

12 de agosto, 2022

Inflación julio 2022, acelerando

- **Resumen y conclusiones**

La inflación general de julio aumentó 7.4% con respecto al mes pasado, o un 136% anualizado, mientras que la inflación núcleo finalizó el mes en 7.2%. El dato, si bien fue alto, no fue mayor al esperado por los analistas (7.5%). En lo que va del año, la inflación ya acumula un 46.2%, mientras que en términos interanuales alcanza un 71.0%.

Aunque los agentes esperaban un mal número, este no deja de ser un dato alarmante; el más alto en 20 años. Desde principios de año, la inflación mensual ha escalado paulatinamente de 3% a 5%- 6%, para volver a dar el último salto en julio. Lo peor, es que toda esa aceleración todavía convive con tarifas rezagadas y un tipo de cambio que aún no recupera la inflación acumulada. El nuevo nivel de inflación se acomoda a la monetización de la deuda pública en las últimas semanas.

La esperanza para los próximos meses es una férrea suspensión del financiamiento monetario del déficit a través del uso de Adelantos Transitorios del BCRA. Lamentablemente eso compite con la necesidad de bajar el déficit público a través de aumentos tarifarios, que son inicialmente inflacionarios.

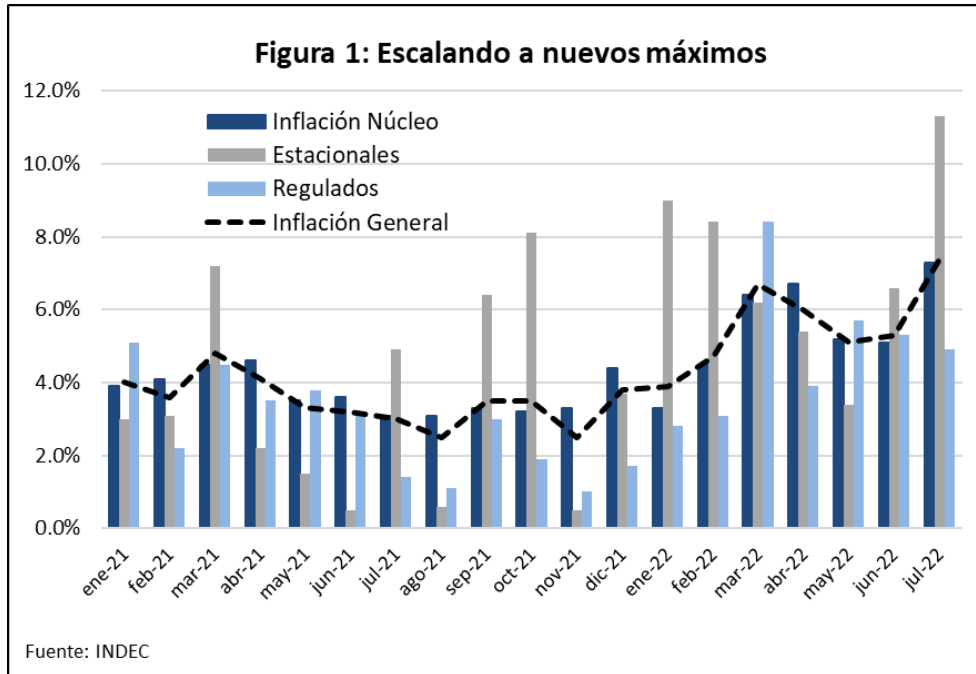
El gobierno parece haber tomado nota sobre la necesidad de tener tasas más atractivas y en el último mes llevó la tasa de referencia de 52% a 69.5%. Estas tasas debieran ayudar a quitarle presión al tipo de cambio e incentivar la demanda real de pesos, pero todavía faltan medidas para confirmar una contención fiscal y para agilizar la liquidación del agro, que permita engrosar las menguadas reservas del Banco Central.

De corto plazo, dada la reciente suba de tasas, observamos con mayor atracción las Ledes en comparación a Lecer, siempre y cuando la inflación se mantenga en niveles acorde a estimados por el consenso del mercado (REM).

- **Evolución IPC**

Desde enero 2021 el índice general de precios se mantiene en niveles altos, y si bien experimentó una pequeña pausa a fines de dicho año, desde inicios de 2022 se viene acelerando mensualmente hasta alcanzar el 7.4% actual.

