

12 de Noviembre 2021

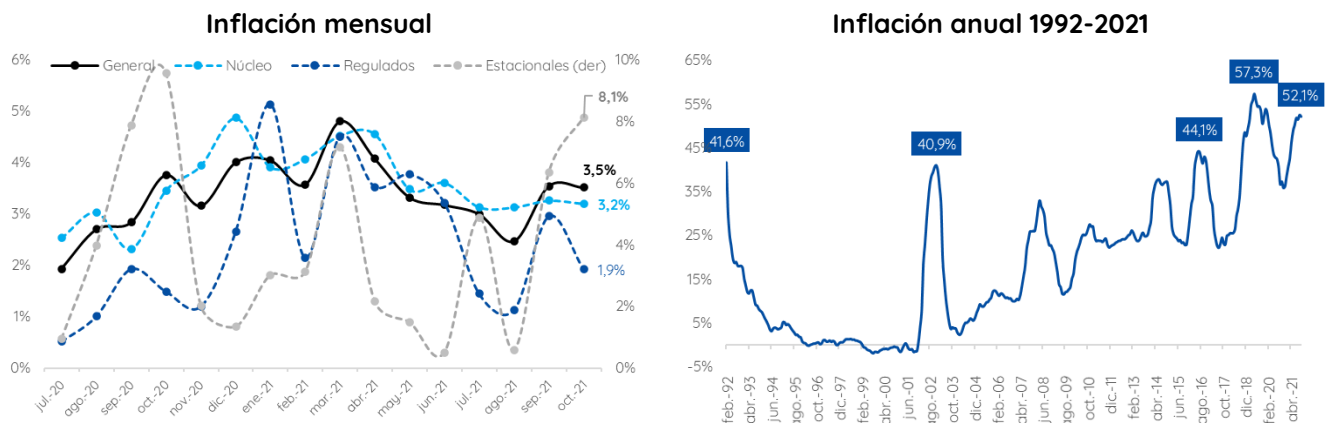
La lectura de la Inflación de Octubre, ¿Valor en CER?

La inflación de octubre fue 3,5%, igualando a la de septiembre que, a su vez, había puesto fin a la baja de cinco meses consecutivos. En esta oportunidad, desarmamos por partes el último IPC con el objetivo de entender que puede suceder para adelante. El dato de inflación nos obliga a repasar el universo de instrumentos ajustables por inflación para mejorar el posicionamiento de cara a los desafíos de los próximos meses. ¿Dónde estamos viendo valor?

Desarmando la medición

La inflación de octubre fue 3,5%, igualando a la de septiembre que, a su vez, había puesto fin a la baja de cinco meses tras el pico de marzo de 4,8%. En septiembre la aceleración de la inflación había comenzado a ser reflejo de la fuerte expansión monetaria iniciada en junio (derivada del déficit fiscal), denotando la baja efectividad del ancla cambiaria (tipo de cambio oficial subiendo al 1% mensual) cuando hay nulo anclaje de expectativas (demanda de dinero débil). Dado que el déficit se sigue monetizando y que esta emisión tiene un rezago en precios, es impensada una inflación más baja en el mediano plazo.

De esta manera, la inflación acumulada de 2021 alcanzó 41,8% y la anual trepó a 52,1%. Si el 3,5% se repite en noviembre y diciembre, 2021 cerrará con una inflación de 51,9%, levemente por debajo del 53,8% de 2019. Creemos que este triste récord será superado en 2022 y, tal vez, en 2023.



