

17 de octubre, 2022

## Inflación septiembre 2022, sorpresa a la baja.

- **Resumen y conclusiones**

La inflación general de septiembre aumentó 6.2% con respecto al mes pasado, cifra que representa un 106% anualizado, mientras que la inflación núcleo finalizó el mes en 5.5%. El dato del IPC general fue menor al esperado por el mercado que lo ubicaba en torno al 6.7%. En lo que va del año, la inflación ya acumula un 66.1%, mientras que en términos interanuales alcanza un 83%.

Pese a arrojar una variación menor a lo esperado, el nivel general de precios se mantiene elevado y las proyecciones no marcan una fuerte desaceleración para el mediano plazo. Aún no se aplica la segmentación tarifaria, por lo que su impacto incrementará la presión de los precios en los próximos períodos. Para la totalidad del año 2022 se espera una inflación superior al 100%.

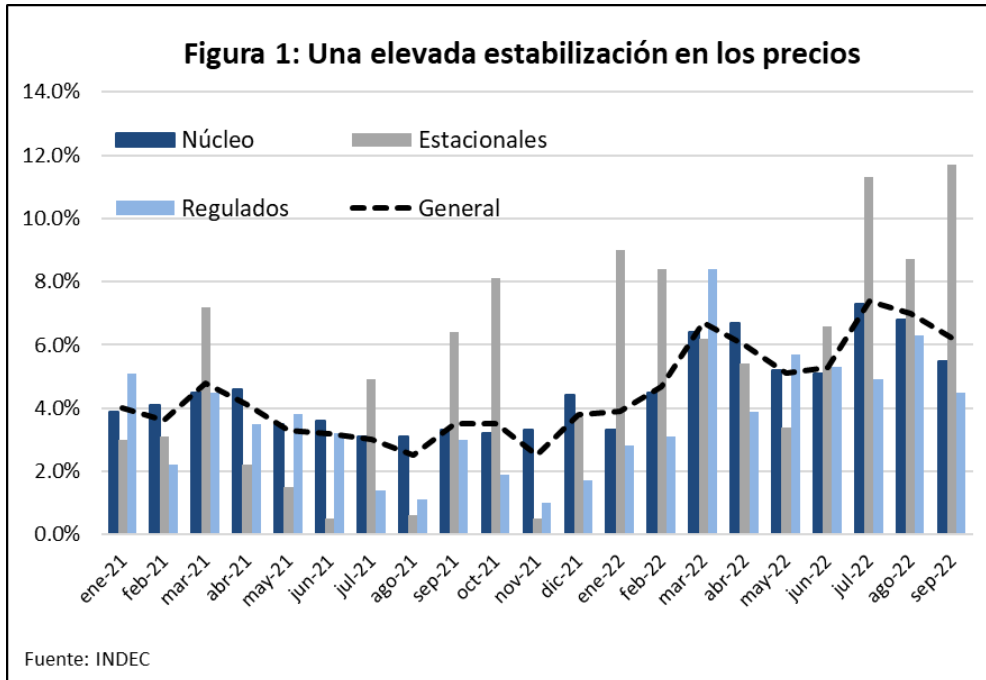
En el mes de septiembre, la emisión monetaria se aceleró nuevamente, mayormente explicada por el dólar "soja", calculada en torno a un 20% de la Base Monetaria. Asimismo, las cuentas fiscales no denotan grandes mejoras, por lo que los niveles de gasto actuales se mantendrían, sosteniendo un piso inflacionario elevado.

Las nuevas revisiones marcan que los próximos meses la inflación mensual no desaceleraría del 6%. Por lo que se mantiene una visión favorable a las Letras CER en comparación a Ledes o Dólar Linked. En la medida que las sorpresas inflacionarias se sitúen al alza, estos instrumentos brindarían la cobertura deseada. Consideramos que, dados los nuevos impuestos para el acceso a diferentes dólares, una devaluación luce más improbable. Por último, mantenemos cautela en relación a estirar vencimientos más allá de septiembre 2023 dado que el proceso electoral podría implicar volatilidad no deseada.

