

16 de junio, 2023

## Inflación mayo 2023; desacelera, pero sigue elevada

- **Resumen y conclusiones**

La inflación general de mayo registró un aumento 7,8% con respecto al mes pasado, y, de esta manera, se desacelera la inflación mensual por primera vez luego de 5 subas consecutivas. En términos interanuales, la inflación sí se aceleró y alcanzó un 114,2% –la más alta desde 1991–. A diferencia de meses previos, y de lo que suele ocurrir con las estimaciones del REM, el IPC de mayo fue menor al esperado por los analistas (9% m/m).

Si bien el dato sorprendió a la baja, cabe destacar que la variación mensual de precios sigue en niveles muy elevados con un piso de 7%, que difícilmente rompa en los próximos meses; a su vez, fue el tercer registro más alto de inflación mensual desde 1991. La tendencia sigue siendo alcista, explicado principalmente por el desequilibrio monetario producto de la monetización del déficit fiscal –en claro deterioro– y el dólar “soja”, y el financiamiento indirecto del BCRA al Tesoro.

Como suele suceder en el mes de mayo, la estacionalidad de los alimentos –rubro con mayor ponderación en el índice– ayudó a contener la suba de precios; en este caso fue de 5,8%, mientras la categoría Estacionales subió 6%. La núcleo salió en línea con la general, al igual que el mes de abril y cumplió el cuarto mes consecutivo por encima de 7%. Por su parte, Regulados puso presión al índice con un aumento del 9%, principalmente por el ajuste de tarifas que se llevó a cabo en mayo, tal como habíamos comentado en el informe del mes pasado.

En cuanto a la dinámica de subsidios y control de precios, todavía resta por verse más ajuste en las partidas de servicios públicos –i.e. electricidad, gas y transporte público– y comunicaciones, por lo que es de esperar que, durante los próximos meses, se siga viendo cierta presión al alza en la categoría Regulados.

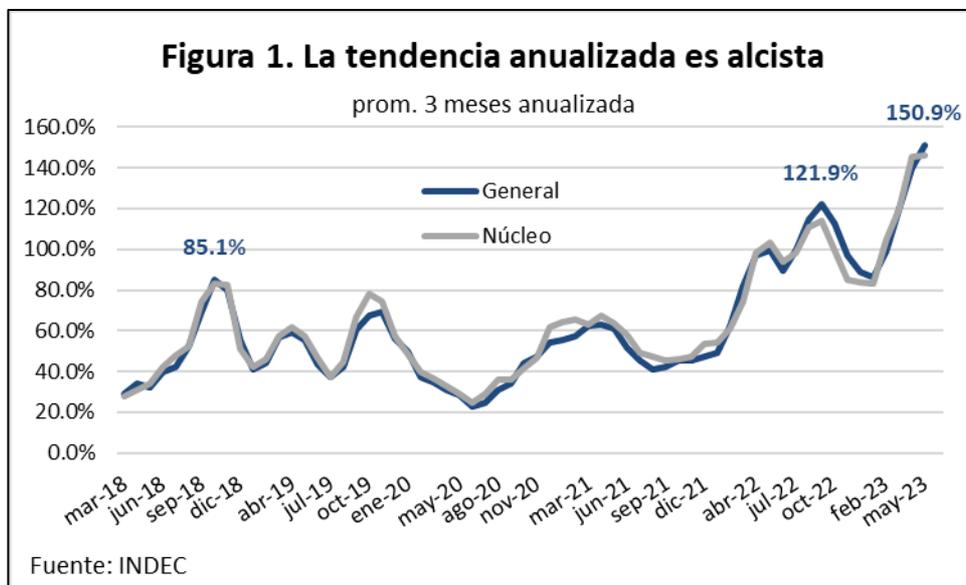
Es importante destacar que el fenómeno inflacionario dista mucho de ser uniforme o lineal, por lo que una desaceleración de 8,4% a 7,8% no puede tomarse como indicio fundamental de un proceso de baja de la inflación. No creemos que estén dadas las cosas para una estabilización de los precios, principalmente, por la falta de un plan consistente que conlleve una mejora de las condiciones monetarias.

En términos cambiarios, luce lógico que el BCRA mantenga la tasa de devaluación para evitar una mayor apreciación cambiaria, con la probabilidad de un posible salto discreto en caso de que haya cambio de gestión. **En este escenario, vemos atractivo obtener cobertura de tipo de cambio con instrumentos Dollar-Linked –emisiones corporativas preferentemente–; la posible unificación cambiaria permitiría beneficiarse de un achique de la brecha. Para perfiles más conservadores, los Duales son una buena alternativa de cobertura.**

• **Evolución IPC**

El mes de mayo finalizó con una inflación de 7,8% versus abril, anotando, de esta forma, el tercer registro mensual más alto desde 1991. Lo positivo es que, a diferencia de meses pasados, la variación mensual sorprendió a la baja las estimaciones de analistas que la esperaban en 9%. En términos interanuales, se vuelve a romper otro récord –desde 1991– que se explica al incluir variaciones mensuales del año pasado cada vez más elevadas, por lo que el 114,2% i.a. supera cómodo el 108,8% i.a. de abril. En lo que va del año, la inflación acumula un 42,2%.

