

15 de septiembre, 2022

Inflación agosto 2022, rígida a la baja

- **Resumen y conclusiones**

La inflación general de agosto aumentó 7.0% con respecto al mes pasado, cifra que representa un 125% anualizado, mientras que la inflación núcleo finalizó el mes en 6.8%. El dato del IPC general fue mayor al esperado por el mercado que lo ubicaba en torno al 6.8%. En lo que va del año, la inflación ya acumula un 56.4%, mientras que en términos interanuales alcanza un 78.5%.

El nivel general de precios se mantiene elevado y las proyecciones para su desaceleración se disipan a medida que continúan los desajustes relativos ocasionados por la brecha cambiaria. Las tarifas aún continúan rezagadas y el ritmo de devaluación se acerca al 6.5% mensual, anclando expectativas al alza para los próximos meses. Para la totalidad del año 2022 se espera una inflación cercana al 100%.

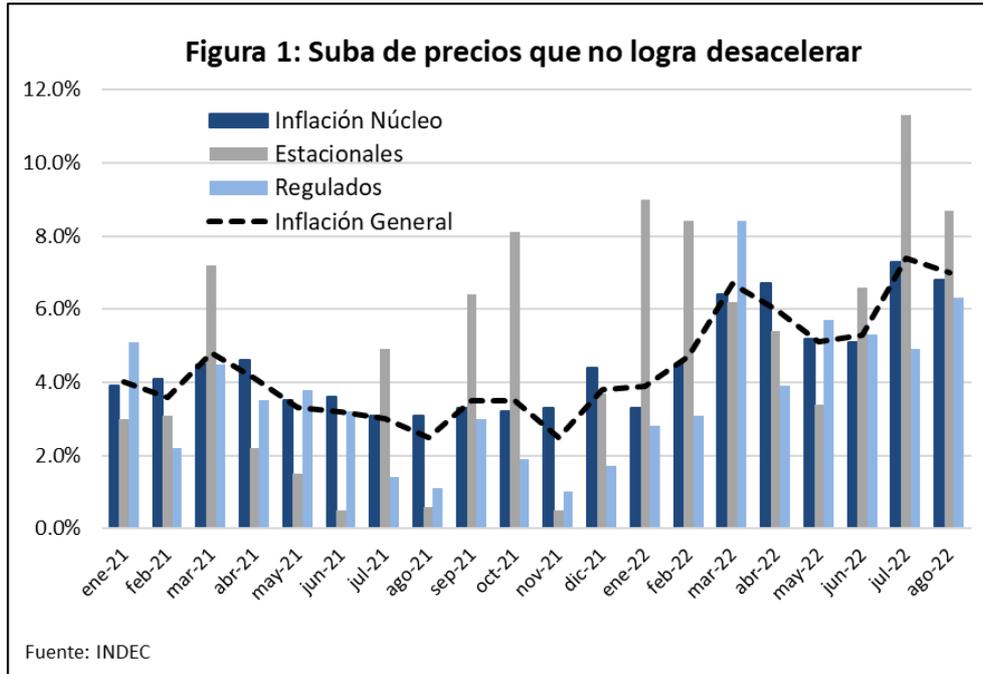
La dinámica monetaria ha mejorado su previsión a partir de la asunción del nuevo equipo económico. Durante las últimas semanas no se han utilizado Adelantos Transitorios por parte del BCRA. Sin embargo, sin un esfuerzo fiscal mayor, la convalidación de un desdoblamiento cambiario parcial mediante la aplicación del dólar “soja” podría implicar mayores presiones inflacionarias, agravando la situación actual.

Para los próximos meses, la rigidez a la baja observada en términos de precios favorece un posicionamiento en Lecer en comparación a Ledes. Dicha posición brindaría protección ante saltos inflacionarios mayores a lo esperado. En este contexto, los bonos duales sólo pueden ser atractivos para aquellos inversores preocupados por una devaluación inminente, que no parece el escenario más probable, por ahora al menos.

