

17 de julio, 2023

Inflación junio 2023; estacionales al rescate

- **Resumen y conclusiones**

La inflación general de junio registró un aumento 6% con respecto al mes pasado, y, de esta manera, se extiende la desaceleración iniciada en mayo. En términos interanuales, la inflación sí se aceleró y alcanzó un 115,6% –la más alta desde 1991–. Como sucedió el mes pasado, las estimaciones del REM sobreestimaron la variación de precios al proyectar un 7,1%.

El dato sorprendió fuertemente al mercado, ya que las proyecciones más benignas no bajaban del 6,6%. El Gobierno festeja el proceso de desaceleración que se vivió en el bimestre mayo-junio, pero la dinámica observada en los agregados monetarios, el fuerte financiamiento monetario del déficit de las últimas semanas y un crawling peg que no baja del 6,5% mensual indican que la reciente baja de inflación no es sostenible en el tiempo. También, cabe destacar que, si bien el 6% luce como un dato marginalmente positivo, no deja de estar en el top 5 de inflación mundial y viaja como mínimo al 6% por sexto mes consecutivo, algo que no sucedía desde 1990.

En cuanto a los motivos de esta desaceleración, se puede indicar que estacionales (+1,8% m/m) y alimentos (+4,1%) –en especial la carne, que sólo aumentó 1,3% y frutas con deflación– ayudaron enormemente al dato de junio. También, es la primera vez desde septiembre de 2022 que la inflación de GBA es menor a la nacional. Es decir, la estacionalidad del mes de junio, sumado a precios de alimentos que variaron muy por debajo de lo esperado hicieron que la inflación sorprenda a la baja.

La inflación núcleo también mostró desaceleración en junio y logró la segunda baja consecutiva, algo que no ocurría desde junio 2022. El REM también sobreestimó la núcleo que la estimaba en 7,2%. Lejos de ser un dato alentador, junio fue el quinto mes consecutivo de inflación núcleo por encima del 6,5%.

Al igual que lo indicado el mes pasado, el fenómeno inflacionario es heterogéneo y, al no ser lineal, es de esperar que haya movimientos a la baja en algunos meses particulares, pero la tendencia de largo plazo es alcista. Para julio, los datos de alta frecuencia muestran el avance más fuerte de precios para una primera semana desde enero de 2016 con una suba semanal de 3,1%. De esta manera, los datos de alta frecuencia confirmarían lo esperable: que la dinámica de precios vuelve a acelerarse.

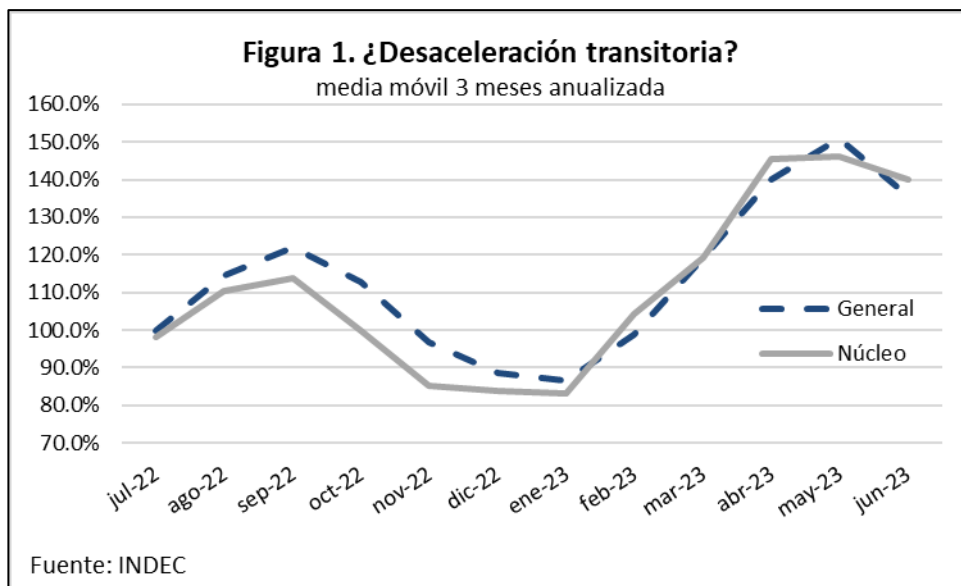
Por otro lado, la política monetaria expansiva –más allá de la alta tasa de interés nominal– con un fuerte financiamiento monetario, sigue poniendo presión a los precios. A su vez, el financiamiento monetario indirecto por compra de bonos en el mercado secundario sigue activo por lo que la expansión por esa vía se mantiene. Por último, hasta fines de agosto se seguirá financiando la brecha resultante del Programa de Incremento Exportador III, lo que también añade pesos a la economía. Mientras tanto, la demanda de pesos se encuentra muy deprimida, y en situaciones de alta volatilidad como los que se aproximan podría caer aún más, lo que dificultaría cualquier esfuerzo de estabilización de precios.