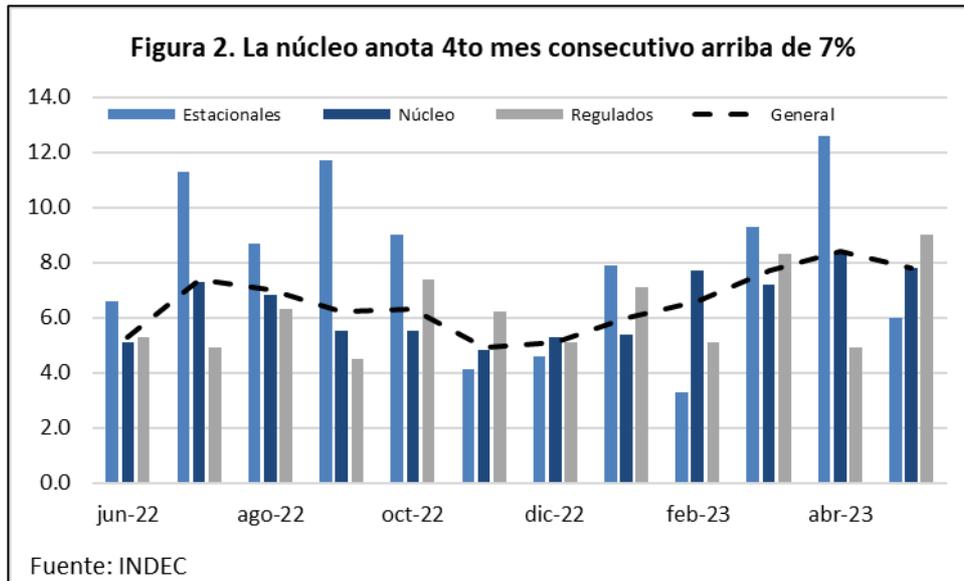
Como se puede ver en la **figura 1**, la tendencia de mediano plazo sitúa a la inflación anualizada cómodamente por encima del 100%. El proceso de inflación de 3 dígitos comenzó con la crisis de la curva pesos en junio de 2022, que, a pesar de haberse corregido temporalmente, volvió a asentarse desde comienzos de 2023.



• **Sectores del IPC**

En lo que respecta a los sectores del IPC, el nivel general del mes de mayo estuvo fuertemente anclado por la categoría estacionales (+6%) que incluye el rubro con mayor ponderación dentro del índice como es alimentos y bebidas no alcohólicas que aumentó un 5,8% con respecto al mes pasado. A su vez, educación subió casi 3 puntos menos que el nivel general (4,9%).

En cuanto a la núcleo (+7,8% m/m), como muestra la **figura 2**, anota su cuarto mes consecutivo por encima del 7%, lo que confirma un piso de inflación mensual para los próximos meses en esos niveles. A su vez, la medida mensual anualizada se establece cómodamente por encima del 100% desde comienzos de año. En términos comparables, el año pasado, luego de la crisis desatada en junio, el piso estaba en torno a 5,5%. En contraposición, la categoría regulados, incidida por el ajuste llevado a cabo en mayo producto de la segmentación de tarifas, aceleró los precios en un 9% contra el mes anterior. Es de esperar que en los próximos meses siga poniendo presión al índice general por mayores ajustes en servicios públicos producto de las conversaciones para la renegociación del acuerdo con el FMI.



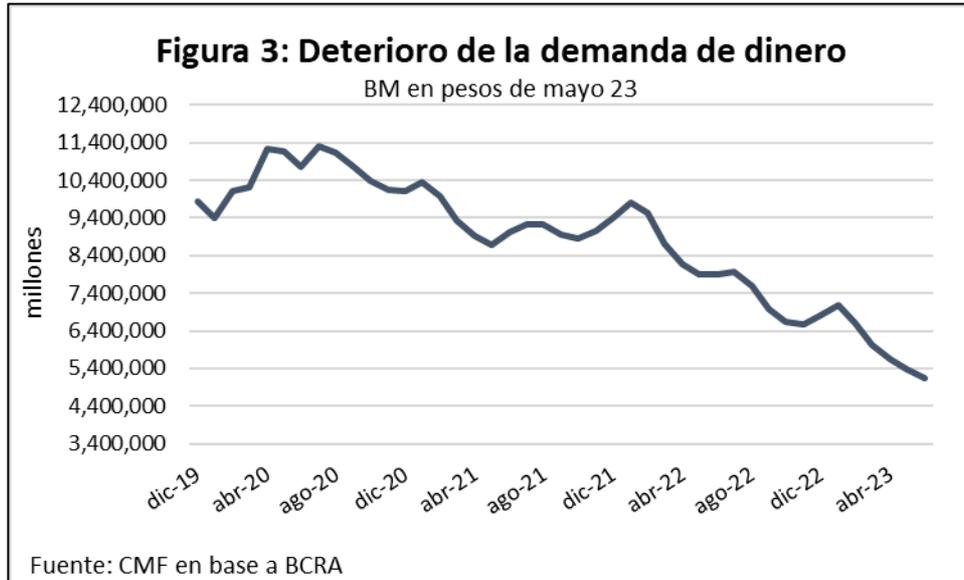
En cuanto a las divisiones, prendas de vestir y calzado tuvo una variación en línea con la inflación general (7,6%), pero cuando se lo analiza de forma interanual hay una diferencia de poco más de 10 puntos porcentuales (124,7% vs. 114,2%). Pareciera ser que el contexto restrictivo en el cual opera el sector, no permite que el juego de oferta y demanda equilibre los precios a la baja.