- **Evolución IPC**

La inflación de 7.0% del mes de agosto sorprendió negativamente las estimaciones de analistas. Si bien se esperaba un piso de 6.0% por arrastre estadístico, la suba m/m es tan alta que hay que remitirse a febrero 2014 (excluyendo julio 2022) para ver una variación de estas características, cuando la devaluación llevada a cabo por el equipo de Fábrega derivó, *pass-through* mediante, en una inflación de 7.2% (según IPC San Luis).

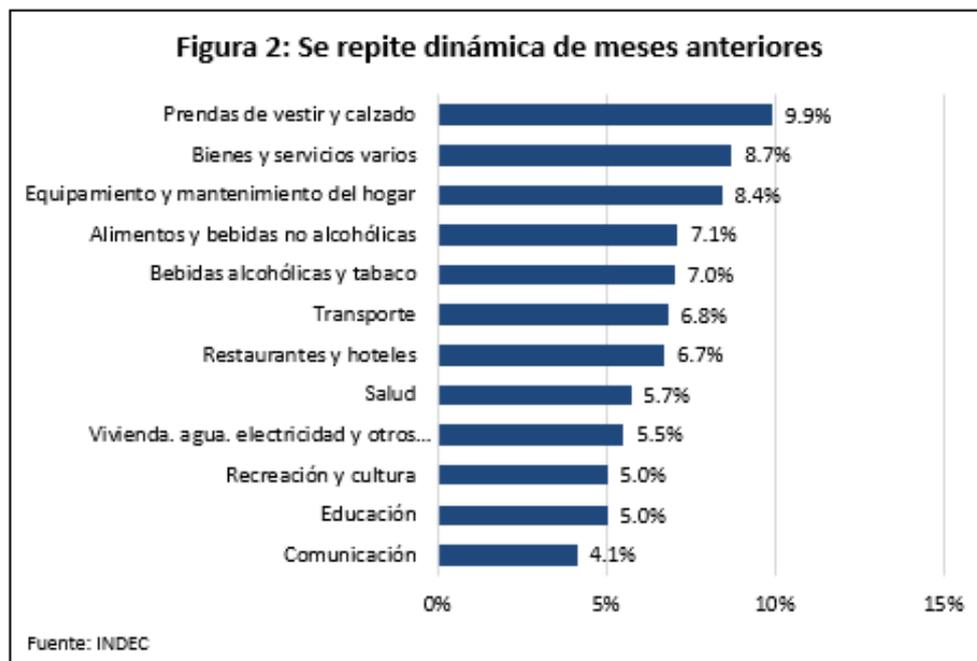
Lo llamativo es que los precios Regulados tuvieron un incremento de 6.3% m/m, siendo la mayor cifra desde marzo 2022 y previo a esa figura hay que ir hasta agosto 2018 para encontrar un incremento similar. Parecería ser que la dinámica de regulación y control de precios, ya no es tan efectiva en estabilizar la nominalidad. (Fig.1).



• **Sectores del IPC**

El sector con mayor ponderación de la canasta, “Alimentos y bebidas no alcohólicas”, tuvo una variación mensual de 7.1% y de 80.0% interanual. En no sólo es el sector que mayor incidencia tiene sobre la población en general, también donde se encuentran la mayoría de los precios Regulados. Por ende, una suba de estas magnitudes, aún con controles, preocupa por el daño que causa en el poder adquisitivo, en particular de las clases más desfavorecidas.

Aquellos sectores que mayor presión pusieron sobre los precios fueron “Prendas de vestir y calzado” (con una suba de 9.9% m/m y 109.0% a/a), “Bienes y servicios varios” (+8.7% m/m; +73.3% a/a) y “Equipamiento y mantenimiento del hogar” (+8.4% m/m; +79.2% a/a). Estas variaciones se pueden apreciar en la Fig. 2.

