

15 de mayo, 2023

Inflación abril 2023, volviendo a abril 2002.

- **Resumen y conclusiones**

La inflación general de abril registró un aumento 8,4% con respecto al mes pasado, configurando así la 5ta suba consecutiva. En términos interanuales, se alcanzó el 108,8% -la más alta desde 1991-. El dato de IPC del cuarto mes del año vuelve a resultar mayor a lo esperado por el mercado, ya que la mediana del REM estimaba 7,5%.

La dinámica inflacionaria dio un nuevo salto en la nominalidad y ya corre a niveles superiores a 160% anualizados, sin señales de desaceleración. Preocupa fuertemente el impacto sobre los sectores más vulnerables con inflación en alimentos por encima del 10% mensual con su consecuente influencia en el poder adquisitivo la población que no puede mantener la paridad con la inflación.

Si bien Estacionales (+12,6%) puso fuerte presión al alza de los precios en el mes de abril, principalmente por subas en frutas y verduras de estación, e indumentaria por cambio de temporada, la variación Núcleo (+8,4%) fue 1,2% más alta que la de marzo, lo que pone de manifiesto que la inflación del mes de abril fue genuina y no por movimientos extraordinarios estacionales. Esto aumenta, una vez más, el piso de inflación a 8%.

La inflación en indumentarias y alimentos lideraron las subas mensuales, como se indica anteriormente, por fuerte aumentos de ciertas frutas y verduras y prendas de vestir de invierno. Influidos por estos movimientos al alza, Restaurantes y hoteles mostró un alza de 9,9% m/m, seguido por Equipamiento y mantenimiento del hogar (+8,6%).

Tal como el mes pasado en donde el Gobierno asignó la responsabilidad de la inflación a la guerra y la sequía, este mes, el equipo económico puso énfasis en la estacionalidad y el impacto del salto de los dólares financieros como causantes de la aceleración. De esta manera, se desatienden los verdaderos *drivers* de la inflación como lo son el desequilibrio monetario producto del financiamiento por parte del BCRA al Tesoro, la falta de responsabilidad fiscal que caracterizó a la gestión desde su inicio, la frágil demanda de dinero, la incertidumbre política y la dolarización como alternativa de nuevo régimen monetario en pleno *prime time*.

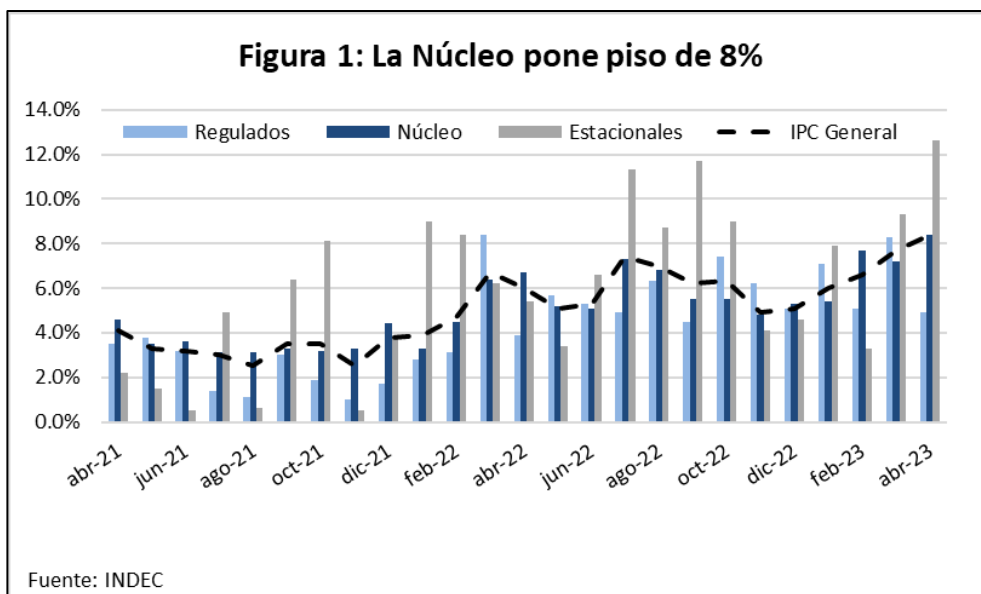
Teniendo en cuenta lo mencionado anteriormente, la estrategia para la posición del portafolio no cambió. El escenario sigue mostrando fuertes presiones al alza en los precios para los próximos meses, por lo que la cobertura inflacionaria sigue siendo la opción más conservadora. **Así, los instrumentos CER cortos mantienen el atractivo. A su vez, ante una eventual devaluación del tipo de cambio oficial, estar posicionado en duales no pareciera ser mala opción tampoco. Para la parte más corta, se recomienda CER, y para septiembre el dual puede ser una buena alternativa. Las opciones CER pos-2026 lucen atractivas, pero con un riesgo elevado a tener en cuenta por el lado de la volatilidad.**

