



La desinflación se toma un respiro

Resumen y conclusiones

La inflación acumula cuatro meses en el rango del 4%, un piso que parece difícil de perforar. El gobierno respondió al dato convalidando una suba de tasa de interés en la licitación de Lecaps por encima de las referencias de mercado secundario.

Identificamos tres razones que explican el estancamiento de la inflación. La primera es macroeconómica: la política monetaria no opera de manera restrictiva y las tasas de referencia se mantienen negativas en términos reales. La segunda es la recomposición de precios regulados que fueron pisados en la anterior gestión. La tercera se deriva de la inercia generada por ajustes retrospectivos, en particular de salarios.

El gobierno está ensayando instrumentos heterodoxos (tope a paritarias) para anclar la nominalidad y así reducir la inercia. Eso va a ayudar en el corto plazo, pero no es la solución. Para una baja más sostenida, una política monetaria restrictiva alineada con la política fiscal terminará siendo el instrumento más efectivo.

José M. Echagüe
Estratega

Isaías Marini
Analista

Melina Costanzo
Analista

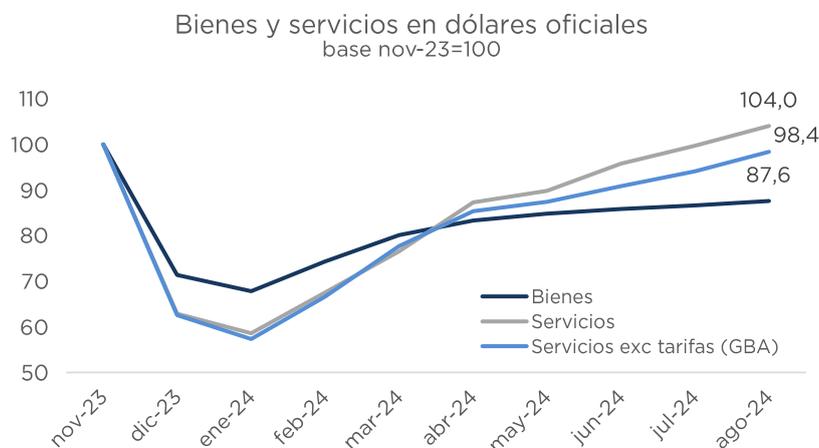
+54 11 2206 2206

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

La desinflación se toma un respiro

La desinflación se pausó. Con un registro de 4,2%, la inflación acumula cuatro meses en el rango del 4%, un piso que parece difícil de quebrar. Los regulados volvieron a liderar las subas, pero el dato negativo fue que la inflación núcleo (4,1%) aceleró 30 puntos básicos y superó el registro de los anteriores tres meses. En este contexto, en la licitación del miércoles el gobierno volvió a dar una señal de tasa, convalidando 30 puntos básicos en las lecaps por sobre las vigentes en el mercado secundario.

¿Cuál es el driver de este estancamiento en la inflación? Identificamos tres razones principales. La primera es macroeconómica: a pesar del objetivo nominal de la base monetaria, la política monetaria no opera de manera restrictiva y las tasas de referencia (incluyendo las lecaps) todavía se mantienen negativas en términos reales. La segunda es la recomposición de precios regulados, incluyendo tarifas y otros que fueron pisados en la anterior gestión. La tercera es propia de los procesos inflacionarios crónicos: la inercia, derivada de ajustes retrospectivos, le pone un piso a la inflación. Ello es especialmente cierto en los servicios, en los que la transmisión del tipo de cambio -que desde enero se mantiene con un ritmo de crawling del 2% mensual- es mucho menor: la inflación en dólares de los bienes promedió el 1,1% en los últimos tres meses, mientras que la de los servicios (excluyendo tarifas, en GBA) promedió el 4% en igual período. Medidos en dólares oficiales, los servicios (sin tarifas) se encuentran en promedio un 1,6% debajo de noviembre mientras que los bienes se encuentran un 12,4% por debajo.



