

18 de agosto, 2023

Inflación julio 2023; una parada antes de acelerar

- **Resumen y conclusiones**

La inflación general de julio registró un aumento 6,3% con respecto al mes pasado, y, de esta manera, se vuelve a acelerar el ritmo de la nominalidad, anotándose el séptimo mes consecutivo en que los precios viajan por encima del 100% anualizado. En términos interanuales, +113,4%, se logró la primera desaceleración desde enero 2022, aunque teniendo en cuenta lo sucedido en los últimos días, una nueva suba es esperable en agosto. El REM volvió a sobreestimar el dato al proyectar una variación de 7%, situación que cambiará a partir de agosto dado que la encuesta se llevó a cabo previo a la devaluación de la semana pasada.

El dato vuelve a sorprender al mercado que esperaba un piso de 7% al estimar que el impacto de la devaluación fiscal llevada cabo en julio empujaría los precios al alza, pero, al parecer, los efectos de dicha medida se verán recién en agosto. Venimos mencionando que la desaceleración observada en el bimestre mayo-junio no era sostenible y efectivamente el mes de julio confirmó el mayor ritmo que continuará en los próximos meses. Así, esperamos que el nivel de inflación se mantenga con tendencia alcista llegando a las 2 cifras mensuales a partir de agosto-septiembre, producto de la devaluación fiscal, el salto discreto del tipo de cambio oficial, la monetización del déficit e intervención en la curva, y la suba de precios por r escasez de oferta.

En cuanto a las categorías, regulados (+6,7%) fue quien lideró el aumento seguido por el IPC núcleo (+6,5%), mientras que estacionales (+5,1%) volvió a funcionar como un ancla para el nivel general. Aún incidido por las vacaciones de invierno, la estacionalidad de ciertos productos jugó a favor y permitió que la variación sea menor a la esperada por el mercado. Tal es así que frutas, verduras y carnes no superaron el 5,6% en el mes. Esto cambia a partir de agosto dado que el precio del novillito aumentó fuertemente, al punto tal que el Gobierno suspendió la exportación de carne para reducir los precios internos.

Finalmente, el Gobierno convalidó un salto discreto del tipo de cambio oficial de 21,8% a \$350 el día siguiente a las elecciones PASO, y, a su vez que aumentó a 118% TNA la tasa de política monetaria para contener la corrida del peso. La reacción de los mercados fue la esperada en un escenario donde la devaluación no estuvo acompañada de ningún plan económico concreto, lo que exacerbó la incertidumbre propia de unas PASO indefinidas. Los dólares financieros acompañaron la suba del tipo de cambio oficial, la brecha no se achicó y es esperable que se amplíe dado que Sergio Massa confirmó que se mantendrá fijo el tipo de cambio hasta las elecciones de octubre. Promesa que luce más retórica que sustentable.

Según lo indicado anteriormente, esperamos que el *pass-through* sea alto dado que se realizó el salto discreto sin ningún tipo de ancla fiscal o monetaria. Es de esperar que agosto ya muestre una variación en torno a 10-11%, mientras que septiembre esté más cerca de 12-13%.

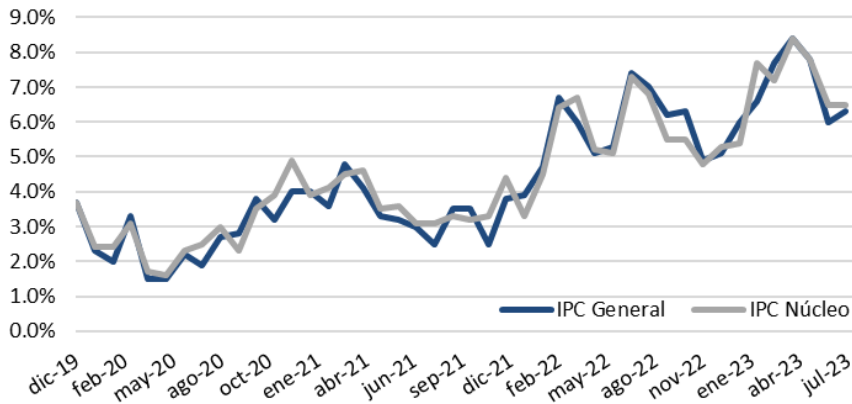
De esta manera, para el corto plazo, recomendamos tomar cobertura inflacionaria hasta fin de año con Lecer. Para perfiles más arriesgados, a mayor plazo, sigue vigente la estrategia del *trade* de brecha con bonos dollar-linked.