Específicamente en el mes de julio, la categoría estacional aumentó 11.3%, revelando el impacto de las vacaciones de invierno y la fuerte estacionalidad de algunos ajustes al principio del segundo semestre. De todas maneras, el índice núcleo, también mostró un aumento parecido al nivel general, de 7.3%. En realidad, como viene siendo el caso en los últimos dos años, el componente de precios regulados sigue mostrando un rezago, con un aumento de 4.9%. (Fig.1).



• **Sectores del IPC**

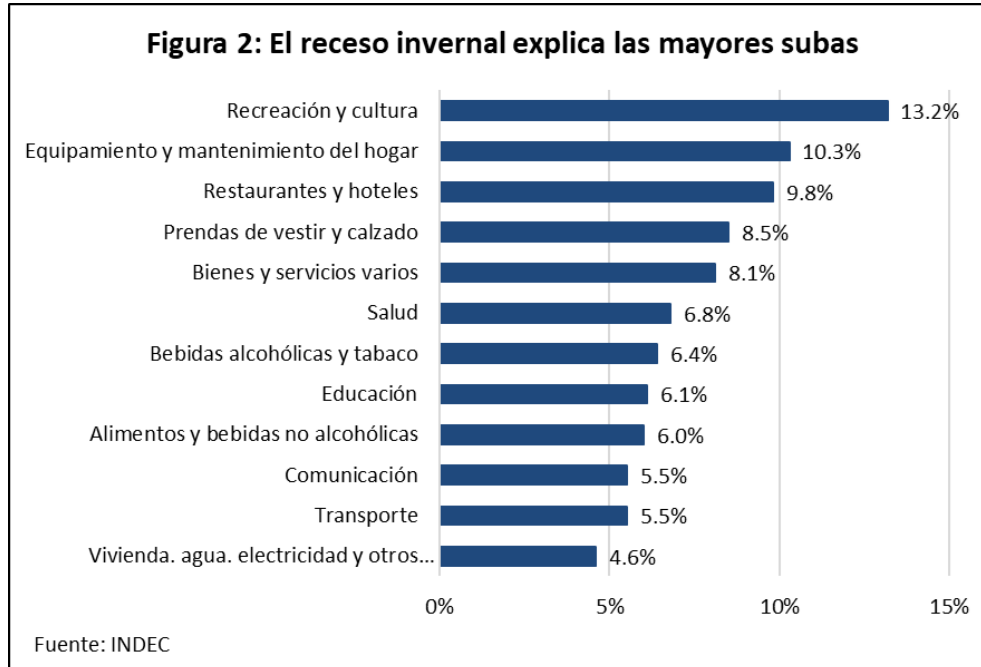
Los sectores que más presión pusieron sobre los precios en el mes de julio fueron “Recreación y cultura” (+13.2% m/m; +70.0% a/a), principalmente por el aumento de la demanda en el sector en las vacaciones de invierno, “Equipamiento y mantenimiento del hogar” (+10.3% m/m; +70.7% a/a) probablemente afectado por el ajuste de precios de bienes con algún componente importado frente a la mayor perspectiva de devaluación, o al salto discreto de los dólares financieros, y “Restaurantes y hoteles” (+9.8% m/m, +90.6% a/a) también explicado por el receso de invierno. (Fig. 2).

La división con mayor incidencia sobre el nivel de precios en todas las regiones del país fue “Alimentos y bebidas no alcohólicas” (+6.0% m/m; +70.6% a/a), resaltando el creciente costo social que las últimas cifras inflacionarias han tenido.

En cuanto a variaciones interanuales, sigue llamando la atención la suba de “Prendas de vestir y calzado” con 96.7%, superando por 7.6 puntos porcentuales al segundo inmediato que es “Restaurantes y hoteles”, sector muy afectado por la pandemia que recién este año comienza a recuperar actividad a niveles previos a la cuarentena.

Los sectores de “Comunicación” y servicios relacionados al consumo del hogar como “Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles” son ampliamente los sectores más retrasados con subas de 35.5% a/a y 50.3% a/a, respectivamente. Estos últimos reflejan la contención que ha facilitado el relativo congelamiento de tarifas públicas durante esta administración.

A modo de resumen, la estacionalidad del mes de julio exacerbó el numero inflacionario del mes, pero no explica el nuevo escalón ganado por la inflación, que está perfectamente explicado por causas macroeconómicas: 1) la fuerte emisión monetaria en los últimos dos meses (casi 25% de aumento de los agregados monetarios), 2) la falta de mayor contención del gasto público, que amenazaba con un nuevo aumento del déficit fiscal, y 3) la incapacidad para generar los incentivos adecuados para equilibrar el balance de divisas, que ha ocasionado una lenta pero continua pérdida de reservas internacionales.