• **Evolución IPC**

El mes de abril finalizó con una inflación de 8,4% versus marzo, alcanzando la cifra más elevada desde la salida de la Convertibilidad cuando en abril de 2002 la inflación llegó a 10,4%. Lo curioso de la situación es que, a diferencia de aquel momento, la dinámica inflacionaria actual carece de los mismos *drivers*, lo que preocupa ya que los niveles de precios de hoy se dan en un contexto de atraso tarifario sin salto brusco del tipo de cambio oficial y tarifas atrasadas. Es decir, que, considerando los ajustes a realizar, la inflación tiene mucho camino por recorrer.

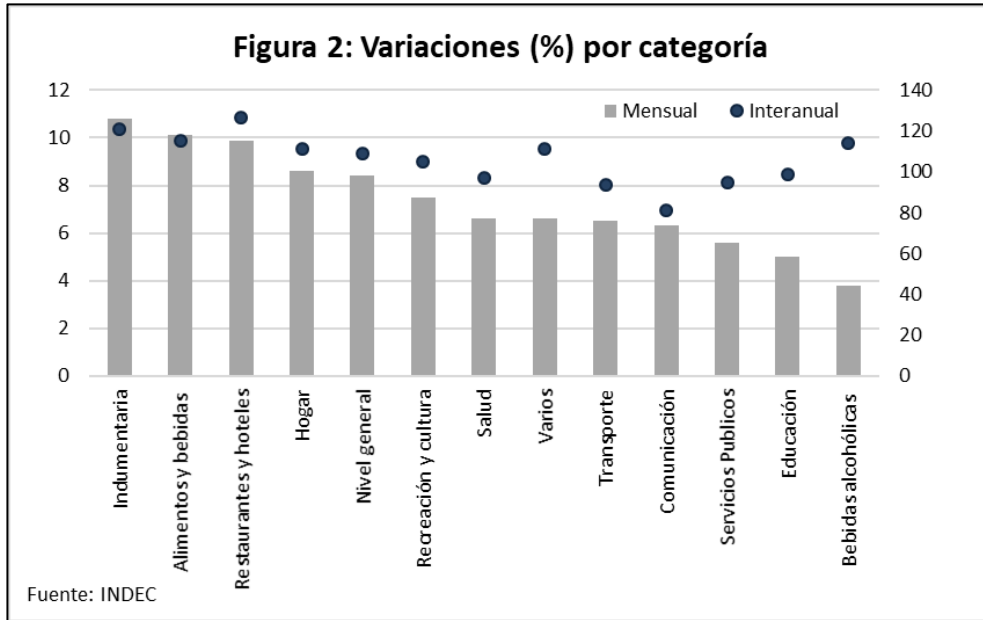
En términos interanuales, la variación de precios se sostiene cómodamente en las 3 cifras (108,8% i.a.) y como sucede en los últimos meses, se vuelve a romper el récord desde 1991. En lo que va del año, la inflación acumula una inflación de 32% y las proyecciones de las principales consultoras estiman que la variación de precios alcanzará 126,4% anual para todo el 2023.