• **Evolución IPC**

El mes de julio finalizó con una inflación de 6,3% versus junio y, de esta manera, vuelve a acelerarse el ritmo de variación de precios. En términos interanuales (113,4%), se anotó la primera desaceleración desde enero 2022 aunque en agosto volvería a acelerarse. Al considerar el acumulado del año, la variación de precios ya superó a lo presupuestado para todo el año 2023.

Por tercer mes consecutivo, la estimación de analistas sobreestimó el IPC nacional, que, debido al *timing* de las medidas, no pudieron considerarlas para sus proyecciones de inflación; es de esperar que haya un salto en las estimaciones para el REM de este mes. Si bien la desaceleración de niveles inflacionarios cercanos al 9% luce importante, la inflación núcleo se mantiene cómodamente por encima del 6% mensual, lo que configura un piso elevado para los próximos meses. **(Figura 1)**

Figura 1. La inflación sorprende a la baja pero acelera



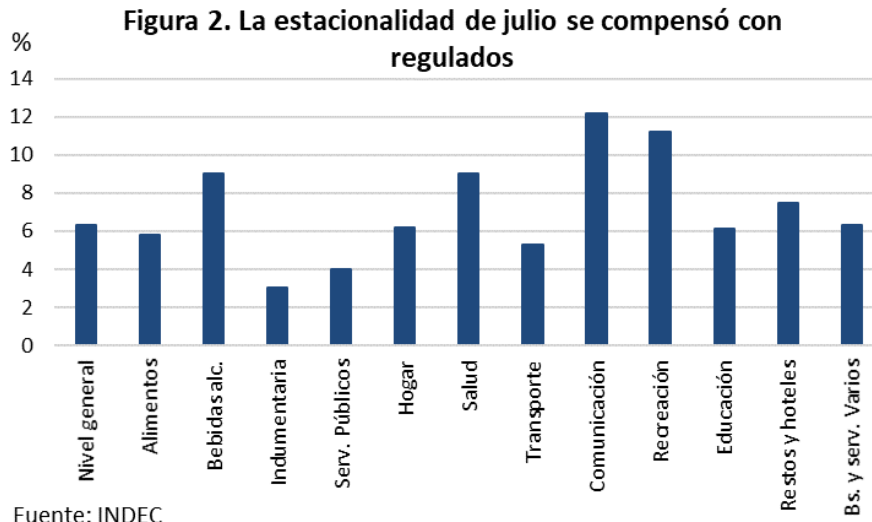
Fuente: INDEC

• **Sectores del IPC**

Al analizar los sectores del IPC, surge que estacionales volvieron a anclar el nivel general al avanzar solo 5,1%, mientras que regulados presionaron al alza con una suba de 6,7%. Productos alimenticios como frutas, verduras y carne tuvieron variaciones relativamente bajas en la mayoría de las regiones, mientras que la indumentaria volvió a ser el sector que menor ritmo inflacionario mostró con un alza de solo 3%; tal es la desaceleración del rubro que por primera vez desde diciembre 2019 la medida interanual es menor a la del nivel general.

En julio se volvió a dar una dinámica que observamos en el último tiempo, donde en los meses que estacionales ayuda a anclar el nivel general, los regulados aceleran por encima de éste. En este caso, el rubro de comunicación tuvo gran incidencia en la variación mensual al subir 12,2%, seguido por salud, mientras que los servicios públicos contuvieron el alza con un avance de 4%.

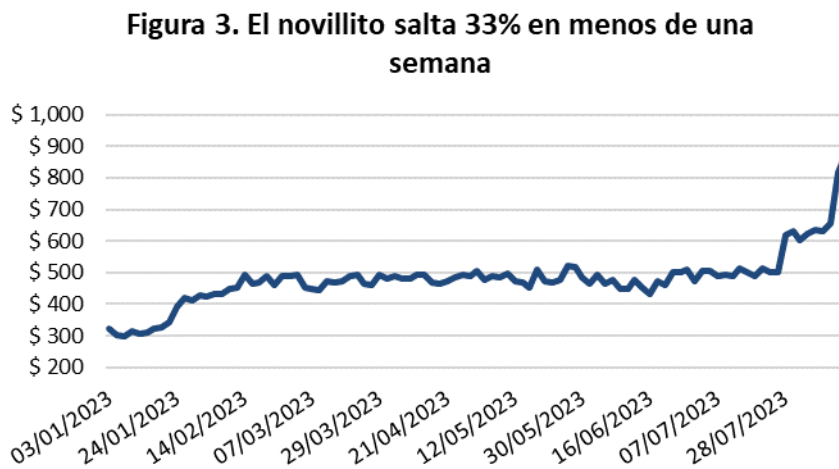
Se esperaba que la estacionalidad del mes de julio, signado por remarcaciones de precios por vacaciones de invierno, principalmente en restaurantes, hoteles, y recreación en general empujaran el nivel general al alza, aunque el impacto parece haber estado subsanado por menores variaciones en rubros con directa intervención del Estado. **(Figura 2)**



