

¿Baja o no baja?

Resumen y conclusiones

La inflación volvió a desacelerar y marcó el resultado más bajo desde ene-22, en línea con lo que venía anunciando el gobierno. A contramano, la núcleo aceleró en el margen manteniéndose en los niveles de los últimos dos meses: ¿comienza a dificultarse la desinflación?

La respuesta no es tan evidente, pero el mercado se mostró confiado en que el plan de desinflación del equipo económico para los próximos meses será exitoso. Los resultados de la licitación del Tesoro lo reflejan bien, con una extensión de los plazos y una tasa mínima que se encuentra por debajo del 4.0% TEM.

Nuestra visión es que la desinflación tiene algo más para dar siempre que se mantenga la credibilidad del ancla fiscal y que no surjan interrupciones por el lado cambiario. Sin embargo, nuestro escenario de unificación cambiaria implica una aceleración transitoria hacia fin de año y es por ello que seguimos viendo valor en la curva CER.

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

¿Baja o no baja?

La inflación volvió a desacelerar y, como venía anunciando el gobierno, resultó en el registro más bajo desde ene-22. Con una suba promedio de 4%, el resultado fue algo superior a las expectativas del mercado (3.9% según la mediana del REM) y del propio gobierno, que la estimaba en 3.7%. El rebote de los bonceres (4.3% en la última semana) respondió a este resultado, que aún positivo, superó la expectativa oficial.

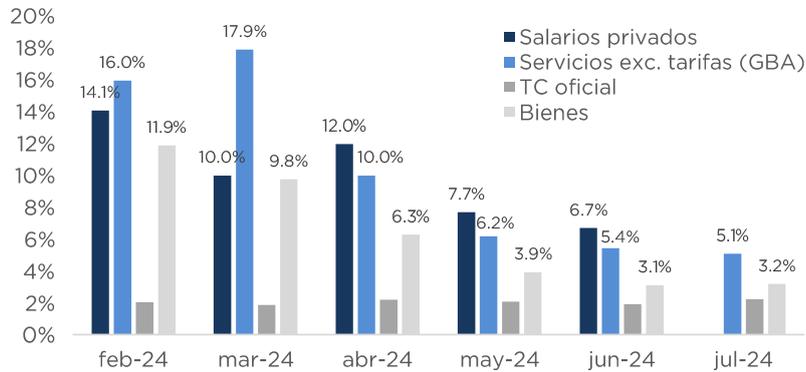
A contramano, la inflación núcleo aceleró en el margen hasta 3.8% y se ubicó cómodamente por encima de la estimación del BCRA de 3.2%, manteniéndose así en los niveles de los anteriores dos meses: ¿comienza a dificultarse la desinflación? La respuesta no es tan evidente, pero los bienes y servicios continúan exhibiendo una dinámica dispar que ayuda a responder este interrogante.

La inflación en bienes resultó en 3.2%, una décima por encima de junio por efecto de las heladas sobre algunos alimentos estacionales, pero sin este efecto transitorio podemos esperar que en agosto continúe a la baja. Con un componente de transables (importados y exportables) muy superior al de los servicios, la transmisión del ancla cambiaria resulta mucho más efectiva. La baja de la alícuota del impuesto PAIS a partir de septiembre podría generar un efecto a la baja que, si bien transitorio, podría ayudar a disminuir la inercia. La duda surge hasta qué punto es sostenible o deseable mantener un ritmo de devaluación inferior a la inflación con un tipo de cambio real que ya luce atrasado.

En los servicios la historia es diferente, pues la efectividad del ancla cambiaria es menor y la inercia responde en mayor medida a los ajustes salariales, en gran medida retrospectivos. Incluso eliminando el efecto directo de los incrementos tarifarios y del transporte público, se observa que los servicios corren cómodamente por encima de los bienes. Pero esta inercia no es infinita, y se podría esperar que se modere en la medida que los salarios terminen de recuperar la pérdida de poder adquisitivo tras la devaluación (a junio, los salarios formales privados se ubicaban -4.7% por debajo del nivel de nov-23).