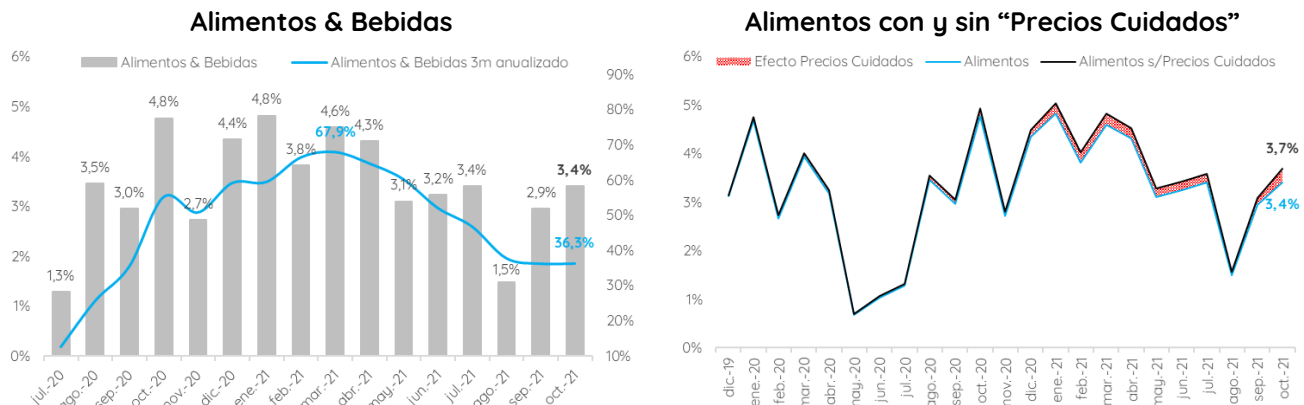
Fuente: Portfolio Personal Inversiones (PPI)

Otra vez la estimación del REM de 3,2% quedó por debajo de la inflación observada. Se esperaba que el alza mensual de precios toque 3,5% recién en enero 2022. Creemos que los analistas revisarán sus proyecciones al alza en la encuesta de noviembre. Nuestra estimación es que la inflación saltará al menos 0,5 puntos porcentuales entre noviembre y abril, promediando 3,8%, versus 3,3% entre abril y octubre de este año.

Por último, la inflación núcleo bajó ligeramente de 3,3% en septiembre a 3,1% en octubre, cumpliendo trece meses por encima de 3%. La inflación general quedó por encima debido a los estacionales, que aumentaron 8,1% (mayor suba desde septiembre 2019) desde 6,4% en septiembre (acumulado de 15% en dos meses). Los regulados avanzaron 1,9%, luego del descongelamiento parcial de septiembre que los había empujado al 3%.