- **Desafíos para lo que viene**

En la última semana del mes de julio, el Gobierno llevó a cabo una “devaluación fiscal” de 7,5% para bienes y 25% para servicios, que fue complementada con una aceleración del *crawling* al 12% mensualizado en la primera semana de agosto para finalizar con un salto discreto del 21,8% el día posterior a las PASO. Es esperable que estas devaluaciones impactaran en precios llevando el índice de agosto y septiembre a las dos cifras. Estimamos que, dado que la devaluación discreta del A3500 fue a mitad de mes y el índice calcula el promedio de variación mensual, el impacto sobre precios será más fuerte en septiembre que en el corriente mes. Así, nuestra estimación para el mes de agosto se encuentra cercano al 10,5%, mientras que septiembre salta al 12,5% con riesgo al alza.

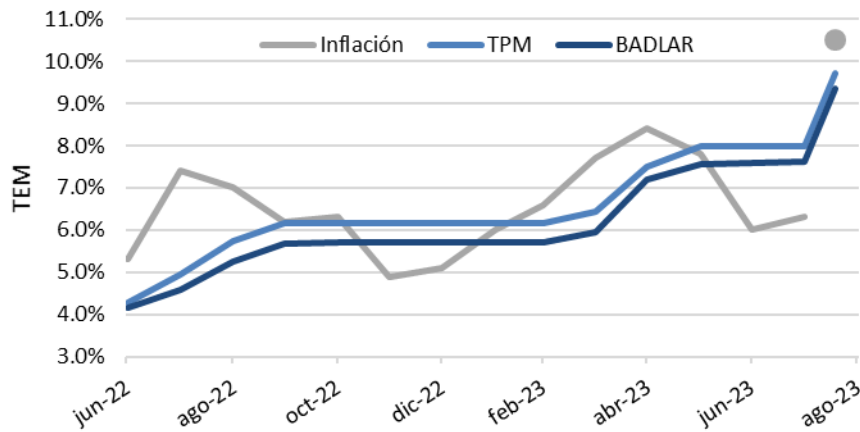
Los efectos de las medidas anunciadas anteriormente ya pueden apreciarse, como muestra la **figura 3**, al punto tal que el precio del novillito saltó 33% de \$657 a \$877 del lunes al miércoles. Si bien los últimos meses el precio de la carne tuvo cierto rezago con respecto al nivel general, este salto incide sobre otros rubros que terminarán presionando a todo el índice.



Fuente: MAG
Nota: precio novillitos 401/420 kgs.

Otra de las medidas que tomó el equipo económico fue aumentar un 21% la tasa de política monetaria a 118% TNA, que, aun estableciéndose en niveles récords nominales en décadas, será negativa en términos reales al considerar el alto *pass-through* esperado (**figura 4**). Aún no hay indicadores de alta frecuencia, pero se espera que el traslado a precios sea muy alto, dado que el salto discreto del lunes se realizó sin ningún tipo de ancla fiscal o monetaria. En esa línea, y, considerando que el FX oficial se mantendrá fijo hasta las elecciones de octubre –o al menos eso anunció el ministro Massa–, dentro de poco tiempo estaremos en niveles de tipo de cambio real similares a días previos a la devaluación discreta. Así, todo el beneficio ganado por una mejora en la competitividad se verá deshecho por la decisión política de no seguir con el *crawling*; esto implicará que el BCRA volverá a tener saldos negativos en su intervención en el MULC producto de una caída en las liquidaciones de exportaciones.

Figura 4. ¿Se pierde la tasa real?



Fuente: BCRA e INDEC

• Mercados

Esperamos un fuerte ajuste en las previsiones de los analistas encuestados por el REM para los próximos meses, y una demanda importante para la curva CER después de las PASO. Si a la tendencia secular alcista se le suma el *pass-through* del salto discreto del tipo de cambio, la monetización del déficit y del ejercicio de los Puts bancarios y la intervención de la curva, la inflación de los meses por venir estará cómodamente en las dos cifras mensuales.

Aun con el aumento de tipos de interés, la tasa real será negativa ex post cuando se incorpora la expectativa de una inflación mayor. **Teniendo en cuenta esto, consideramos pertinente mantener cobertura inflacionaria de aquí a fin de año en instrumentos que ajustan por CER. Y, a pesar de haberse convalidado el salto discreto, sigue vigente el trade de brecha con bonos dollar-linked, ya que la próxima administración deberá continuar el ajuste del A3500.**

CMF Research – FBerra