Fuente: Consultatio Financial Services en base a INDEC y BCRA

La desinflación se toma un respiro

Una parte de esta inercia se explica por la dinámica salarial, que en buena medida refleja la inflación pasada. El gobierno es consciente de ello y comenzó a mostrar vestigios heterodoxos dentro de su programa de estabilización. En este sentido, las autoridades avisaron a los sindicatos que desde octubre no homologarán incrementos por encima del 2%, pero algunas paritarias ya definidas superaron ese techo. En junio, los salarios privados crecieron 6,7% y estimamos que se movieron en el rango del 5% entre julio y agosto. En septiembre bajarían un escalón más, con incrementos pautados que rondan el 4%.

Paritarias acordadas

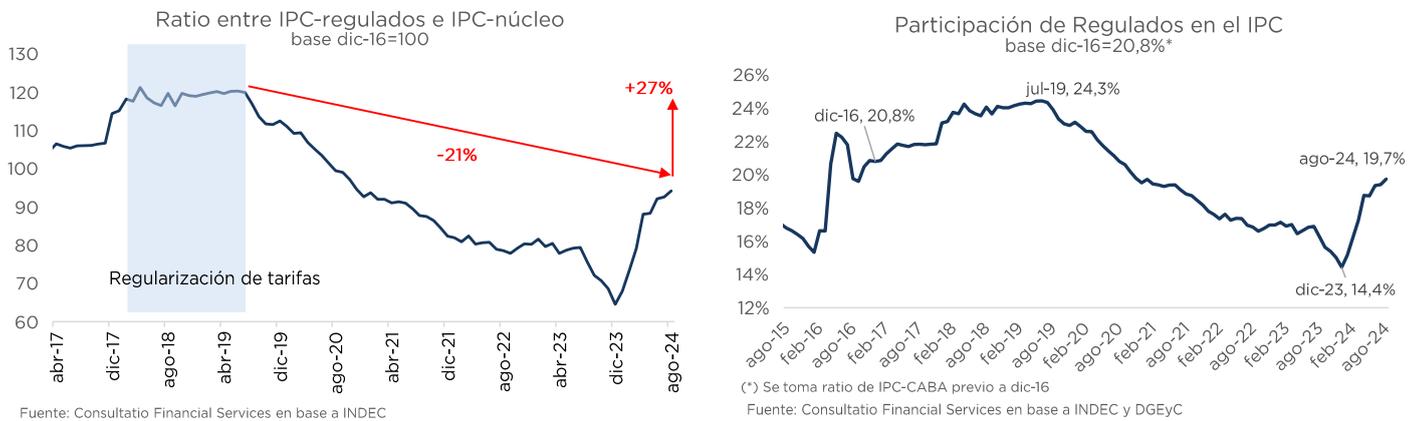
	sep-24	oct-24	nov-24	dic-24
Comercio	3,8%			
Metalúrgicos	2,5%	2,5%		
Maestranza	4,0%	3,0%	3,0%	2,0%
Construcción	5,0%	4,0%		
Camioneros	4,0%	4,0%	3,0%	
Encargados de edificio	4,5%			
Aceiteros	26,0%			
Fideeros	4,0%	4,0%	5,0%	
Avícolas	3,2%			
Trabajadores domésticos	4,0%			
Entidades deportivas	5,0%	6,0%		
Seguros generales	7,5%			
Médicos privados	4,0%			

Fuente: Consultatio Financial Services en base a múltiples fuentes.