- **Evolución IPC**

La inflación de 6.2% del mes de agosto sorprendió positivamente las estimaciones de analistas. De todas formas, esta leve baja en la estimación se contrapone con las cifras esperadas meses anteriores, las cuales según REM se proyectaban variaciones cercanas al 4%. Este elevado piso inflacionario se produce en un escenario donde las tarifas aún continúan retrasadas y sin una devaluación del dólar oficial que explique una aceleración en el nivel general de precios.

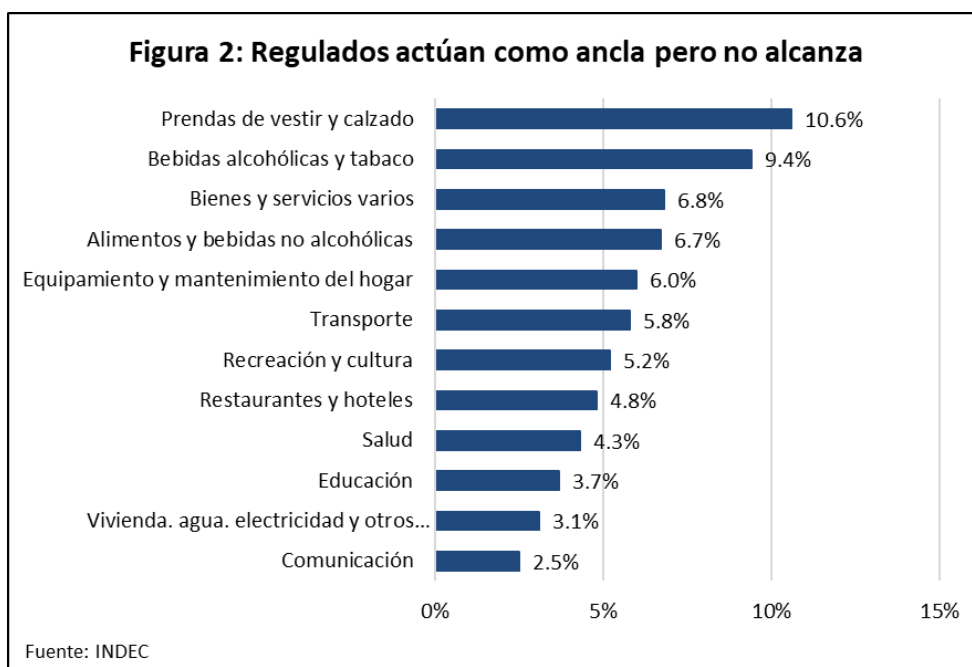
Para el caso de septiembre, los bienes y servicios Estacionales marcan un nuevo máximo; dicha categoría comprende, según el informe del INDEC, Prendas de vestir, Frutas y Legumbres. De la misma manera, la inflación de bienes y servicios Regulados ha continuado por debajo del promedio del índice, representando últimamente una verdadera contención nominal, que debiera empujar los precios hacia arriba en el futuro cercado. Por el contrario, recientes declaraciones de Sergio Massa elevan las posibilidades de un nuevo programa de Precios Cuidados, de éxito muy parcial y temporario en el pasado. **(Fig.1)**



• **Sectores del IPC**

Comenzando por el sector que mayor impacto tiene sobre el poder adquisitivo de los consumidores, “Alimentos y bebidas no alcohólicas” tuvo una variación mensual de 6.7% y de 86.6% a/a. Al ser el sector donde se encuentran la mayor cantidad de precios regulados, sirvió como ancla para contener la dinámica alcista del nivel de precios general, ya que esta categoría cerró el mes con una inflación de 4.5%.

