IPC**

La inflación de 5.1% del mes de diciembre sorprendió positivamente las estimaciones de los analistas que la esperaban en torno al 5.5%. Por una cuestión estacional, "Restaurantes y hoteles" fue la división que más presión puso sobre los precios. De todos modos, se confirma la desaceleración en la última parte del año, en donde la inflación acumulada del último trimestre fue 5 puntos menor que la acumulada del tercer trimestre.

En el año, la variación de precios llegó al 98.4% y es la cifra más alta desde 1990 y es más del 75% del máximo previo alcanzado en 2019 -54%- (último año en el cual no hubo distorsiones de precios por pandemia).

Para el mes de diciembre, todas las categorías menos Regulados, tuvieron variaciones mensuales mayores que en noviembre. De esta manera, Regulados anota su segundo mes consecutivo a la baja y de allí la explicación de la extensión del programa de Precios Justos hasta fines de marzo. En el primer trimestre del año, Estacionales debería poner mayor presión sobre el nivel general. **(Figura 1)**

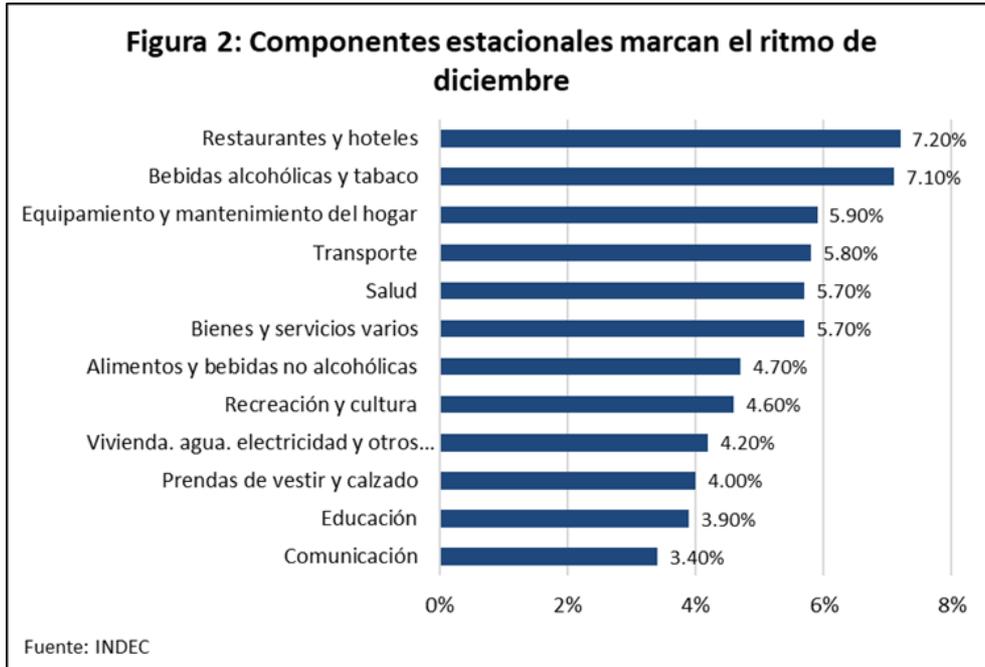


- **Sectores del IPC**

En cuanto a los sectores, hubo determinadas categorías que retomaron al alza luego de la desaceleración de noviembre, “Restaurantes y hoteles” y “Bebidas alcohólicas y tabaco” avanzaron 7.20% y 7.10% m/m respectivamente. De esta manera, la primera de ambas acumuló una suba de 108.8% versus mismo período del año anterior siendo la segunda categoría con mayor variación interanual - “Prendas de vestir y calzado” registra la mayor suba entre todos los sectores, esto es, 120.8% anual-. La leve desaceleración lograda a través de programas de acuerdos de precios no se observa sostenible y se espera que el IPC continúe su marcha actual.

Por el lado de los sectores que registraron movimientos a la baja, “Comunicación” y “Educación” presentaron un aumento de 3.40% y 3.90% m/m respectivamente. Esto acentúa la tendencia denotada a lo largo del 2022 y dichas categorías finalizaron con variaciones anuales de 67.8% y 86.3%. La primera se explica en gran medida por acuerdos de precios directamente logrados con las compañías productoras. Las variaciones se pueden observar en la **Figura 2**.