La categoría de Estacionales (+12,6%) puso presión sobre el nivel general, principalmente en alimentos como frutas y verduras de estación, e indumentaria que, por cambio de temporada, sufrió un ajuste de precios al alza. A su vez, la Núcleo (+8,4%) fue 1,2% mayor a la de marzo, lo que establece un piso de 8% para los meses por venir. Regulados, por su parte, subió solo 4,9%. **(Figura 1)**



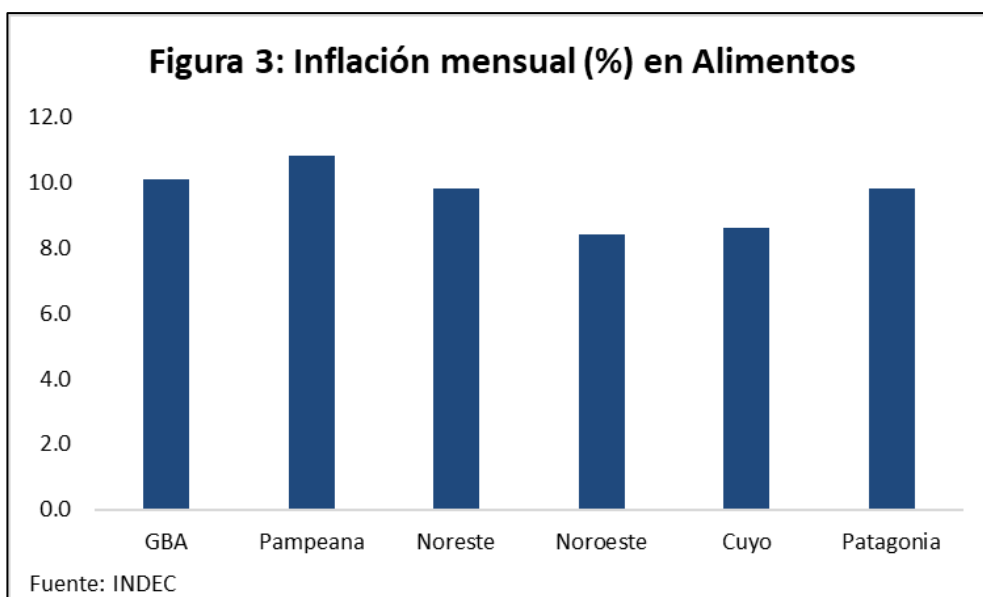
• **Sectores del IPC**

En cuanto a los sectores, el mes de abril estuvo muy incidido por el aumento de precios en divisiones que vienen marcando el termómetro de los últimos meses tales como Prendas de vestir y calzado, y Alimentos y bebidas. El componente estacional ha incidido principalmente en la primera división mencionada ya que el cambio de temporada marca nuevas actualizaciones de precios en rubros textiles con un aumento mensual del 10,8%. En el caso de alimentos, se destacan productos de primera necesidad marcando una variación del 10,1% m/m. La categoría Núcleo con una suba del 8,4% - igual que el IPC General - denota que los incrementos no se producen de forma aislada. A diferencia del mes anterior, Educación registró una de los menores incrementos, esto es 5,0% m/m, mientras que Bebidas alcohólicas y tabaco lo hizo en 3,8%. La variación interanual más elevada corresponde a Restaurantes y hoteles con un incremento de 126,6%. **(Figura 2)**