En el contexto descripto, luce atractivo tomar cobertura inflacionaria con Lecer hasta fines año. En caso de querer estirar los plazos, asumiendo un riesgo mayor, sigue vigente la alternativa de capturar la disminución de la brecha entre A3500 y dólares financieros; el TV24 es un vehículo recomendable para operar dicha estrategia.

• **Evolución IPC**

El mes de junio finalizó con una inflación de 6% versus junio y, de esta manera, se anota la segunda baja consecutiva del nivel de variación de precios. En términos interanuales, todavía no se logra desacelerar el ritmo ya que llegó al 115,6% versus 114,2% del mes anterior. Con estos números, la inflación acumulada en el año ya alcanza la cifra de 50,7%.

Por segundo mes consecutivo, la estimación de analistas sobreestimó el IPC nacional y el Gobierno festeja la desaceleración observada en los últimos dos meses. Como se puede apreciar en la **figura 1**, la media móvil de 3 meses anualizada muestra un pico en mayo para luego caer en junio a 135,5%; la núcleo hizo lo propio y también marcó un techo en mayo y cayó en junio a 140%.

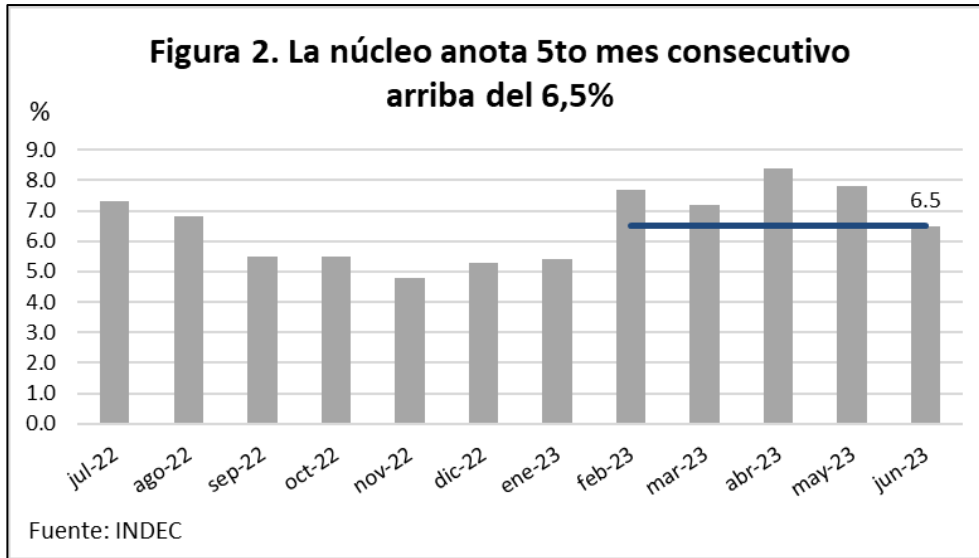


• **Sectores del IPC**

En cuanto a los sectores del IPC, el nivel general del mes de junio estuvo fuertemente anclado por el precio de estacionales (+1,8%) y alimentos (+4,1%). Específicamente, la carne tuvo una variación mínima –para nuestros estándares– de 1,3% a nivel nacional, mientras que las frutas sufrieron una deflación mensual. A diferencia de lo acostumbrado durante los últimos años, prendas de vestir (+4,2%) también ayudó a contener la suba de precios, aunque en términos interanuales sigue siendo de las categorías con mayor aumento.

Como hemos mencionado en otra ocasión, pareciera ser que los precios con subsidios suben en aquellos meses en los cuales la estacionalidad ayuda. Así es el caso de junio, donde comunicación (+10,5%), salud (+8,6%) y vivienda, agua, electricidad y gas (+8,1%) subieron más de 2 puntos porcentuales por encima del nivel general; en mayo se dio la misma dinámica. En caso de seguir los ajustes de precios retrasados, el nivel de inflación debería estabilizarse en niveles superiores, ya que será difícil volver a ver meses con movimientos de sectores o categorías que anclen tanto la inflación general como pasó en junio.

En cuanto a la núcleo (+6,5% m/m), como muestra la **figura 2**, se anotó el quinto mes consecutivo por encima del 6,5%, lo que confirma un nivel inflacionario muy elevado a nivel mundial, que será difícil de romper en el futuro inmediato.



Por el lado de las aperturas, como se menciona anteriormente, los precios de las frutas tuvieron una deflación mensual en torno al 3%, mientras que los precios de la carne solo aumentaron 1,3% mensual. En contraposición, comunicación subió hasta 11% en GBA, y servicios públicos relacionados a la vivienda tuvieron un incremento de hasta 13%.