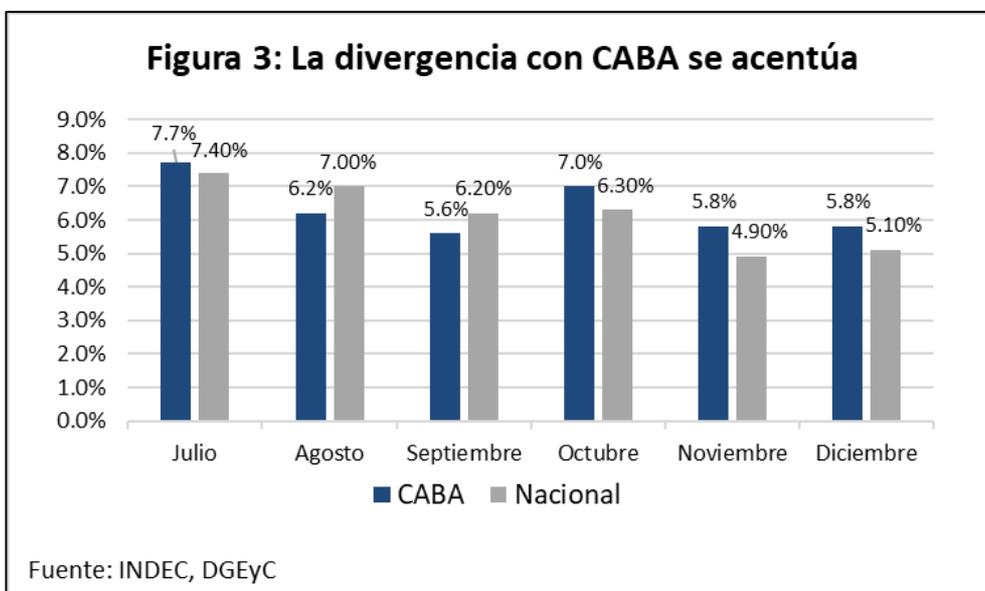
Las variaciones mencionadas se explican principalmente por componentes estacionales, en el caso de “Restaurantes y hoteles” y “Bebidas alcohólicas y tabaco”, el efecto veraniego tiende a incorporar ajustes de precios más que proporcionales al índice. Para otras categorías como “Transporte” (5.80% m/m) y “Salud” (5.70% m/m) se explican por incrementos en boletos para pasajeros y nuevos ajustes al alza en las prepagas con motivo de fin de año. La categoría con mayor ponderación, “Alimentos y bebidas no alcohólicas”, se mantuvo relativamente estable y registró una suba de 4.7% m/m, levemente por encima de lo acordado en el programa “Precios Justos”; su estabilidad se explica, entre otras cosas, por el impacto de la sequía que deriva en una mayor liquidación de cabezas de ganado.



Un punto a observar que ha despertado interés es la comparación entre el IPC General y el IPC de Ciudad de Buenos Aires. En el mes de noviembre se produjo una diferencia entre ambas mediciones de 0.9% (5.80% para IPCBA y 4.90% para el Nacional); para diciembre dicha diferencia se ubicó en 0.7%. Por lo que su eventual divergencia seguiría en la órbita de los analistas. **(Figura 3)**

Las principales diferencias en noviembre radicaron en los precios que se encuentran bajo el programa de “Precios Justos”, más específicamente “Alimentos y bebidas no alcohólicas”. Para el caso de Ciudad de Buenos Aires, a excepción de “Carnes y derivados”, el resto de las subcategorías mostraron una mayor suba mensual.

Para el mes de diciembre, aunque la diferencia fue relativamente menor, sectores como “Educación” y “Prendas de vestir y calzado” marcaron en el IPC Nacional una menor suba. Por lo que para los próximos meses sería de esperar un ajuste relativo de Nación con respecto a Ciudad.



• **Desafíos para lo que viene**

Para el primer mes del año 2023, las estimaciones marcan que se retomaría la senda inflacionaria hasta llegar al 6.2% en marzo, mes clave para entender qué sucederá con los vencimientos del Tesoro del 2do trimestre.