¿Baja o no baja?

Evolución de la nominalidad
Variaciones mensuales promedio



Fuente: Consultatio Financial Services en base a INDEC

Por otro lado, el reajuste de precios relativos aún no ha finalizado, y si bien no es presumible que volvamos a la misma estructura de precios que a mediados de 2019, para el caso de las tarifas de servicios públicos y transporte sí resulta un buen punto de referencia, considerando que el costo fiscal de los subsidios económicos de entonces representaba cerca de medio punto del PBI menor al actual. En el caso de los servicios públicos, el atraso con respecto al índice general de precios es de 32%, inferior al 54% registrado en enero, de acuerdo al índice de vivienda, agua, electricidad y otros combustibles (que también incluye alquileres y otros gastos), y su regularización aportaría unos 5 puntos extra a la inflación general. Si pensamos, además, que la estructura tarifaria de la energía está en gran parte determinada en dólares nominales, el atraso de 32% luce exagerado, porque a ello habría que descontarle el 22% de la inflación estadounidense acumulada desde entonces.

Precios relativos: variación relativa vs IPC
Desde jul-19, divisiones del IPC Nacional y otros

	nov-23	dic-23	ene-23	feb-23	mar-23	abr-23	may-23	jun-23	jul-23
Alimentos y bebidas no alcohólicas	13.5%	17.3%	17.1%	15.7%	15.3%	12.3%	13.0%	11.3%	10.4%
Bebidas alcohólicas y tabaco	-3.3%	-7.3%	-7.0%	-3.3%	-2.2%	-5.2%	-2.9%	-5.3%	-3.4%
Prendas de vestir y calzado	38.4%	29.4%	20.0%	13.7%	13.6%	14.4%	13.7%	11.7%	9.1%
Vivienda, agua, electricidad y otros combustibles	-46.4%	-51.4%	-54.0%	-51.2%	-50.2%	-37.9%	-38.9%	-33.3%	-32.0%
Equipamiento y mantenimiento del hogar	8.0%	12.5%	14.1%	11.2%	5.2%	2.9%	2.0%	-0.2%	-0.8%
Salud	1.0%	6.7%	6.6%	6.9%	8.1%	8.4%	4.7%	4.9%	6.7%
Transporte	-12.8%	-8.5%	-4.2%	2.8%	4.7%	2.2%	2.0%	1.4%	0.0%
Comunicaciones	-36.5%	-41.5%	-39.3%	-33.2%	-30.2%	-26.8%	-24.0%	-23.4%	-23.8%
Recreación y cultura	4.5%	0.1%	2.9%	-1.3%	-3.5%	-5.0%	-4.7%	-3.7%	-2.2%
Educación	-27.2%	-38.3%	-48.4%	-49.9%	-31.1%	-31.3%	-29.0%	-28.2%	-28.1%
Restaurantes y hoteles	20.6%	16.9%	15.8%	13.6%	10.9%	9.3%	10.7%	12.5%	15.2%
Bienes y servicios varios	-16.8%	-12.0%	5.4%	8.5%	7.1%	4.0%	4.1%	2.3%	1.7%

Fuente: Consultatio Financial Services en base a múltiples fuentes. Est. salarios formales ene-23 15% m/m, inf. 11%

¿Baja o no baja?

Nuestra visión es que la desinflación tiene algo más para dar siempre que se mantenga la credibilidad del ancla fiscal y que no surjan disrupciones por el lado cambiario. Con una determinación estoica en el equilibrio de las cuentas públicas, el frente cambiario es el que consideramos el mayor riesgo. Con la actual política de intervención en el paralelo, entendemos que es mucho más probable que las tensiones se expresen como una pérdida mayor de reservas que por una ampliación de la brecha, asique es a ello a lo que debemos estar atentos. Los meses más desafiantes son septiembre, octubre y noviembre, donde se juntan los pagos de importaciones, la baja del impuesto PAIS, una actividad económica algo más pujante, un tipo de cambio más apreciado y el piso estacional de las exportaciones.