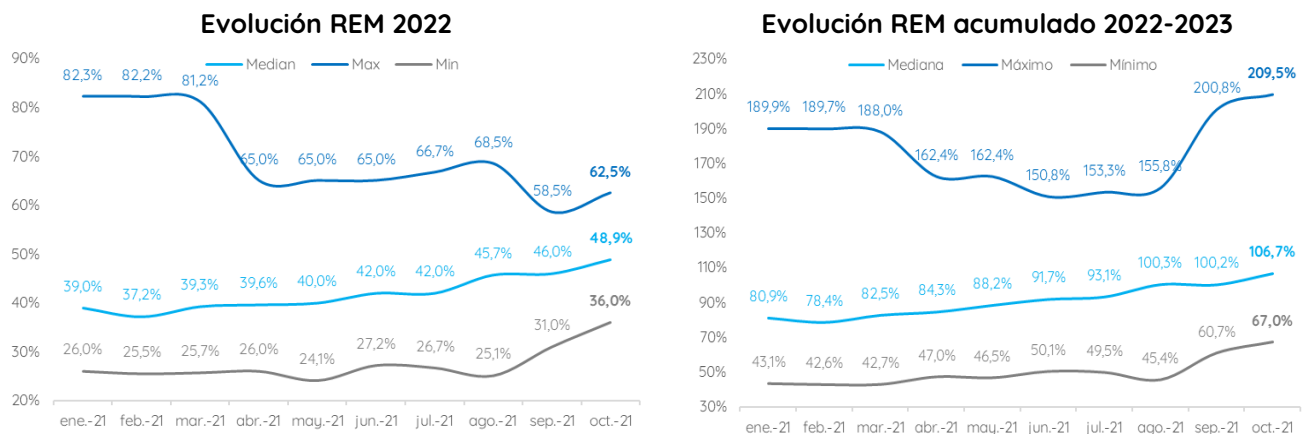
Una herramienta poco eficaz

El congelamiento establecido por la Secretaría de Comercio no obtuvo grandes resultados. El porcentaje de precios relevados de Alimentos dentro del Programa Precios Cuidados saltó de 4,7% a 7,3% (mayor congelamiento desde abril 2016). Esto sirvió para que los Alimentos suban 3,4% en vez de 3,7% (si “Precios Cuidados” no existiera). A su vez, esto tuvo un impacto de apenas 0.1 puntos porcentuales sobre el índice total (la inflación general hubiera sido 3,6% sin “Precios Cuidados”). Tal como esperábamos, el congelamiento tuvo una efectividad casi nula en la contención de precios.



Fuente: Portfolio Personal Inversiones (PPI)

Luego de la elección, el gobierno tendrá que elegir: i) qué tipo de ajuste realiza sobre el tipo de cambio (aceleración del crawling peg, desdoblamiento cambiario o salto discreto del oficial) y ii) el sendero de aumento de tarifas para reducir el déficit fiscal (en caso de haber acuerdo con el FMI). La inflación del REM esperada (mediana) para los próximos dos años subió 100% en la encuesta de septiembre (46% en 2022 y 37% en 2023) a 106% en la de octubre (48,9% en 2022 y 38,8% en 2023). La dispersión de la muestra para el período escaló de 60% - 201% (mínimo - máximo) a 67% - 210%. Nos orientamos a creer que la inflación se ubicará más cerca del techo del rango que de la mediana.



Fuente: Portfolio Personal Inversiones (PPI)

La demanda por cobertura dice presente, pero atención a los CER

No fue un buen dato el IPC de octubre que incluso podría empeorar según los breakevens de corto plazo que priceaba el mercado. La inflación mensual fue del 3,5% y se ubicó apenas por debajo del breakeven de inflación a diciembre (entre LEDE/LECER). Destacamos dos puntos interesantes para analizar. En primer lugar, el dato de octubre puede estar anticipando el inicio de un proceso de aceleración de la inflación, con un piso del 3,5%, dejando en evidencia que el mercado todavía

subestima la curva CER en el primer semestre del 2022. En este marco, los títulos CER 2022 rebotaron +0.4/+0.6% ayer y equipararon la performance diaria de los soberanos Dólar Linked 2022. El segundo punto es más complicado. A pesar de que el mercado está anticipando una menor inflación en los próximos meses, el spread CER/DL puede que todavía no sea suficiente para compensar un fuerte salto en el tipo de cambio oficial.

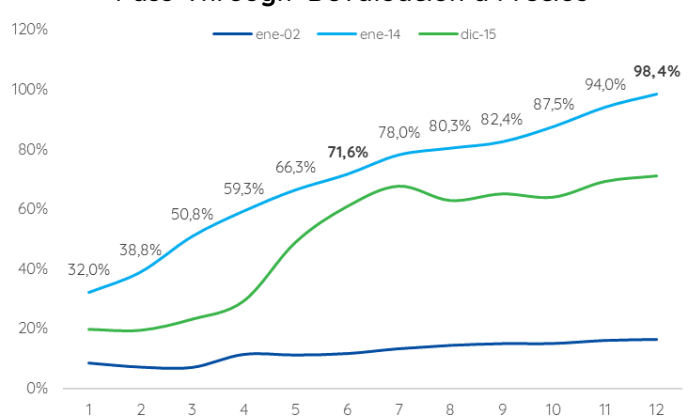
Como venimos remarcando, la demanda por cobertura viene profundizándose de forma acelerada. Sin embargo, **consideramos atractivo diversificar la cobertura incluyendo bonos CER de mediano plazo (TX23/TX24)** por las siguientes dos razones: 1.- Su buena liquidez, “carry” y menor riesgo de rollover (comparado con vencimientos en Feb.22/May.22); 2.- Creemos que el ‘pass through’ (transmisión de la devaluación del tipo de cambio a los precios) en 2022 será mayor al observado en 2014. En ese momento, Kicillof buscó reducir la brecha mediante una aceleración del crawling-peg que terminó en un abrupto salto del tipo de cambio oficial ante el aumento en la salida de reservas. En ese momento la inflación rondaba el rango de +24/+28%, y 6 meses después, el 71.6% del movimiento del FX había sido absorbido por los precios, y el 98.4% a los 12 meses.