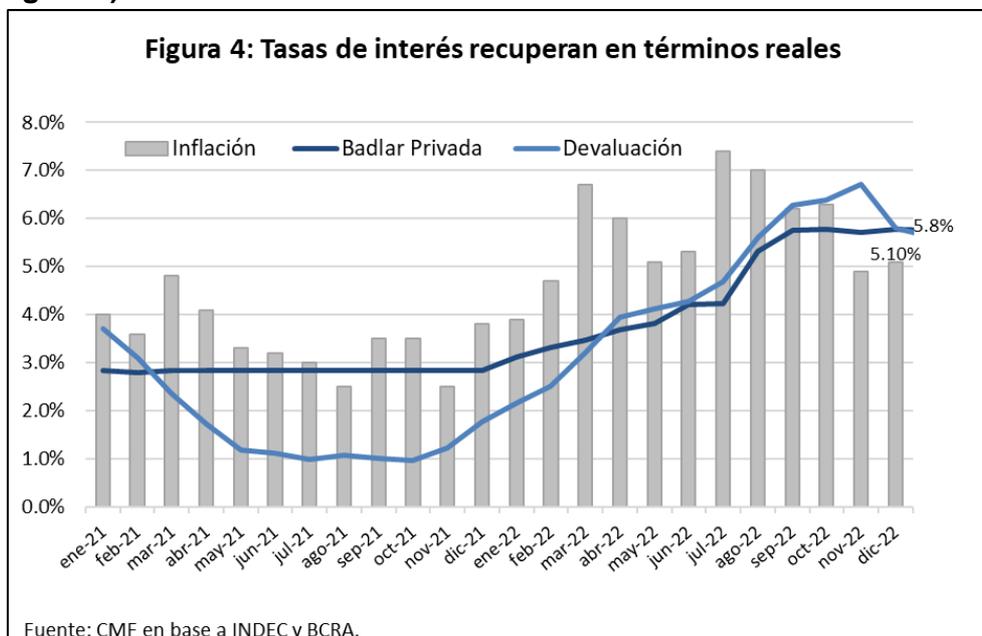
El panorama para los próximos meses luce lejos de ser tranquilo y el equipo económico se encuentra en una encrucijada que deberá resolver de la manera menos agresiva posible. Con una baja de tasas, la demanda de dinero seguiría cayendo con el riesgo de un salto brusco en los dólares financieros que aumente el *pass-through* complicando la dinámica de precios. Por el otro lado, si se decide mantener inalterada la tasa de referencia, el stock de pasivos remunerados dejaría de ceder en términos reales, por lo que se convertiría en un problema mayor al que actualmente es.

Por el lado del Tesoro, muy probablemente siga la estrategia de utilización de canjes para postergar vencimientos y esclarecer un poco el panorama de corto plazo mientras se sigue con el ajuste fiscal. Y en cuanto al BCRA, se deberá decidir el rumbo de las variables más relevantes de la economía, como lo son el tipo de cambio -seguir atrasándolo o aprovechar la desaceleración inflacionaria y ganar competitividad- y las tasas –con los riesgos descriptos anteriormente-.

Otro punto a destacar pareciera ser la potencial caída de ingresos por exportaciones que se estima en 2023. La sequía continúa afectando a la zona núcleo y según la Bolsa de Cereales se perderán aproximadamente USD 12.000 MM de ingresos. Esto, al igual que la dinámica descrita anteriormente, presenta un gran desafío para las autoridades en materia cambiaria y, de forma indirecta, en la disputa con la inflación.

Por el momento, el camino adoptado se enfoca en incentivos a exportadores, al mismo tiempo que se imponen mayores controles a importaciones y se logran estirar los correspondientes plazos de pago. La sumatoria de medidas llevadas a cabo luce improbable de aplicar en 2023 ya que el margen se aminora y el impacto en precios se torna sucesivamente más elevado.

La carrera nominal ha cambiado su dinámica y actualmente las tasas de interés toman la delantera, y tal como se menciona anteriormente, los nuevos niveles de interés real podrían suponer un nuevo frente de disputa para las autoridades del equipo económico. Será una incógnita el desarrollo de la carrera nominal a lo largo del 2023, aunque al menos, de forma temporal, se ha logrado disminuir su aceleración. **(Figura 4)**



•  **Mercados**

Las expectativas para comienzos del 2023 se estiman al alza, por lo que se mantendrían las variaciones entre 5% y 6% mensual; el REM hasta abril proyecta variaciones mensuales, en promedio, mayores al 5.5%. Para los próximos 12 meses, dicha proyección marca una suba esperada de 98.4%.

En el caso de que la desaceleración inflacionaria se establezca, de corto plazo, las letras CER podrían verse aún más afectadas al incorporar en precios una menor tasa de inflación. De todos modos, teniendo en cuenta los desafíos mencionados, será muy difícil que la desaceleración continúe.

La presión por querer bajar la nominalidad de la economía puede llevar al BCRA a bajar la tasa de referencia lo que favorecería a los instrumentos de tasa fija, principalmente la nueva lede a junio y la lede a mayo, ya que tienen espacio por comprimir para situarse en zonas de retornos más en línea con el resto de la curva.

Tal como indica la **Figura 5**, las ledes con vencimiento para los próximos meses se sitúan en niveles levemente superiores a los rendimientos estimados por las letras CER. Se puede observar que el spread de retorno aumentaría a medida que se alarga *duration*. Actualmente, se considera que los riesgos de una mayor escalada inflacionaria a niveles de julio-agosto del 2022 no lucen sumamente probables y a su vez, tal como se menciona, una revisión hacia la baja a las tasas de interés por parte del BCRA terminaría por brindarle mayor *upside* a las Ledes para los próximos meses.