Entre los sectores que mayor presión pusieron sobre los precios, nuevamente se encuentra “Prendas de vestir y calzado” (con una suba de 10.6% m/m y 118% a/a), y “Bebidas alcohólicas y tabaco” (+9.4% m/m; +74.8% a/a), explicado principalmente por la suba de 14% en el precio de los cigarrillos de comienzos de mes.

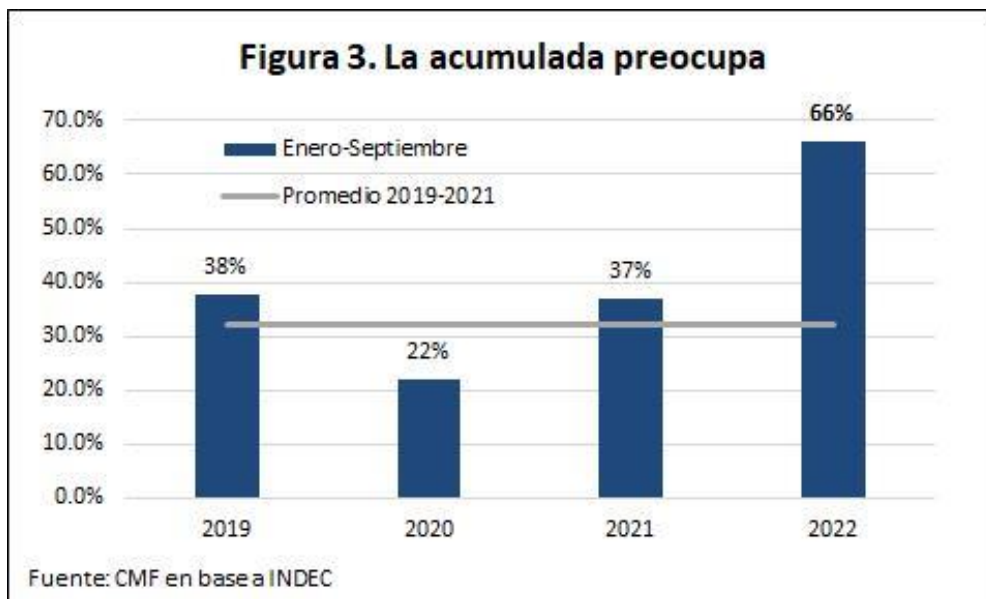


Debido al aumento salarial de trabajadores de casas particulares, “Equipamiento y mantenimiento del hogar” alcanzó una inflación mensual del 6.0%. Por la suba de las tarifas del transporte público y el arrastre del último aumento de combustibles del mes de agosto, “Transporte” tuvo un avance de 5.8% en sus precios. **(Figura 2)**

En cuanto a las categorías, Regulados tuvo un crecimiento de 4.5% mensual, mientras que Estacionales y Núcleo aumentaron 11.7% y 5.5%, respectivamente.

A modo de resumen, aunque el dato de septiembre haya sido mejor a lo esperado, la dinámica actual supone un piso de 6% mensual, o mucho más inestable que el 3% promedio de inflación hace un año. En términos acumulados, desde enero a septiembre del corriente año, los precios subieron 66%, mientras que el promedio para el mismo período de 2019, 2020 y 2021 es de 32.3%. **(Figura 3).**

La puja por mejoras en condiciones salariales, más ajustes pendientes en precios relativos hace suponer que no hay motivo para que la inflación baje de estos niveles.



- **Desafíos para lo que viene**

El futuro cercano supone desafíos cada vez mayores para controlar la dinámica inflacionaria. Al gobierno no le quedará alternativa que tomar una decisión, que se supone binaria, entre devaluar y reducir fuertemente su déficit fiscal o continuar utilizando parches que posterguen los problemas, agregando fragilidad.

A pesar de los intentos del gobierno de no devaluar el tipo de cambio oficial, las cuentas externas siguen sin corregir su desbalance, sugiriendo algún tipo de cambio futuro o mayor variedad de tipos de cambios oficiales.