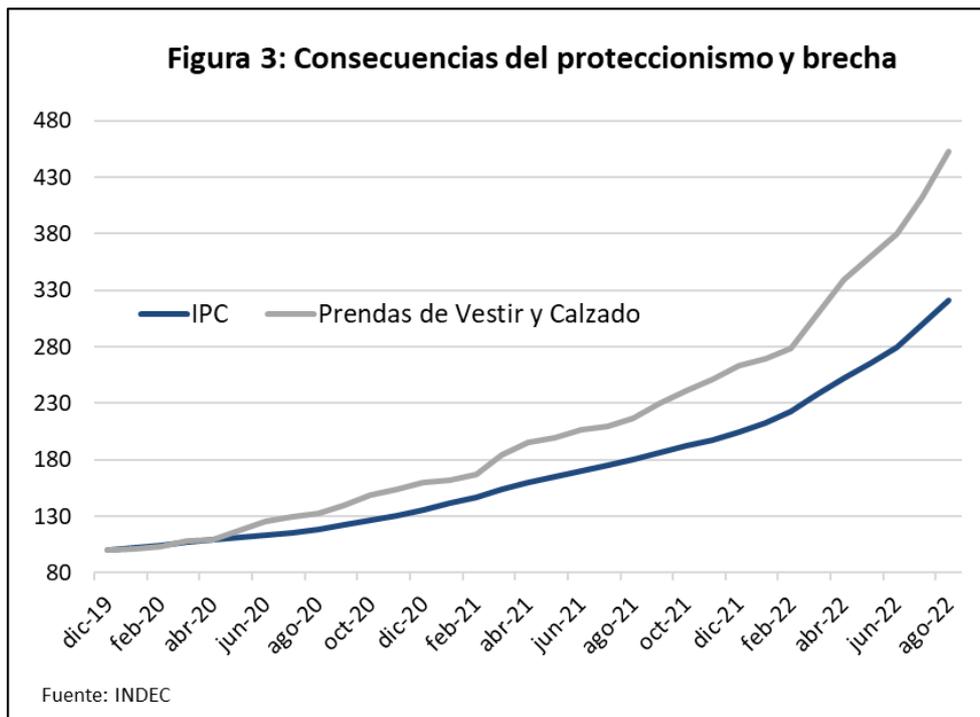


En cuanto a “Prendas de vestir y calzado” podría decirse que refleja el evidente impacto que tiene el sobre proteccionismo de un sector sobre el nivel de precios. El avance interanual en este excede enormemente el del nivel general en más de 30 puntos (Fig. 3).

Aún con cierto período vacacional activo, no se vieron grandes incrementos en “Recreación y cultura” (+5.0%), aunque sí en “Restaurantes y servicios”, que siguen recuperando lo perdido durante la pandemia.

Durante agosto hubo incrementos en las cuotas de medicina prepaga que influyeron en los precios de Salud (+5.7%), también en servicios de agua y electricidad que impactó en “Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles” (+5.5%), y en servicios de telefonía móvil que afectó el sector de Comunicación (+4.1%). En cuanto a Transporte (+6.8%), la suba se vio incidida por el aumento de las tarifas del transporte público, principalmente en GBA. Por último, de forma transversal, la suba del combustible contribuyó a la suba general de precios.

A modo de resumen, el ajuste parcial de precios relativos, con el aumento del crawling-peg y los dólares financieros impulsaron los precios al alza. Pero más allá de posibles causas particulares, el número de agosto supone una combinación de factores estructurales y estacionales que parecen encontrar respuesta en el desequilibrio macroeconómico, más que en causas específicas.



- **Desafíos para lo que viene**

Los incentivos en términos de gastos e ingresos indican que desacelerar la inercia inflacionaria sería nocivo para las arcas del Tesoro. Una barrera natural a los saltos inflacionarios indeseados sería un fuerte resentimiento en la actividad que por el momento no ocurre. La balanza pareciera inclinarse a una licuación real de las obligaciones.

