

16 de marzo, 2022

Inflación de febrero: sorpresa negativa

- **Resumen y conclusiones**

La suba de 4,7% del IPC del mes de febrero fue una sorpresa para el mercado siendo este nivel el segundo más alto desde septiembre 2019, confirmando la dinámica de alta inflación. La inflación núcleo superó el nivel de diciembre y volvió a niveles de los primeros meses del 2021. Los precios estacionales no ayudaron este mes, aunque crecieron levemente por debajo del ritmo de enero experimentaron un crecimiento de 8,4%. Si bien se vio un leve aumento en la tasa de crawl, tanto la depreciación cambiaria como las tarifas públicas siguen rezagados con respecto a la inflación, sugiriendo una fragilidad nominal importante. La inflación interanual se mantiene por encima del 50% a pesar de los controles de precios cada vez más estrictos, agregando evidencia del resistente proceso inflacionario.

La dinámica de precios vuelve a confirmar la bondad de los activos indexados (CER, UVA, etc). Esperando que las malas sorpresas inflacionarias continúen, principalmente los próximos meses, luce probable que la curva de CER todavía subestime la inflación por venir, aunque comienza a haber alternativas atractivas en los activos a tasa fija de corto plazo o de dólar linked más largos.

- **El número de febrero**

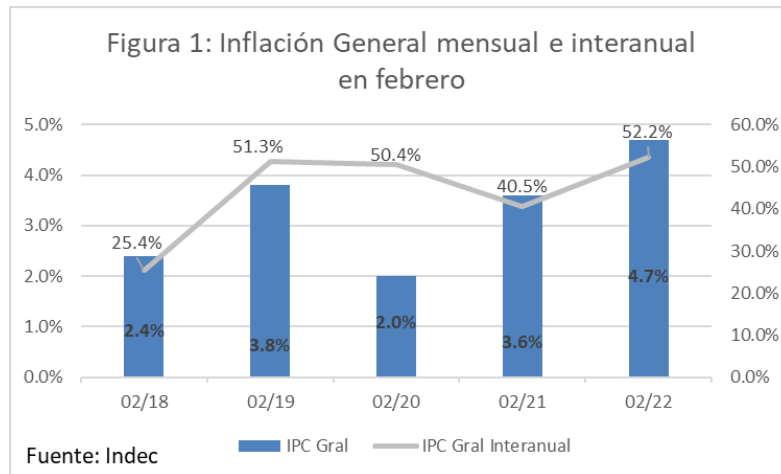
El IPC para el mes de febrero registró una suba de 4,7% mensual, siendo la segunda medición más alta de los últimos 12 meses. Mientras tanto, la inflación núcleo se apartó de su promedio de los últimos meses y volvió a niveles del primer trimestre del 2021 en torno al 4,5% mensual. A diferencia de los meses anteriores, los precios estacionales generaron mayor presión, ya que crecieron 8,4%. Los precios regulados todavía cumplen un rol de ancla relativa, avanzando 3,1% mensual, pero a costa de mayores distorsiones a futuro.

La inflación interanual se encuentra levemente por encima del 50%, siendo esta la más alta de los últimos 5 años. Mientras tanto, el IPC de febrero 2022 es también el más alto de los últimos 5 años superando ampliamente las mediciones de febreros anteriores. **(Figura 1)**.

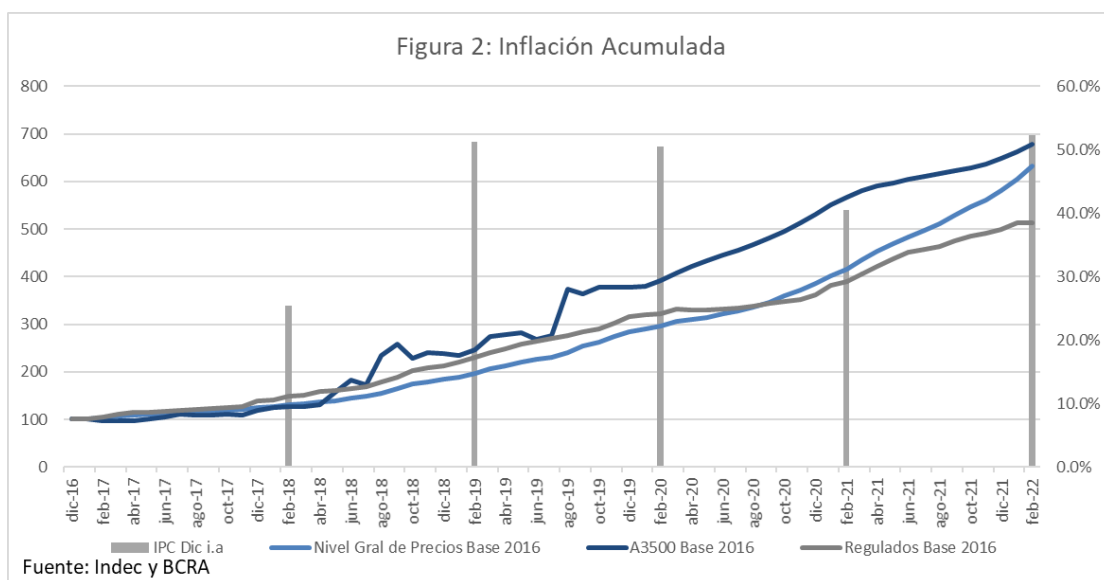
El dato mensual se mantiene elevado a pesar del congelamiento de precios remanente, donde el rubro “Alimentos y Bebidas” volvió a aumentar desde 4,9% en enero a 7,5% en febrero, siendo esta la medición más alta desde el 2017 y el rubro de mayor aumento en el mes, seguido por el rubro “Transporte” con una suba de 4,9%.