Soberanos CER/DL Retorno Total

	Aug-21	Sep-21	Oct-21	MTD	YTD
TX22	3,0%	2,3%	3,6%	0,8%	41,0%
TX23	2,4%	2,6%	5,6%	0,7%	48,4%
TX24	0,7%	2,6%	7,1%	1,3%	56,3%
TX26	1,3%	1,9%	7,5%	-1,4%	54,1%
DICP	1,4%	0,4%	7,1%	0,9%	46,6%
T2V1	1,0%	2,1%	2,5%	0,8%	11,4%
TV22	1,1%	4,7%	2,1%	2,1%	20,2%
T2V2	3,5%	2,8%	3,2%	3,3%	9,6%
TV23			8,2%	-0,3%	7,9%

Fuente: Portfolio Personal Inversiones (PPI)

‘Pass-Through’ Devaluación a Precios



Lucas Caldi
Team Leader of Research on Capital Markets
lcaldi@portfoliopersonal.com

Marcelo Romano
Chief Economist
mromano@portfoliopersonal.com

Emiliano Anselmi
Senior Economist
eanselmi@portfoliopersonal.com

Santiago Wright
Senior Economist
swright@portfoliopersonal.com

Alejo Lerner
Junior Analyst
alerner@portfoliopersonal.com

Pedro Siaba Serrate
Fixed Income Strategist
psiabaserrate@portfoliopersonal.com

Gloria Patrón Costas
Fixed Income Analyst
gpatroncostas@portfoliopersonal.com

Martina Pozzo
Analyst
mpozzo@portfoliopersonal.com

This document is property of PP Inversiones S.A. ("PPI"), and this material must not be copied, reproduced, distributed or passed to others at any time without the prior written consent of the PPI. This report is for information purposes only, and has been based on publicly available information. PPI have not verified its veracity, integrity or accuracy, or have not independently verified the information contained herein, nor do PPI make any representation or warranty, either express or implied, as to the accuracy, completeness or reliability of the information contained in this presentation. All opinions and estimates expressed herein are subject to change without any notice. This presentation is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell any securities or related financial instruments through PPI. Any person interested in analyzing and, where appropriate, operating any securities described here, should consult the information contained in their issuance documents. The information provided here has been made exclusively for the Argentine Republic, and should not be construed as intended to any other jurisdiction or territory. It is noted that part of this document's information is constituted by future estimations. Due to risks and uncertainties, the actual results or the performance of any securities may significantly differ from what future estimates express. The information contained in this report is subject to changes and modifications, and cannot be deemed final by those persons who are acquainted with it. The recipient must rely exclusively on his own investigation, evaluation and independent judgment to make an investment decision regarding any securities. Past performance are an indicator and do not imply, under any circumstances, promises of future returns. PPI is a Clearing and Settlement Agent of its own, registered under registration number 686, and it is also an 'FCI' Integration and Distribution Agent registered under registration number 73, of the CNV. In addition, PPI is a member of Bolsas y Mercados Argentinos S.A. (BYMA), ROFEX S.A, Mercado Abierto Electrónico S.A. (MAE), and Mercado Argentino de Valores S.A. (MAV). In particular, it must be kept in mind that investments in mutual fund's shares do not constitute deposits in the fund's custodians for the purposes of the Financial Entities Act, nor do they have any of the guarantees that such sight or term deposits may enjoy in accordance with the applicable legislation and regulations on deposits in financial institutions. Likewise, the custodian o agent of mutual funds are prevented by Central Bank of the Argentine Republic' rules from assuming, expressed or implied, any commitment regarding the maintenance, at any moment, of the invested capital's value, of the performance, of the redemption's value of the shares, or granting liquidity for that purpose.