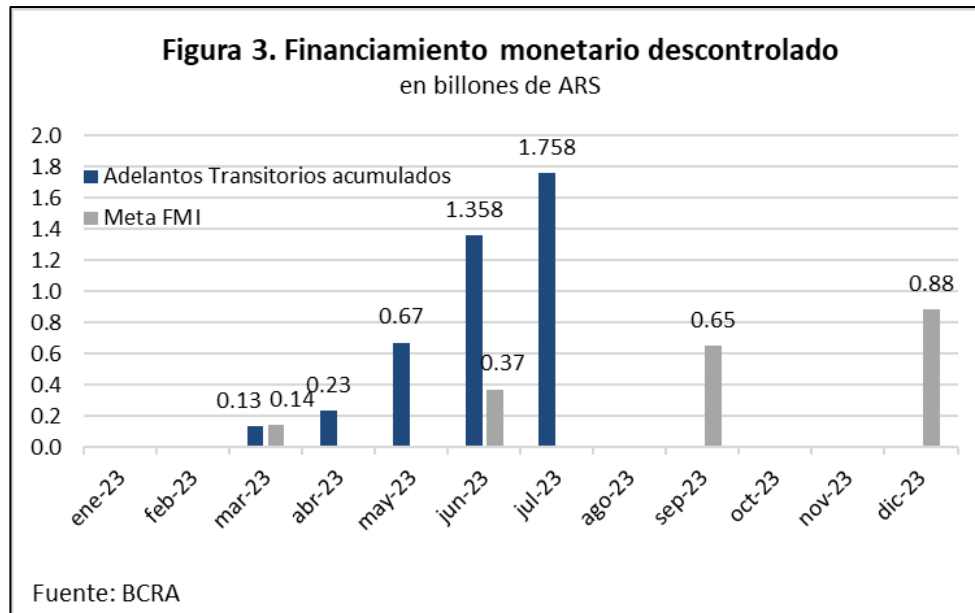
Es de esperar que la estacionalidad de julio, signada por las vacaciones de invierno, empuje los rubros de entretenimiento, como recreación y cultura, y hospitalidad, como restaurantes y hoteles, que durante junio tuvieron variaciones en línea con la inflación general.

- **Desafíos para lo que viene**

El Gobierno responde a la desaceleración vista en el bimestre mayo-junio como si fuese una tendencia de largo plazo. Pero cuando se analizan los datos de alta frecuencia, la dinámica de precios parece tomar temperatura nuevamente en julio, ya que la primera semana del mes anotó la variación más alta para el mismo período desde enero 2016 –fuertemente incidido por la devaluación postunificación cambiaria–.

A su vez, el mes de julio estuvo marcado por un movimiento al alza de los dólares financieros que, si bien se mantuvieron estables durante varias semanas, pueden generar nerviosismo en un escenario de alta volatilidad por la llegada de las PASO y el constante deterioro de reservas internacionales. Otro punto a tener en cuenta es si realmente se cerrará la renegociación del acuerdo con el FMI y el equipo económico logra que el organismo le adelante los fondos –algo poco probable–, ya que la falta de reservas es un punto muy endeble de manejar en la estrategia oficialista.

Un dato no menor es el descarte por completo de la meta de financiamiento monetario del BCRA al Tesoro que, como muestra la **figura 3**, al momento de escribir estas líneas, se encuentra completamente incumplido. En un proceso de deterioro de la demanda de dinero y escasez de dólares con intervenciones netas negativas del BCRA en el MULC y compras en el secundario para subsidiar los dólares financieros, la situación es de extrema debilidad.



Desde el punto de vista fiscal, volvemos a mencionar que no esperamos mejore la situación en lo que resta del año, principalmente por dos cuestiones: la estacionalidad y lo proclive del oficialismo de aumentar el gasto en época de elecciones –los créditos subsidiados a jubilados es una muestra de ello– Massa dejó en claro que no quiere aceptar el ajuste fiscal que pide el FMI para renegociar el acuerdo, por lo que el panorama es incluso peor. Aun considerando cierto ajuste, el impacto del financiamiento monetario desde el 30 de junio a la fecha (\$ 1,068 billones) tendrá un efecto al alza sobre la inflación.

• Mercados

A diferencia del mes pasado, donde un nivel de inflación menor a lo esperado podría modificar de corto plazo la tendencia de la variación de precios, la desaceleración de junio no supone un cambio mayor en las estimaciones de analistas para los meses que vienen. Las consultoras privadas ya estiman un julio más inflacionario que el bimestre mayo-junio, y el panorama para los meses siguientes parece seguir la misma línea.

Lo positivo del último bimestre es que la tasa de interés fue real positiva ex-post por lo que hubo cierta recomposición de valor en las carteras que hicieron tasa. El día de ayer se confirmó que la TPM se mantendría inalterada y esperamos siga de esa manera por lo menos hasta conocerse el dato de inflación de julio. Cabe destacar que cuando se publique el dato de julio, ya se habrá conocido el resultado de las PASO, por lo que es importante mencionar que puede verse afectado el resultado de hacer tasa durante este período por la volatilidad en el mercado de dólares financieros.

Teniendo en cuenta que se espera que la inflación vuelva a retomar su sendero alcista, se recomienda tomar cobertura CER, por lo menos hasta fin de año, siendo las Lecer de octubre y noviembre buenas alternativas de asignación. En caso de tener un perfil más agresivo, sigue vigente la opción de capturar la disminución de la brecha que se generaría post-devaluación –en caso de que la oposición se transforme en oficialismo–. En ese caso, el TV24 permite operar dicha estrategia.