



FMI e inflación: arrancó 2024

Resumen y conclusiones

La semana económica estuvo marcada por dos hechos salientes: el dato de inflación de diciembre y la renovación del acuerdo con el FMI. En una coyuntura tan convulsionada, las interpretaciones se han dispersado bastante, dejando la visión “de consenso” en un lugar menos obvio que en cualquier otro momento reciente.

En el primer dato convergen una parte importante de los resultados del primer mes de gobierno de Milei. El pasaje a precios del shock cambiario todavía no terminó de manifestarse, pero cuando se lo compara con otras experiencias se advierte que está siendo relativamente eficaz para realinear algunos precios relativos. Hacia adelante, será clave la persistencia inflacionaria (y su tolerancia social).

Por su parte, el restablecimiento del acuerdo con el FMI ofrece rasgos clave de perspectiva para los próximos meses. El principal mensaje que deja el comunicado con el FMI es que el organismo decidió acompañar el accionar del gobierno, sin aportar mucho en términos de iniciativa y compromisos y anotándose como uno más en la lista de los que esperarán para ver.

José M. Echagüe
Estratega

Isaías Marini
Analista

Melina Costanzo
Analista

+54 11 2206 2206

Avda. Ortiz de
Ocampo 3302
WO Barrio Parque
Bureaux Módulo IV
3er Piso
C1425DFE

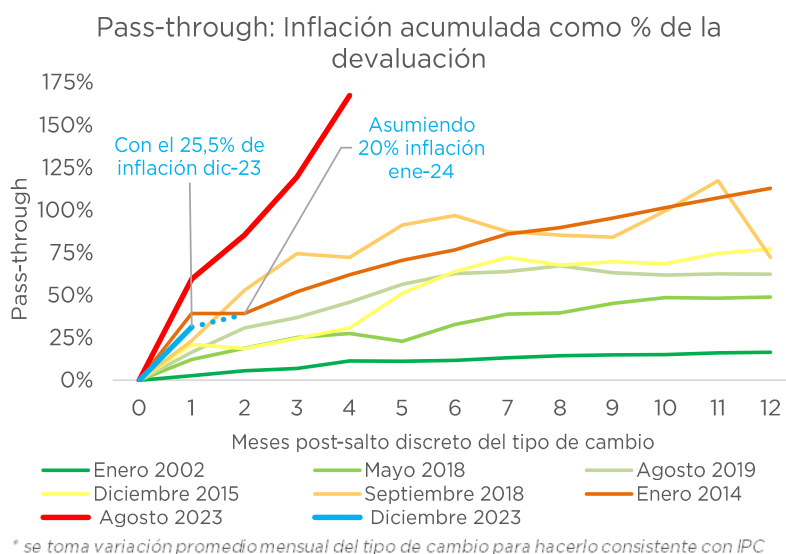
FMI e inflación: arrancó 2024

El dato de inflación de diciembre y la renovación del acuerdo con el FMI son los dos hechos salientes de la semana económica. En el primer dato (inflación) convergen una parte importante de los resultados del primer mes de gobierno de Milei y sobre el segundo pueden advertirse rasgos clave de perspectiva de los próximos meses. En una coyuntura tan convulsionada las interpretaciones se han dispersado bastante, dejando la visión “de consenso” en un lugar menos obvio que en cualquier otro momento reciente.

Empecemos por analizar el dato de inflación. El peor registro de variación de precios desde la salida de la hiper de 1990 encierra muchos mensajes que requieren de un ajuste por nominalidad. Destacamos 3 puntos:

- **Tolerancia social:** El impacto sobre ingresos, nivel de actividad e indicadores sociales es evidente por sí mismo y su importancia es imposible de subestimar. La tolerancia social al shock por el momento es inéditamente alta si la medimos por la imagen del gobierno y por la escasa aprobación que ha despertado hasta aquí la convocatoria al primer paro de la CGT. Esta variable, volátil por naturaleza, será clave para poder proyectar el éxito en la batalla contra la inflación. Allí también se guarda la llave de la gobernabilidad.
- **Persistencia:** el 25.5% de diciembre tiene dos componentes que no serán recurrentes y que fueron determinantes para ese desenlace: el recambio presidencial (el ajuste de precios post balotaje donde se cayeron todos los controles de precios fue vertiginoso) y el salto del 118% del tipo de cambio oficial a mitad de mes produjo un shock de precios relativos notable que todavía no terminó de manifestarse. Todavía es muy temprano para sacar una conclusión, pero cuando se compara el pasaje a precios del shock cambiario con otras experiencias se advierte que esta está siendo relativamente eficaz para realinear (algunos) precios relativos. La estabilización de los precios en enero que muestran varios indicadores de alta frecuencia en rubros importantes (alimentos creció al 3.4%) en los primeros días de enero es una señal positiva. Dicho esto, el pronóstico del REM de 25% para enero deja en claro que la inercia inflacionaria puede ser todavía muy fuerte. Y algo importante a tener en cuenta es que, debido al atraso de tarifas y de otros servicios, la participación de los regulados en el IPC está hoy en mínimos históricos (14.4%), incluso por debajo de fines de 2015, por lo que su realineamiento a niveles de mediados de 2019 (post sinceramiento tarifario) implicaría una suba real de los mismos de más de 70%.