Luego de haberse moderado en enero, la inflación núcleo volvió a acelerarse y superó su medición de diciembre 2021, mes en el cual había experimentado una fuerte aceleración. La inflación núcleo hace más de un año que no logra perforar el piso de 3% mensual. Los efectos de la continua expansión monetaria, cierto *pass-through* desde el tipo de cambio ante un

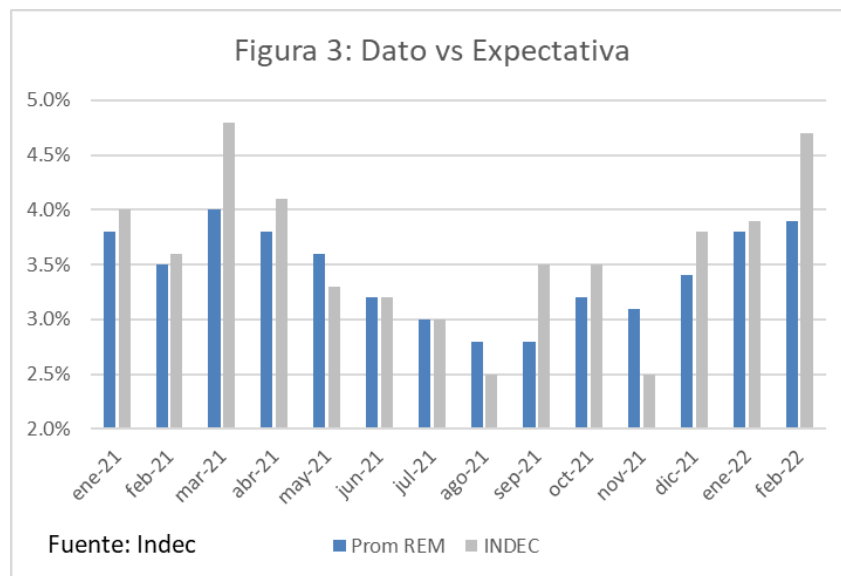
aumento en la tasa de crawl y los aumentos en los precios de los commodities debieran seguir alimentando la presión de precios. En este sentido, es esperable que a mayor deslizamiento cambiario o normalización del precio de las tarifas, mayor el impacto inflacionario. Alternativamente, a mayores restricciones del BCRA a importadores, mayor puede también ser el pass-through desde los tipos de cambios alternativos, o mayor el impacto precio de la menor competencia. Por el contrario, una menor monetización del déficit primario junto con el alza en la tasa de interés podría ayudar a reducir sólo parcialmente la presión inflacionaria.



La tendencia al alza de la inflación ha vuelto a ser parte de la realidad económica contemporánea. En la **Figura 2** se observa el constante aumento del nivel de precios en los últimos años. En el acumulado de los últimos 12 meses la inflación de febrero es la más alta desde 2018. No hay que perder de vista que la aceleración inflacionaria de los últimos 2 años no fue acompañada por fuerte correcciones de precios relativos (tarifas y tipo de cambio), como fue el caso de los años previos.



El dato de febrero estuvo muy por encima con lo esperado por los analistas del mercado tanto por el REM publicado por el BCRA como por algunas consultoras privadas. Si se toma el último REM conocido (fin de febrero 2022), el promedio de las mediciones privadas ampliamente inferior al dato presentado por el INDEC (**Figura 3**). En los últimos 12 meses, siete veces los analistas del mercado pronosticaron una inflación que subestimó el dato reportado por el INDEC. Solamente dos veces se logró estimar la inflación mensual de manera correcta y otras tres se pronosticó un IPC que fue superior al presentado por el INDEC. La relativa aleatoriedad de los precios estacionales suele contribuir con este error de diagnóstico, a lo cual se suma la participación de los “precios cuidados”.