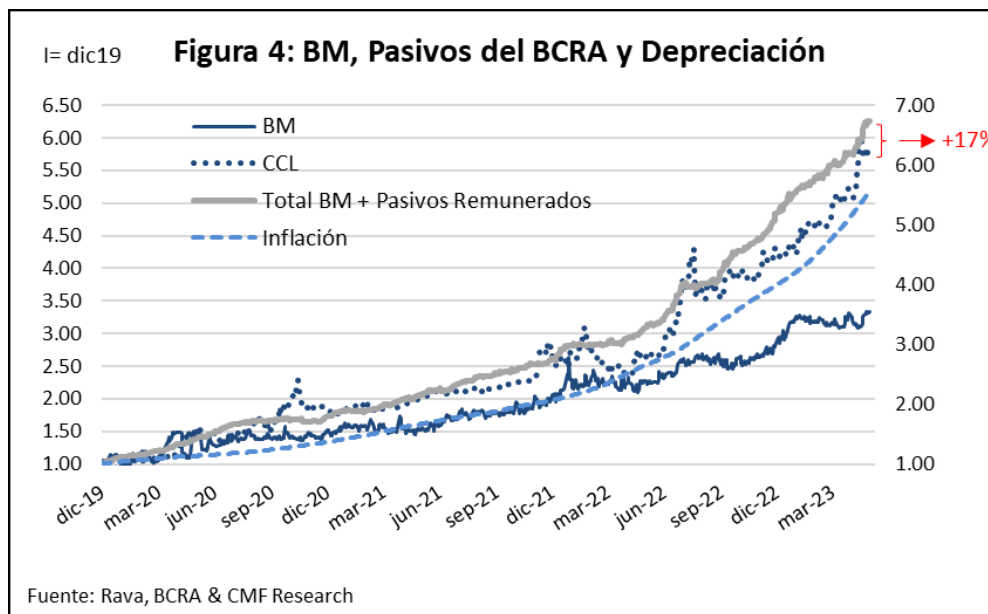
Por el lado de las categorías que conforman el índice, la Núcleo (+8,4% m/m) tuvo una aceleración versus el mes anterior, de esta manera rompe la zona del 7% y corre al 163% anualizado. La categoría de Regulados (+4,9%) bajó más de 3 puntos porcentuales con respecto al mes de marzo, explicado principalmente por el atraso generalizado que está llevando a cabo el Gobierno; de todas formas, se espera que para el mes de mayo Regulados se exponga a una suba mayor dado un nuevo ajuste de tarifas.

Relativo a las subdivisiones, Frutas y verduras, Tubérculos y Legumbres tuvieron una variación de más de 21,8% mensual en GBA y de hasta 22,7% en la región Pampeana. Por el lado de Leche y productos lácteos, se produjo un incremento mayor al 10% mensual en todas las regiones. En términos agregados, Alimentos y bebidas mantuvo un piso del 8% mensual, incluso con acuerdos de precios que parecería que no han logrado el objetivo propuesto (**Figura 3**).



- **Desafíos para lo que viene**

Los factores para una eventual desaceleración inflacionaria no abundan y, por el contrario, existen diversas fuentes que podrían marcar pisos inflacionarios mensuales sucesivamente más elevados; la presión cambiaría por saltos en los dólares paralelos implican nuevas amenazas en el índice general dada la mayor influencia que la divisa libre ha venido ganando a medida que se generan mayores restricciones en el MULC. Dados los niveles de emisión monetaria y su reciente variación existen motivos para considerar que el CCL aún tiene espacio para continuar con incrementos (**Figura 4**).



Otro de los puntos a tener en consideración se relaciona con una demanda de dinero que presenta mayor fragilidad y podría implicar saltos inflacionarios a medida que la circulación monetaria incremente su velocidad. Para observar en perspectiva, en períodos de espiralización de precios e inflación de 3 dígitos, el circulante representó un 2% del PBI implicando cierto piso en la erosión del dinero; actualmente dicha proporción se ubica en 4%, por lo que la demanda por dinero aún tiene cierto espacio para continuar su deterioro y retroalimentar la escalada inflacionaria.

El frente fiscal es otra fuente de preocupación que implicaría niveles de emisión monetaria más elevados. La sequía ha erosionado ingresos por menores retenciones y la licuación de gastos llevada a cabo no permite cubrir dicha baja por los mencionados derechos de exportación no percibidos. La reducción de subsidios a tarifas permitiría morigerar la escalada del déficit, aunque de corto plazo tiene efectos inflacionarios intrínsecos dado el aumento en los costos generalizados de los agentes económicos.