Por el lado de las aperturas, como se menciona anteriormente, los precios relacionados a la electricidad y gas subieron hasta 30,8% en GBA, mientras que los servicios de recreación y cultura, que vienen recomponiéndose de la fuerte caída en la pandemia, subieron hasta 14,3% en la misma zona. Habiendo sufrido el mismo efecto, restaurantes y hoteles mantienen un ritmo inflacionario que lo llevó a ser el sector de mayor suba en términos interanuales con un aumento del 134,5%.

Por último, dentro alimentos y bebidas no alcohólicas –de poco incremento relacionado al índice general–, se puede destacar que los precios de la azúcar y derivados crecieron más de 10% en casi todas las zonas relevadas. Para los próximos tres meses, es posible que las vacaciones de invierno pongan cierta presión al alza en chocolates y productos regionales.

- **Desafíos para lo que viene**

Los próximos meses estarán signados por la alta volatilidad de los dólares financieros que funcionarán como brújula del desequilibrio macro que perciban los agentes. El riesgo de una espiralización inflacionaria está ligada a los tipos de cambios paralelos por el traslado a precios que supondría una depreciación de éstos en un escenario de fuertes restricciones al comercio exterior que no luce vaya a cambiar en el futuro inmediato. A su vez, un mayor deterioro en las condiciones monetarias podría ser la estocada final a un proceso que se percibe muy endeble. Como muestra la **figura 3**, la demanda de dinero se ha deteriorado sustancialmente durante la actual gestión, por lo que es menester la recomposición de esa demanda para pensar una posible estabilización de precios.



Desde el punto de vista fiscal, la dinámica deficitaria parece profundizarse al tener en cuenta que resta lo peor desde el punto de vista de la estacionalidad del gasto. El Gobierno no logró sortear la crisis de ingresos generada por una caída de los derechos de exportación por la seca, por lo que, de esta manera, es de esperar que el déficit fiscal se siga incrementando, de la mano de una monetización en aumento. Las licitaciones del Tesoro para lograr rollear vencimientos de deuda y conseguir financiamiento fresco para el pago de obligaciones corrientes, se encuentra en un proceso confuso en donde la mayor parte del rolleo viene dado por organismos públicos, por lo que el financiamiento monetario indirecto del gasto también jugará un papel fundamental en el nivel de inflación de los próximos meses.

Por último, la incertidumbre propia de períodos electorales podría desencadenar efectos indeseados sobre las variables macro que afecten directa o indirectamente el nivel de precios. Todavía resta conocer los nombres propios de las PASO, pero, en las últimas semanas, las alianzas fueron mostrando sus cartas y no creemos que varíen mucho de lo previsto. Cualquier radicalización podría generar alta volatilidad y complicar la estabilización de precios.

### • Mercados

La sorpresa a la baja de la inflación con respecto a las estimaciones de analistas privados y aquellos encuestados por el REM, probablemente, modifique su visión de corto plazo. Esperamos que las proyecciones se sitúen en niveles marginalmente inferiores a lo estimado semanas atrás, pero igual con pisos elevados en torno al 6-7%.

Conocido el dato de inflación de mayo, la tasa real ex-post fue positiva y, según se proyecta, deberá mantenerse de esa manera, por lo menos, hasta fines de junio. No parece justificable una nueva suba de tasas, ya que sería lógico aprovechar la desaceleración inflacionaria para mantener una tasa real positiva, pero sin incrementar el daño a la actividad que generaría una mayor tasa.

Teniendo en cuenta lo mencionado, luce como una buena oportunidad mantener la velocidad de crecimiento del tipo de cambio oficial y evitar una mayor apreciación cambiaria. **En este sentido, recomendamos mantener cobertura de tipo de cambio con instrumentos Dollar-Linked; en caso de que haya cambio de gestión y se lleve a cabo una unificación cambiaria, esta posición permitiría beneficiarse de un achique de la brecha. Para perfiles más conservadores, los Duales son una buena alternativa.**