A pesar de los controles de precios que fueron profundizándose con el correr del tiempo, la inflación se mantiene arriba del 50%, y la pauta del 48% como tope que se fijó en los documentos técnicos del acuerdo con el FMI parecería difícil de alcanzar. Aún si se prorrogara hasta abril el congelamiento de precios, la alta inflación núcleo y potenciales aumentos en las tarifas podrían mantener un ritmo de aceleración en los próximos meses.

Teniendo en cuenta el último REM conocido (**Cuadro 1**), el mercado espera una inflación para el 2022 de 55% manteniendo la estimación del REM anterior. Para los primeros meses del 2022, los analistas del mercado esperan una aceleración de la inflación en línea con la gran emisión monetaria del último tiempo y la expectativa de una más rápida depreciación del peso. Nadie espera que en los próximos meses se logre estabilizar el proceso inflacionario.

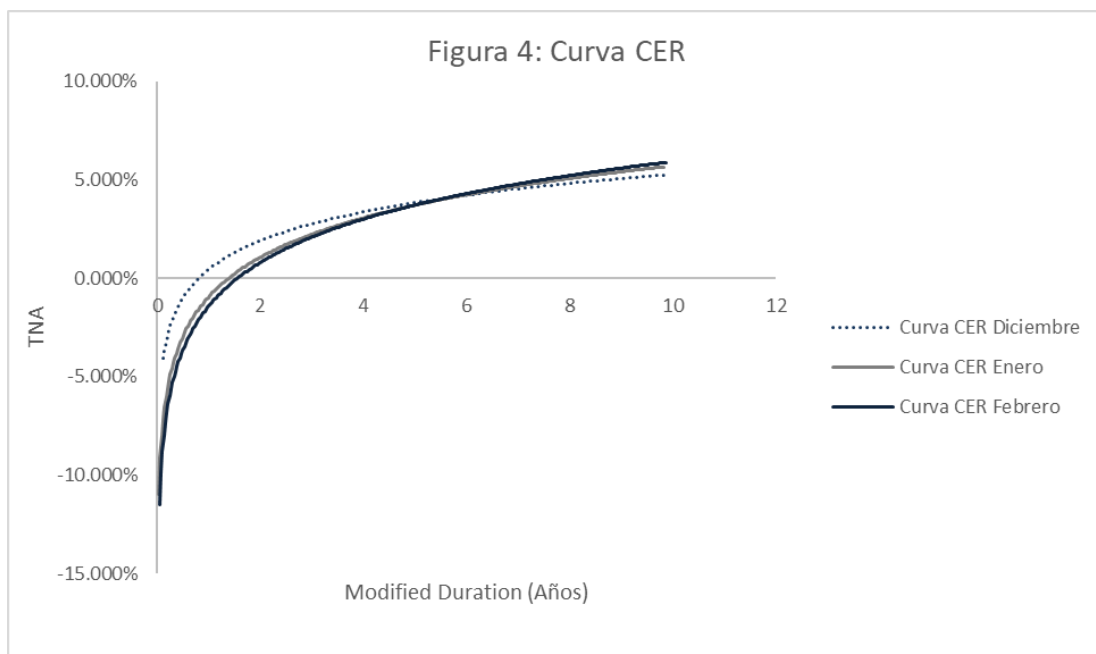
Cuadro 1

	REM		REM
feb-22	3.90%	2022	55.00%
mar-22	4.10%	2023	45.00%
abr-22	4.00%	2024	37.70%
may-22	3.70%		
jun-22	3.60%		
jul-22	3.50%		
ago-22	3.50%		

- **Implicancia para los activos en pesos**

En la **Figura 4** se observa la curva CER para cada cierre del día en el que se conoció el IPC del mes, en los últimos tres meses. La curva correspondiente al dato de febrero tiene una pendiente mayor que las anteriores, reflejando los rendimientos negativos en el tramo corto de la misma debido a la sostenida demanda de cobertura.

La dinámica en la curva CER del día posterior a conocerse el IPC del mes anterior, es de una compresión generalizada en los spreads sobre inflación a pesar de que en algunos casos la inflación fue inferior a la esperada.