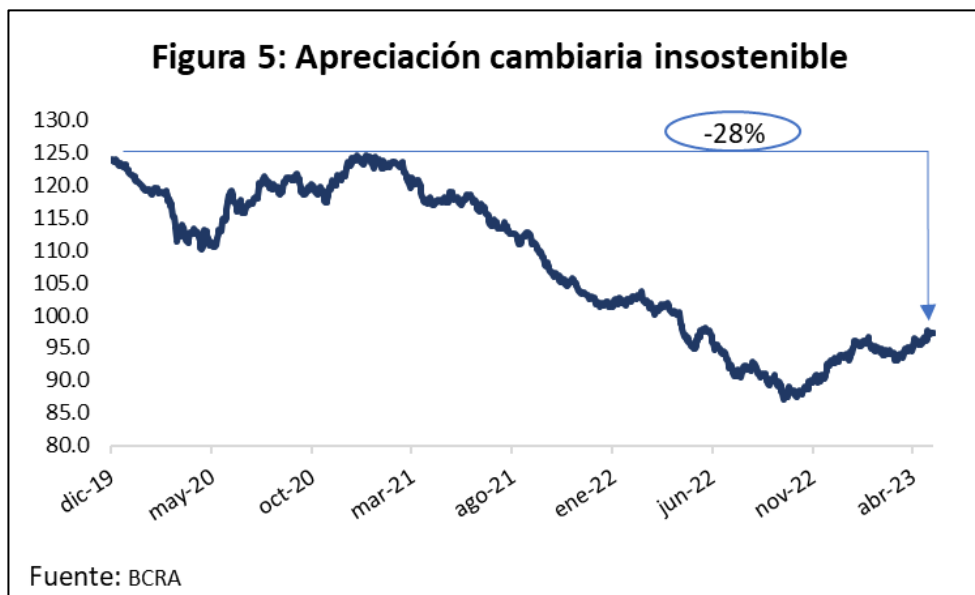
La incertidumbre generalizada a nivel inflación implicaría que, por lo menos en lo que resta del 2023, los precios continúen experimentando nuevos incrementos y de esta forma se puedan alcanzar los dos dígitos mensuales. A nivel político, las elecciones por venir sumarían incertidumbre en torno a posibles candidaturas que impliquen decisiones económicas de gran impacto, desde dolarización hasta una salida gradual del cepo. El desconcierto generalizado en torno al rumbo económico presionaría al alza los precios y podría actuar como otro de los factores previamente mencionados.

• Mercados

Las estimaciones de analistas se sostienen elevadas, y marcando pisos cada vez más altos mes a mes. La suba de tasas poco efecto tendrá sobre una demanda de dinero muy deteriorada, que busca señales de responsabilidad fiscal y monetaria más que tasas reales positivas transitorias que, ante cualquier evento devaluatorio, es susceptible de perder contra la suba del dólar.

La extensión del nuevo dólar “soja”, más el financiamiento directo del BCRA al Tesoro en concepto de Adelantos Transitorios por \$390.000 MM entre abril y mayo, dejan evidencia que la inflación está lejos de ser controlada. Sumado a ello, no hay que olvidar el atraso de precios relativos que en algún momento deberá hacer *catch-up* con el consecuente impacto inflacionario.

Las medidas recientemente anunciadas no parecen conducir hacia una desaceleración de la inflación, sino más bien a seguir deteriorando el panorama. Aminorar la marcha del *crawling peg* parece carecer de sentido en un escenario en donde se quiere evitar una mayor salida de divisas por importaciones, sin mencionar la distorsión generada por una mayor brecha. La apreciación cambiaria es insostenible y es menester corregir su desvío con el valor de mercado. **(Figura 5)**



Los niveles de tasas llevan a una creación de base monetaria endógena (por intereses) cada 4 meses con clara tendencia bajista, en un contexto de fuerte caída de la demanda de dinero que ya se encuentra en niveles históricamente bajos. En caso de no haber reformas estructurales en cuanto a gasto público y responsabilidad monetaria, el escenario es claro: más inflación.

Las cosas así, la incertidumbre que genera el alto nivel de precios y una posible devaluación lleva a mantener la búsqueda por cobertura tanto en CER como en duales. Teniendo en cuenta esto, **se sostiene la preferencia por instrumentos CER con vencimientos hasta julio inclusive. A partir de septiembre cobra cierto atractivo posicionarse en duales en búsqueda de cobertura cambiaria por si se da el salto devaluatorio. Para perfiles más arriesgados, los CER pos-2026 ofrecen rendimientos atractivos, aunque se debe aceptar la mayor volatilidad inherente a la *duration*.**

FBerra & EYemal