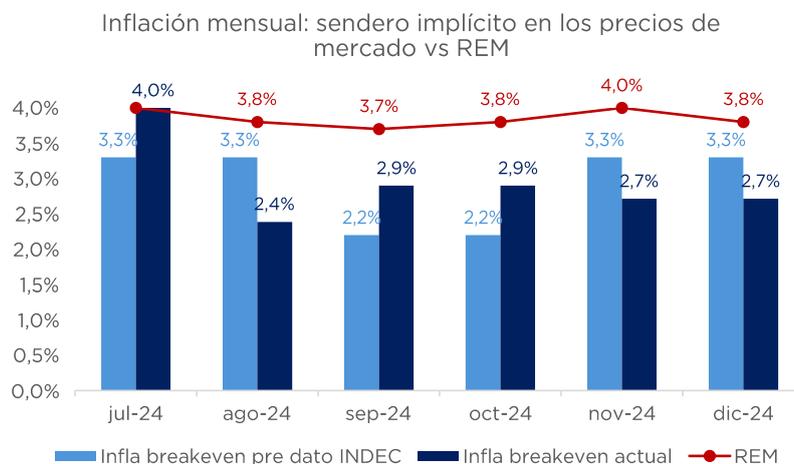
Por el lado monetario, con una política que aún no opera restrictivamente (la base monetaria tradicional creció más de 60% desde que se decidió fijar el target de base monetaria amplia) y con recuperación de la actividad económica, reducir la inflación por debajo del 2% en el mediano plazo, como espera el gobierno, luce sumamente desafiante.

El mercado también cree que hay margen para que la desinflación continúe, y los resultados de la licitación del Tesoro de este miércoles lo reflejan bien. En concreto, el MECON recibió ofertas por \$4.5 billones y licitó \$1.6 billones que adjudicó en su totalidad en la Lecap con vencimiento en jun-25 a una tasa mínima de 3.95% TEM, declarando desierta la licitación del resto del menú.

La intención del gobierno fue clara, pero lo destacable es que el mercado dio el visto bueno en dos sentidos: i) convalidó plazos más largos, y ii) aceptó una tasa mínima que se encuentra por debajo del 4.0% TEM. Dicho de otra manera, se mostró confiado en que el plan de desinflación del equipo económico para los próximos meses será exitoso.

Si además tenemos en cuenta la inflación implícita en los precios, esta visión se refuerza. En las últimas semanas el mercado incorporó en los precios un sendero de inflación para los próximos meses que, si bien corrigió levemente al alza tras la publicación del INDEC, juzgamos optimista. La inflación mensual *breakeven* es de 2.7% promedio de aquí a fin de año, en tanto que el REM proyecta una variación mensual promedio de casi 1 pp por encima. ¿Quién tiene razón?

¿Baja o no baja?



Fuente: Consultatio Financial Services en base a REM y estimaciones propias.

Según nuestro propio escenario base, tendemos a estar un poco más cerca de lo que espera el mercado, aunque con una inflación que está algo por encima, en especial para los meses de agosto, noviembre y diciembre, aunque en este último caso nuestro escenario de unificación cambiaría nos altera la comparación. Por esto, todavía preferimos en general la curva CER.

DIRECTOR COMERCIAL
Javier Marcus
jmarcus@consultatioinvestments.com

INSTITUCIONALES
Martín Deluca
mdeluca@consultatioinvestments.com

ATENCIÓN BANCA PRIVADA
Hernán Rodríguez
hrodriguez@consultatioinvestments.com

ATENCIÓN MINORISTA
Stefani Claros
sclaros@consultatioinvestments.com
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 descriptos, 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.