A diferencia del mes anterior, la curva CER descomprimió spreads el día anterior a conocerse el dato de IPC. Comparado vs Ledes, y considerando como piso las proyecciones del REM, las letras a descuento más cortas pagan entre 100 y 200 pbs por encima de las Lecer (**Cuadro 2**). Sin embargo, dicha ventaja debiera ser sólo de cortísimo plazo. Las políticas de controles de precios y de atraso cambiario no son sostenibles, mientras que las Letras ajustables ofrecen una protección natural a cualquier modificación en la política cambiaria o aceleración inflacionaria.

Comparados con los bonos *dollar linked*, el carry del CER en el corto plazo sigue siendo mayor al 3% mensual del FX, siendo preferibles los CER sobre los DL. Luego de una caída en las expectativas de una devaluación en el corto plazo, la clave para seleccionar activos dependerá dinámica en la tasa de crawl que el BCRA aumenta levemente mes a mes. Mientras siga aumentando levemente y no exista un salto discreto en el tipo de cambio mayorista, más rentable será estar esperando en CER. Pero los bonos DL son los únicos que dan una cobertura plena a un posible cambio de política cambiaria. De todos modos, aun en el escenario de un salto cambiario, el pass-through hará que los CER reciban también su pay-off, pero con cierto rezago.

El día de hoy el Tesoro realizará una nueva operación en el mercado local por lo que el dato de IPC mayor a lo esperado generará mayor demanda de instrumentos CER que vienen siendo

los preferido por el mercado dada la dinámica actual de la inflación. De esta manera, aumentará el premio ofrecido por la canasta de bonos que licitará el Tesoro mañana, siendo esta la opción más atractiva de la licitación debido principalmente a su corta duration y a la protección ofrecida.

Cuadro 2

Ticker	Vto	TNA
X31M2	28-feb-22	37.77%
X18A2	31-mar-22	38.22%
X23Y2	18-abr-22	44.76%
X30J2	23-may-22	45.24%
X29L2	30-jun-22	45.31%
X16G2	29-jul-22	46.82%
X21O2	21-oct-22	47.05%
X20E3	20-ene-23	52.69%
X17F3	17-feb-23	54.46%

Ticker	Vto	TNA
S31M2	31-mar-22	38.58%
S29A2	29-abr-22	40.67%
S31Y2	31-may-22	42.61%
S30J2	30-jun-22	45.49%
S29L2	29-jul-22	46.19%
S31G2	31-ago-22	47.01%

En el **Cuadro 3** se analizan los escenarios implícitos en los mercados de bonos. A nuestro entender los activos que ofrecen la mejor relación cobertura carry son los indexados que vencen a partir del 2023, principalmente las últimas Lecer que comenzaron a cotizar. La X23E3 y la X17F2 son los que cuentan con mayor liquidez en el mercado secundario, facilitando la implementación de la cobertura. Alargar duration por lo menos hasta 2023 permite asegurar el pass-through de cualquier salto discreto del FX y/o mayor crawling en 2022. Los instrumentos CER son la opción conservadora ya que su retorno tiene menos dependencia del timing de la inversión, a diferencia de los dollar linked que dependen de la decisión del BCRA de aumentar el ritmo de devaluación.

Cuadro 3
Escenario Promedio REM y Consultora

Inflación	
Ticker	TNA
Fija BreakEven Abr22	7.83%
X18A2	-6.44%
Inflación Implícita	8.37%

Devaluación	
Ticker	TNA
TV22	4.79%
X18A2	-6.44%
Devaluación Real	-10.72%

Tipo de Cambio	
Spot	109.305
Inflación Implícita	8.37%
Devaluación Real	-10.72%
FX Implícito	105.76
Devaluación	-3.25%

Escenario Promedio REM y Consultora

Inflación	
Ticker	TNA
Fija BreakEven Nov22	36.96%
T2X2	-4.76%
Inflación Implícita	38.81%

Devaluación	
Ticker	TNA
T2V2	1.41%
T2X2	-4.76%
Devaluación Real	-6.08%

Tipo de Cambio	
Spot	109.305
Inflación Implícita	38.81%
Devaluación Real	-6.08%
FX Implícito	142.49
Devaluación	30.36%

Escenario Promedio REM y Consultora

Inflación	
Ticker	TNA
Fija BreakEven Abr23	61.55%
TX23	-0.87%
Inflación Implícita	62.09%

Devaluación	
Ticker	TNA
TV23	1.74%
TX23	-1.56%
Devaluación Real	-3.24%

Tipo de Cambio	
Spot	109.305
Inflación Implícita	62.09%
Devaluación Real	-3.24%
FX Implícito	171.42
Devaluación	56.83%