Según anuncios realizados por Sergio Massa e integrantes del equipo económico, el ajuste de tarifas es casi un hecho. Por lo que impactará inmediatamente en el nivel general de precios. Los ajustes salariales por reapertura de paritarias es otro factor en cuestión a tener en consideración a la hora de estimar un sendero razonable en el IPC.

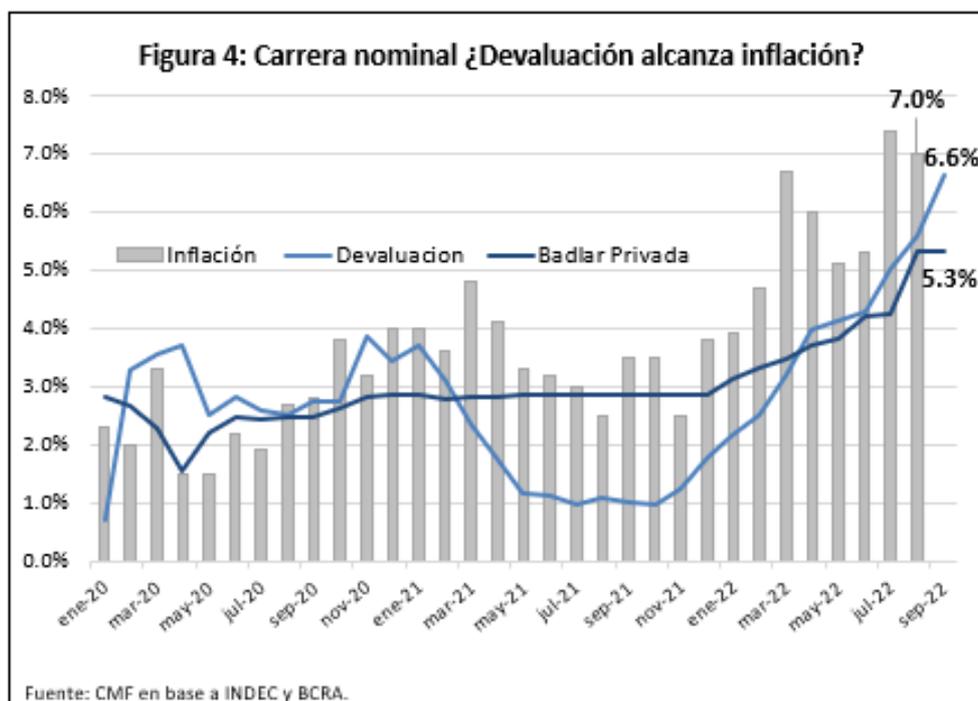
El cepto a importar continúa jugando su papel, a medida que se refuerzan controles y que el mismo se extiende a diversas industrias, obligando a trasladar a precios los costos de la brecha cambiaria. Tal como se ha comentado, esto sucede principalmente con “Prendas de vestir y calzado”. En el corto plazo, no se espera una disminución del cepto que contribuya a disminuir los niveles de brecha cambiaria actual.

La aplicación del dólar “soja” a un precio de \$200 para el productor implica un parcial desdoblamiento cambiario; si bien ha sido anunciado solamente para el mes de septiembre, es de esperar que se evalúe una extensión y asimismo abarque a otros sectores productivos para incentivar la liquidación de divisas. En términos inflacionarios, dada la dinámica actual, una devaluación encubierta implicaría un anclaje de expectativas al alza para el nivel general de precios.

- **Dinámica peligrosa**

Durante el mes de agosto y las primeras semanas de septiembre se puede observar un incremento en el ritmo de devaluación. Asimismo, las tasas de interés muestran cierto rezago aun tomando en consideración las subas recientes. La carrera nominal observada plantea un escenario sumamente peligroso que contribuye a retroalimentar mayores niveles de inflación con pisos más elevados.