Por otro lado, tampoco se llevó a cabo el ajuste de tarifas prometido hace varios meses, situación que trasladará mayor presión sobre los precios en los próximos meses. Alternativamente la falta de un ajuste tarifario mantendrá alto el déficit fiscal y el financiamiento monetario. Tampoco los sindicatos disminuyen su demanda por aumentos salariales compensatorios y están consiguiendo paritarias cada vez más elevadas en términos nominales, que aún restan por impactar en el IPC.

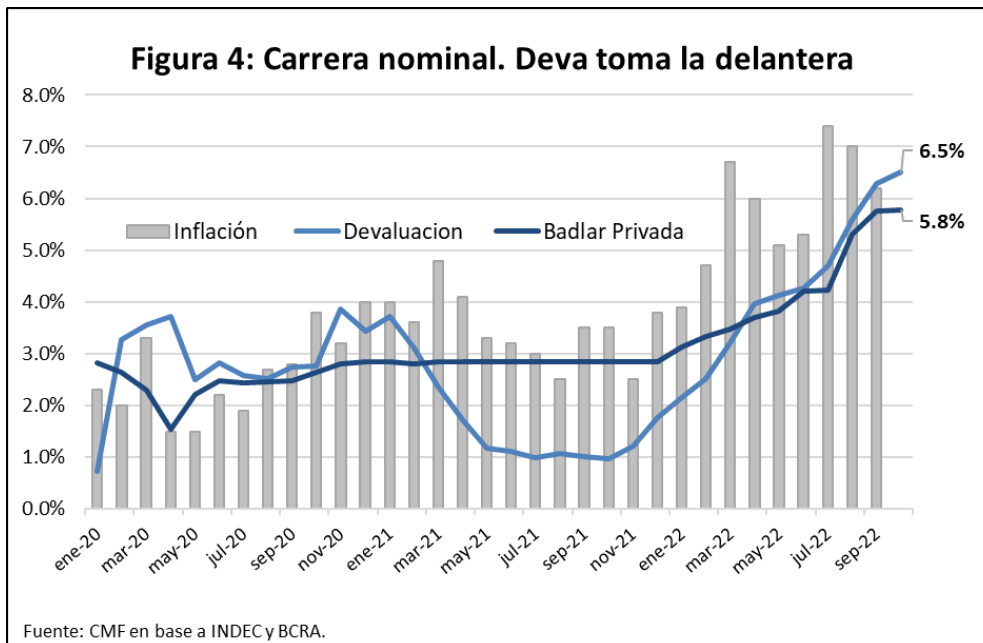
Teniendo en cuenta el panorama actual y futuro, si bien la devaluación llevaría a un nuevo salto inflacionario, permitiría, a la vez, sincerar otros precios relativos y encauzar la economía en un sendero de mayor previsión. La reducción del déficit parece condición necesaria pero no suficiente para controlar el problema inflacionario. La respuesta en conjunto (devaluación + equilibrio fiscal), es decir, la presentación de un plan creíble, podría generar un shock de confianza en los agentes y permitir un desarrollo sostenible.

Si el gobierno decide por no devaluar y no ajustar su déficit, los desafíos por venir serán cada vez mayores en su tamaño y complejidad.

- **Dinámica peligrosa**

Durante el mes de septiembre y las primeras semanas de octubre se puede observar un incremento en el ritmo de devaluación. Si se toma en cuenta la leve desaceleración inflacionaria, la tasa de devaluación mensual habría sido superior a la variación de precios por primera vez en el año. Las tasas de interés aún continúan rezagadas perdiendo en términos reales. Lo más relevante es que la carrera nominal plantea una convergencia cada vez más elevada. (**Fig. 4**)

A medida que pasan los meses, las posibilidades de observar un fin a esta carrera nominal se tornan cada vez menores. Actualmente, la inflación es una de las herramientas más simples con las que cuentan las autoridades para mejorar cuentas públicas y erosionar deuda en términos reales. Por lo mismo, los incentivos para el año electoral por venir probablemente intenten estabilizar la carrera nominal, pero en los altos niveles actuales.