- **Desafíos para lo que viene**

La procrastinación tiene sus ventajas y desventajas. Atrasar las medidas impopulares ahora hace todo mucho más complejo y costoso. Cada día que pasa se incrementan los efectos indeseados del ajuste que se hace cada vez más inevitable.

El Ministerio de Economía confirmó corregir el atraso de las tarifas, pero dicho ajuste tomará meses en tener algún impacto sobre el déficit público, aunque se reflejará más inmediatamente en los precios. Igualmente, todavía no queda claro cómo se hará la segmentación y qué efecto tendrá sobre el nivel de gasto.

Un caso especialmente sensible es el de combustibles. Las distribuidoras están reclamando una actualización de los precios de la nafta y el gasoil, ya que la depreciación de la moneda y la brecha entre mercado doméstico e internacional es muy grande, lo que en un extremo puede generar problemas de desabastecimiento.

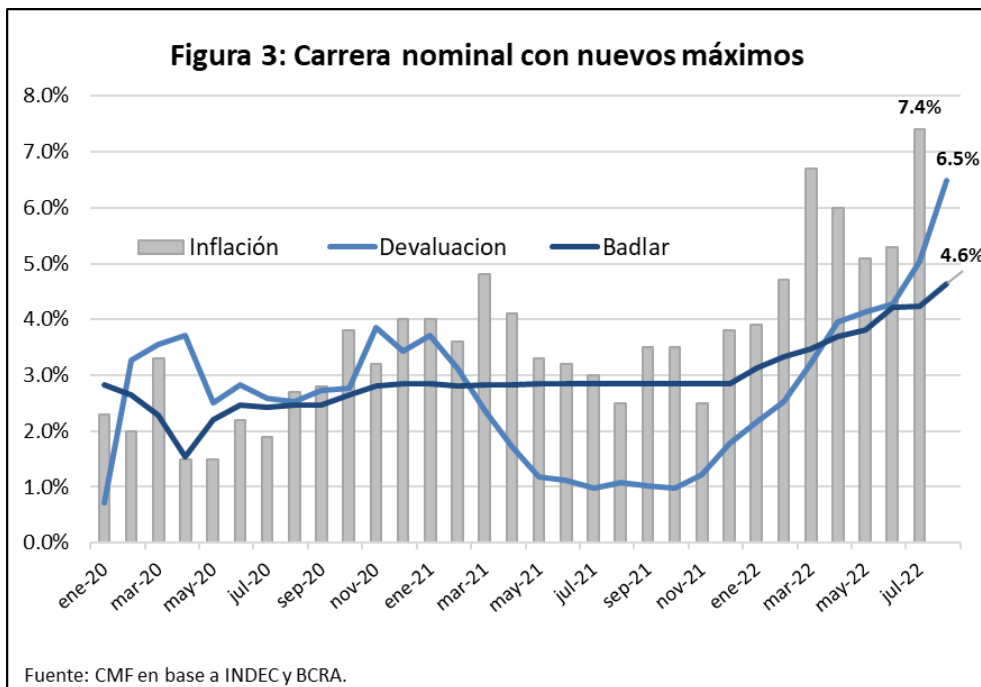
Por último, el Mecon también debe tomar una decisión con respecto al tipo de cambio ya que la brecha, en estos niveles, perjudica la acumulación de reservas y distorsiona precios en el mercado local. Lamentablemente, todo lo que falta por hacer: tarifas, combustibles y tipo de cambio, tendrá un efecto positivo de mediano plazo reduciendo las necesidades financieras del Estado, pero en lo inmediato empujará los precios al alza. En el contexto actual, un escenario relativamente benigno de la inflación de los próximos meses probablemente conduzca a un dato anual cercano al 100%.

- **Inflación le sigue ganando a las tasas y el tipo de cambio**

La devaluación mensualizada desde noviembre del 2021 se viene incrementando sistemáticamente y asimismo las tasas de interés continúan negativas en términos reales, pese a las subas del último mes. Tasas de devaluación mayores al costo de financiamiento en pesos sin dudas no colabora con motivar a la liquidación de divisas. Asimismo, el aumento de la nominalidad de las variables

descriptas no hace más que elevar el piso de inflación, en particular mientras se sostenga el desequilibrio fiscal actual.