Una posible solución a la problemática descrita observada en la Fig. 4 radica en anclar las expectativas en el marco de un programa que brinde mayor prudencia fiscal y a su vez que prescindida de la licuación como instrumento para mejorar las cuentas públicas. En un año electoral, tal como es el 2023, esta proyección luce desafiante para los hacedores de política.

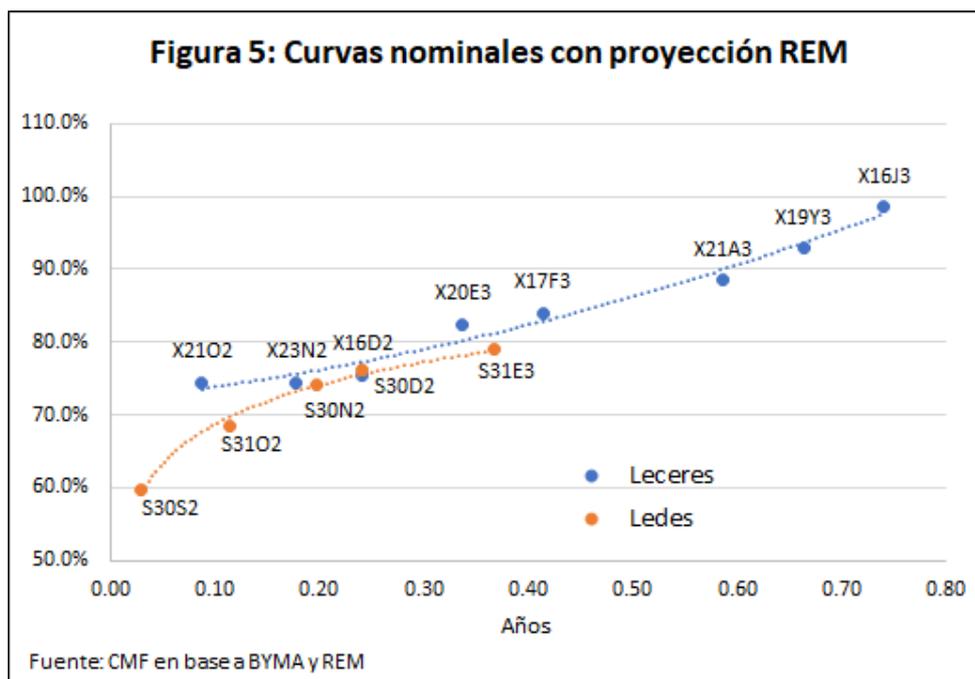


• Mercados

El ajuste de expectativas para lo que resta de 2022 se ha estimado al alza tal como viene ocurriendo desde principios de año. Las previsiones, según diversas consultoras, indican que la persistencia inflacionaria en estos niveles se mantendría por lo menos hasta el primer trimestre del año entrante. Según el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM), la inflación para los próximos 12 meses se proyecta en 90.5% anual. Dadas estas previsiones, se pueden estimar los rendimientos nominales que ofrecen los títulos que ajustan por el índice CER.

En cuanto a los títulos ajustables por tipo de cambio oficial (dollar-linked), el atractivo continúa por aumento del crawling, pero se mantendrá siempre y cuando existan expectativas de devaluación, situación que se pone en duda con las medidas de desdoblamiento cambiarios sectoriales. De seguir con esta política, la demanda por estos títulos debería disminuir en el mediano o largo plazo.

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. Otro factor de riesgo para los títulos a tasa fija son los incrementos en tasas de interés por parte del BCRA. Para períodos más lejanos, los bonos duales permitirían capturar la indexación que mayor rendimiento otorgue, sin embargo, la opcionalidad se ha encarecido relativa a cobertura CER. Según lo mencionado, buscando cobertura frente a una devaluación o persistencia inflacionaria, se favorece posicionamiento en títulos indexados para los plazos mas cercanos e intermedios.



FBerra, GCanonero, EYemal