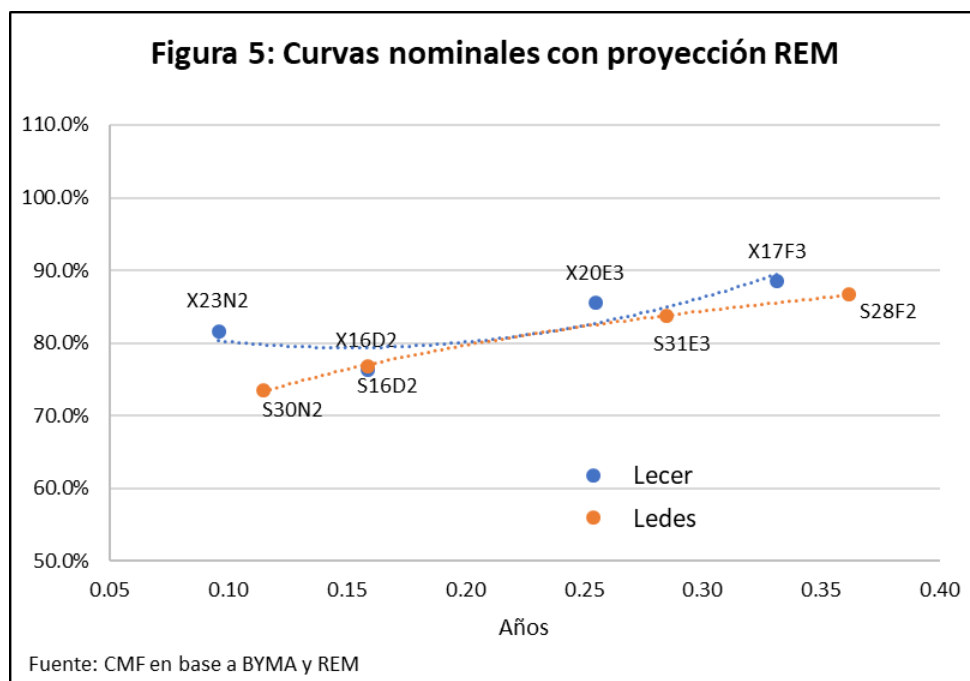
## • Mercados

Las expectativas para lo que resta del 2022 y primeros meses del año entrante se estiman al alza y de esta forma lo marca el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM); hasta marzo del 2023 se proyectan variaciones mensuales, en promedio, mayores al 6%. Para los próximos 12 meses, dicha proyección marca una suba esperada de 94.1%.

Se debe tener en cuenta que el REM para los últimos meses ha subestimado la inflación, por lo que, si brindamos un pequeño margen a saltos en la variación de precios, los títulos que ajustan por CER mantendrían cierto atractivo frente a Ledes o demás instrumentos.

Los títulos ajustables por tipo de cambio oficial (dollar-linked), han perdido cierto terreno frente a los demás instrumentos, los títulos duales en particular. Si bien el ritmo de devaluación ha aumentado, las expectativas de un salto discreto se han visto disminuidas a medida que se anuncian medidas que dan origen a diferentes tipos de cambios. Sería de esperar que las autoridades busquen evitar dicho salto para no generar grandes alteraciones en la carrera nominal.

Tal como indica la **Fig. 5**, las Ledes con vencimiento para los próximos meses se sitúan en niveles similares o inferiores a los instrumentos CER, ajustados por expectativas REM. La relativa paridad otorga un mayor atractivo a mantener la cobertura ante una mayor persistencia inflacionaria. Por último, dada la carga de vencimientos de deuda en pesos del Tesoro y la relativa pérdida de confianza en torno al proceso eleccionario del próximo año, mantenemos visión de mantener *duration* corta en búsqueda de minimizar la volatilidad que eventualmente se puede producir a partir del segundo semestre de 2023.



**FBerra, GCanonero, EYemal**