Las posibles soluciones a la carrera nominal observada en la Fig. 3 se presentan aún más desafiantes en términos inflacionarios. Un salto discreto en la devaluación sin un consistente programa económico podría trasladarse a precios descontroladamente y afectar aún más el IPC. Mientras que el aumento de tasas se incrementa a medida que se acelera el IPC. Y por esa misma dinámica, la decisión de indexar los vencimientos en pesos de los próximos meses a través del canje por bonos duales, no hace más que retroalimentar la carrera nominal.



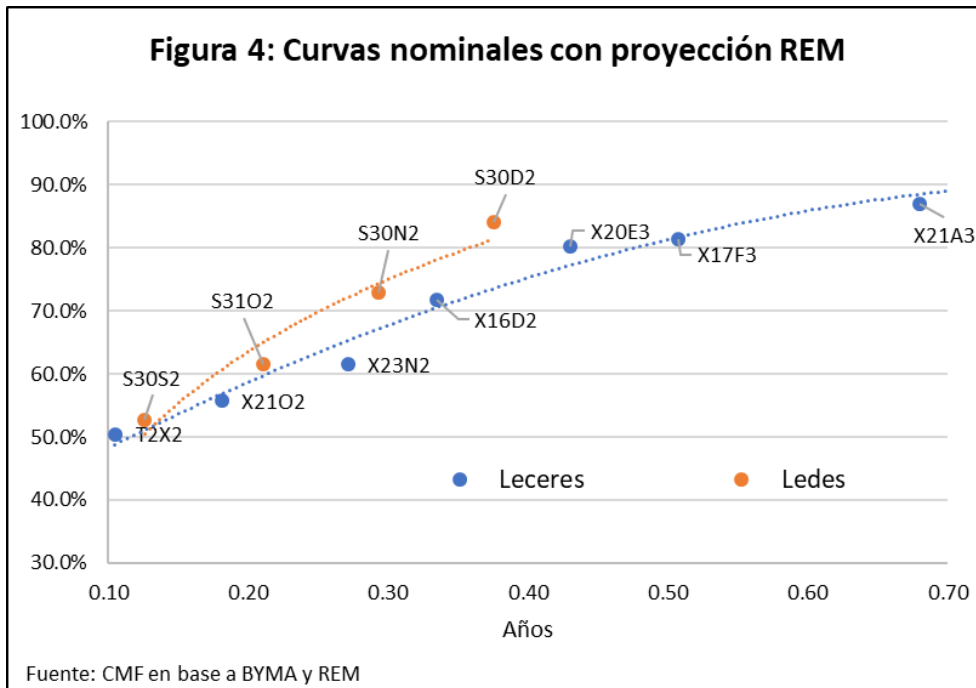
• Mercados

Las expectativas inflacionarias por el resto del 2022 se estiman a la baja desde el 7.4% actual, pero sosteniéndose en niveles elevados desde una perspectiva histórica. Tal como se discutiera previamente, tanto el ajuste en tarifas, como también aumentos en el ritmo de devaluación, impactarían en el nivel de precios presionando al alza su variación. Según el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM), para lo que resta del año, la inflación alcanzaría un 94.2% anual desde 46.2% que lleva registrado desde enero. Estas cifras permiten estimar cuánto rendirían los instrumentos que ajustan por inflación, tal como son las letras CER.

Igualmente, las últimas semanas han demostrado, que cuando la solvencia de sector público está cuestionada, el cálculo de retornos habitual puede no ser de gran utilidad. El exitoso canje por bonos duales de esta semana alivia la tensión en el mercado a costo de incrementar la indexación de la deuda. Sin un cambio profundo en la política fiscal, es muy probable que las dudas sobre solvencia vuelvan a aparecer tarde o temprano. Es por ello que se recomienda cautela y eficientizar inversiones en pesos en los plazos cortos.

En función de lo comentado, para los periodos más cercanos e intermedios, la Ledes sobresalen como el instrumento más recomendable. Con la estimación del REM, el posicionamiento en Ledes sería conveniente en comparación con instrumentos ajustados por CER (Fig. 4). Sin embargo, se puede afirmar que en caso que la inflación presente aceleraciones mayores a lo esperado sería conveniente incrementar

la posición en CER, ya que el rendimiento aumentaría y podría superar a lo que devengan los instrumentos a tasa fija. De todas maneras, el incremento de deuda indexada se recomienda para un horizonte no menor a 6-8 meses.



FBerra, GCanonero, EYemal