FMI e inflación: arrancó 2024



- **Interpretación precoz:** estamos forzados a tener una primera impresión de los datos, pero en el caso de la inflación esto es especialmente delicado para usarlos como termómetro de lo que viene. La inflación es un fenómeno esencialmente macroeconómico y por ello la clave para poder anticipar su evolución es mirar la dirección y consistencia que tengan las políticas monetaria y fiscal en los próximos meses, así como la velocidad a la que se normaliza el comercio exterior. A eso debemos agregarle en este caso los efectos pretendidos que tendrán el DNU y la ley ómnibus sobre la esfera microeconómica. Hasta aquí, el impacto de estas solo puede calibrarse a través de las expectativas, pero su verdadero canal de transmisión empezará a ser evidente recién en algunos meses.

El segundo dato de la semana estuvo dado por el restablecimiento del acuerdo con el FMI que estaba caído en los hechos desde agosto del año pasado. Su restablecimiento es una buena noticia que llega justo en el peor momento, donde había empezado a agotarse la reacción positiva del mercado (caída de precios de bonos en USD y ARS y ampliación de la brecha cambiaria).

El principal mensaje que deja el comunicado con el FMI es que el organismo decidió acompañar el accionar del gobierno, sin aportar mucho en términos de iniciativa y compromisos y anotándose como uno más en la lista de los que esperarán para ver.

FMI e inflación: arrancó 2024

Concretamente: el acuerdo es en realidad un reflote del entendimiento firmado por Guzmán en 2022 cuyos errores de diseño fueron evidentes para la mayoría desde el comienzo, que resultaron disimulados por el escaso cumplimiento de los compromisos por parte de las autoridades argentinas hasta ago-23 y por su completa negación a partir de ese momento.

El blindaje de vencimientos hasta abril acordado con el FMI funciona en los hechos como un puente hasta la liquidación de la cosecha gruesa y también como una postergación para una evaluación más templada del respaldo político que obtenga el gobierno para aprobar el DNU y la ley ómnibus. En concreto, el FMI desembolsará los fondos correspondientes a la séptima revisión que debían realizarse en noviembre pasado por USD 3,344 millones (2,500 M de DEGs) y adelantará el desembolso previsto para marzo y parte del de junio por otros USD 1,338 millones (1,000 M de DEGs), cubriendo así todos los pagos previstos hasta abril, que suman poco más de 4,700 millones.

Pagos y desembolsos al FMI
en USD millones al tipo de cambio DEGs/USD actual

	Pagos	Desembolsos	Neto
2022	18.398	23.503	5.105
2023	20.812	12.704	-8.108
ene-24	1.967	4.682	2.715
feb-24	846	0	-846
mar-24	0	0	0
abr-24	1.956	0	-1.956
may-24	773	0	-773
jun-24	652	803	150
jul-24	0	0	0
ago-24	756	0	-756
sep-24	0	1.089	1.089
oct-24	0	0	0
nov-24	745	0	-745
dic-24	0	0	0
2024	7.695	6.573	-1.122

Fuente: Consultatio Financial Services en base a FMI

Hasta el vencimiento formal del programa en septiembre próximo, sería esperable que el FMI tenga un rol secundario en términos de iniciativa económica si las previsiones del gobierno finalmente se materializan. Queda la duda de cual podría ser el rol si la situación no prospera en esa dirección. Puesto sin eufemismos: si habrá fondos frescos en caso de que la situación no mejore o, más aún, si se deteriora.

FMI e inflación: arrancó 2024

Del comunicado del FMI, destacamos los principales puntos:

- **Parametrización light:** es llamativo la falta de precisiones cuantitativas alrededor de variables clave. En la mayoría de los casos, el documento recoge proyecciones informales o metas que el gobierno ya había anunciado por su cuenta, pero que no están ratificadas/desarrolladas en ningún lado. El caso más emblemático es el del objetivo de superávit fiscal, que implica una reversión de prácticamente 5 puntos del PBI cuyas fuentes siguen siendo inciertas. En distinta medida, lo mismo puede decirse del programa monetario y/o del programa financiero, cuyas referencias en el documento son muy generales.
- **Detalles faltantes:** otro aspecto llamativo del documento es la falta de detalles sobre temas clave que demandarán cambios en el corto plazo. El ejemplo más claro es el régimen cambiario, donde no hay ninguna referencia respecto al plazo en el que va a regir el *crawling peg*. Esta definición es central, porque asociada a ella vendrán otras definiciones: posibilidad de relajar el cepo, capacidad para acumular reservas, nivel de tipo de cambio real pretendido (atrasar el TCR 3 meses implicaría la necesidad de otro salto cambiario en marzo/abril).
- **Marco monetario:** otro dato muy llamativo del documento es la ausencia de referencias al actual esquema de tasas de interés negativas (hoy en niveles récord) que típicamente fueron una bandera de los acuerdos con el FMI en cualquier país y prácticamente en todo momento. Esta omisión adquiere más relevancia en el contexto donde se da el visto bueno también a la posibilidad de avanzar con un canje de vencimientos de deuda en pesos del tesoro por un monto de hasta USD 71,000 millones, según trascendió la semana pasada, y de pasivos remunerados del BCRA que aún después del desarme parcial que se registró en las últimas semanas, siguen siendo un problema considerable para el balance de la autoridad monetaria.

INSTITUCIONALES & PARTNERS

Ingrid Epp
iepp@consultatioinvestments.com

INSTITUCIONALES

Martín Deluca
mdeluca@consultatioinvestments.com

ATENCIÓN BANCA PRIVADA

Hernan Rodríguez
hrodriguez@consultatioinvestments.com

ATENCIÓN MINORISTA

Adriana Caceres
asesores@consultatioinvestments.com

ESTRATEGIA

José Echagüe
jechague@consultatioinvestments.com

APERTURA DE CUENTA

apertura@consultatioinvestments.com

Nota de responsabilidad

El presente documento es propiedad de Consultatio Investment S.A. y Consultatio Asset Management Gerente de Fondos Comunes de Inversión S.A. (ambas en conjunto, "Consultatio"), no pudiendo su contenido ser modificado, transmitido, copiado, y/o distribuido sin el consentimiento expreso de Consultatio. El presente tiene un fin exclusivamente informativo y se ha basado en información proveniente de fuentes públicas, siendo que Consultatio no ha verificado su veracidad, integridad y/o exactitud, ni ha sometido la misma a un proceso de auditoría. Consecuentemente, Consultatio no efectúa declaración alguna, ni otorga garantía alguna, sobre la veracidad, integridad y/o exactitud de la información sobre la cual se basa este informe. Todas las opiniones y estimaciones aquí expresadas están sujetas a cambio sin previo aviso.

El presente no constituye asesoramiento en inversiones ni una invitación a operar con valores negociables a través de Consultatio. Cualquier persona interesada en analizar y, en su caso, operar los valores negociables aquí descritos, deberá consultar la información contenida en sus documentos de emisión. La información aquí inserta ha sido confeccionada exclusivamente para la República Argentina, no debiendo interpretarse destinado a cualquier otra jurisdicción o territorio. Se advierte que parte de la información del presente documento está constituida por estimaciones futuras. Debido a riesgos e incertidumbres, los resultados reales o el desempeño de los valores negociables podrían diferir significativamente de lo expresado en las estimaciones futuras. La información aquí contenida está sujeta a cambios y modificaciones y no puede ser considerada definitiva por aquellas personas que tomen conocimiento de ella. El receptor deberá basarse exclusivamente en su propia investigación, evaluación y juicio independiente para tomar una decisión relativa a la inversión en valores negociables.

Consultatio Investments S.A es Agente de Colocación y Distribución de Fondos Comunes de Inversión Matrícula N° 18 Disposición N° 3190 de fecha 23-12-2016 , Agente de Liquidación y Compensación Integral Matrícula N° 351 Resolución N° 19996 de fecha 23-01-2019 y Agente de Colocación y Distribución Integral de Fondos Comunes de Inversión Matrícula N° 47 Disposición N° 3321 de fecha 29-05-2017 , en todos los casos de la CNV. Los rendimientos pasados manifestados por valores negociables son un indicador y no implican, bajo ningún concepto, promesas de rendimientos futuros.

Los rendimientos pasados manifestados por valores negociables son un indicador y no implican, bajo ningún concepto, promesas de rendimientos futuros. En particular ha de tenerse presente que las inversiones en cuotas partes de fondos comunes de inversión no constituyen depósitos en el agente de custodia de tales fondos a los fines de la Ley de Entidades Financieras ni cuentan con ninguna de las garantías que tales depósitos a la vista o a plazo puedan gozar de acuerdo a la legislación y reglamentación aplicables en materia de depósitos en entidades financieras. Asimismo el agente de custodia los fondos comunes de inversión se encuentra impedido por normas del Banco Central de la República Argentina de asumir, tácita o expresamente, compromiso alguno en cuanto al mantenimiento, en cualquier momento, del valor del capital invertido, al rendimiento, al valor de rescate de las cuotas partes o al otorgamiento de liquidez a tal fin.