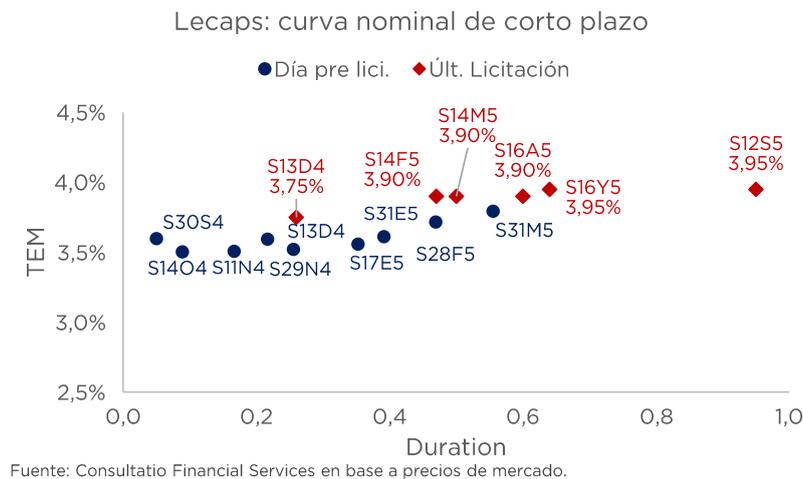
La situación es diferente para el caso de los empleados públicos: el gobierno ofreció un incremento del 2% en septiembre y de 1% en octubre, pero congelando los salarios en noviembre y diciembre.

A pesar del estancamiento de la inflación, existe un aspecto positivo que se mantiene en los últimos meses: los regulados continúan aumentando por encima de la inflación núcleo y su realineamiento ha adquirido una velocidad comparable a los primeros meses de la gestión de Mauricio Macri. El atraso relativo con respecto al período de referencia del 1S-2019 (*benchmark* utilizado ampliamente porque no había precios controlados ni atraso tarifario) ya es de sólo un 21%. Regresar a esta estructura de precios de referencia implicaría una suba de 27% de los regulados por sobre la canasta núcleo, lo que entre efectos de primera y segunda ronda adicionaría cerca de 7 puntos a la inflación general.

La desinflación se toma un respiro



El gobierno respondió al dato: en la primera licitación del mes volvió a convalidar una tasa de interés que resultó superior a los precios de referencia del mercado secundario, 3,95% TEM versus 3,90% respectivamente. Por otro lado, durante la rueda posterior a la licitación, la curva de rendimientos de las Lecaps se acomodó un escalón más arriba con una compresión de precios que alcanzó el 0,2% promedio.



La desinflación tiene algo más para dar, pero en el corto plazo la continua realineación de los precios relativos y la inercia de los servicios le pondrá un piso a la inflación general. En este sentido, la baja del impuesto PAIS, que podría derivar en un descenso de 0,5-0,7 puntos en la inflación será en buena medida compensada por los ajustes tarifarios y de otros regulados pautados para el corriente mes.

La desinflación se toma un respiro

Sin embargo, para el mediano plazo podemos ser más optimistas. Con ajuste fiscal y precios realineados, el pasaje a precios de un salto cambiario en una eventual unificación podrá ser significativamente menor al de los últimos dos episodios. La flexibilidad que está comenzando a mostrar el gobierno para anclar la nominalidad salarial probablemente ayude a reducir la inercia. Pero se necesitará una política monetaria más dura para que finalmente llegue a los niveles del 1-2% que el ministro buscaba para el corriente mes.

La dinámica de precios observada en la rueda de ayer (caída de Lecaps y bonos CER) sugiere que el mercado otorga mayor importancia a las acciones del Tesoro que al dato de inflación, aunque con la desinflación desacelerándose queda claro que el carry sigue favoreciendo a los títulos ajustables por CER. Sin embargo, el premio convalidado en la última licitación aumenta el atractivo de las Lecaps en el corto plazo, especialmente en los títulos de tramo medio de la curva que presentan retornos al vencimiento superiores a la inflación proyectada para los próximos meses. En la actualización del investment case del fondo Consultatio Balance (ver [enlace](#)) publicada ayer, analizamos esta perspectiva con mayor detalle.

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 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 cuotapartes 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 cuotapartes o al otorgamiento de liquidez a tal fin.