



## Un cóctel para mantener la inflación alta

### Resumen y conclusiones

El temerario dato de inflación de marzo estará seguramente en el podio de los 3 registros más altos de los últimos 30 años. Sin embargo, lo verdaderamente especial del dato es que se trata de un registro cualitativamente distinto a cualquiera de sus tristemente célebres precedentes: no surge como el efecto de un shock cambiario.

Con la aceleración de esta semana del ritmo de devaluación del tipo de cambio en alrededor de 20 puntos porcentuales (de 40% a 60% TEA) y la inminente convocatoria a revisión de tarifas, la economía perderá las últimas dos anclas nominales que le quedaban.

La falta de un plan antinflacionario en el acuerdo con el FMI que permita contener expectativas es hoy más cara que nunca para la economía. Al mismo tiempo, es una variable de ajuste útil para el gobierno para no incumplir algunas de sus metas relevantes.

Mercados: esta semana los flujos hacia la región comenzaron a revertirse y ratificamos nuestra visión alcista con respecto a la brecha.

**José M. Echagüe**  
Estratega

**Tomas Ruiz**  
**Palacios**  
Estratega de Renta Fija

**Melina Costanzo**  
Analista

**Dan Gonen**  
Analista

+54 11 2206 2206

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

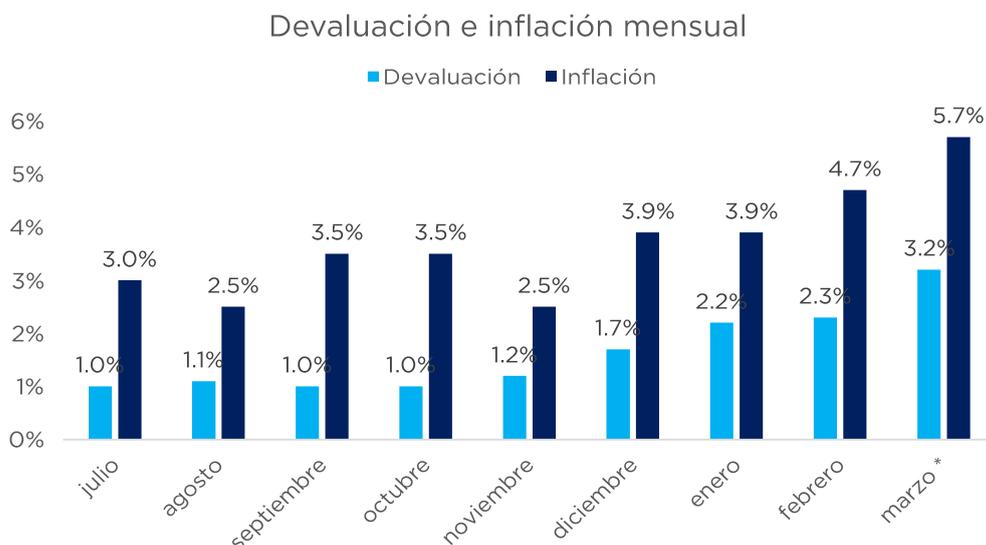
## Un cóctel para mantener la inflación alta

### Levantando anclas cuando arranca la tormenta: tipo de cambio

La postergación de un plan integral para atacar la inflación (el acuerdo con el FMI no lo es) deja al gobierno expuesto a que el hilo se termine cortando por lo más delgado. Esta es la única explicación que tiene el hecho de que el gobierno haya decidido aumentar más de 20 puntos porcentuales el ritmo de devaluación (de 40% a 60% de TEA) justo en el momento en el que el problema inflacionario se vuelve más crítico.

Repasemos los hechos. En 2021 la devaluación oficial del tipo de cambio fue del 22.3%, una cifra que estuvo bastante por debajo de la inflación (50,9%). Si bien la inflación de nuestros socios comerciales ayudó a mitigar la pérdida de competitividad, el TCRM (tipo de cambio real multilateral) se deterioró -17.6%. Debido a la fuerte relevancia que tienen en nuestra economía los insumos y productos finales importados, atrasar el tipo de cambio es un método que se suele usar en periodos electorales para contener la inflación y permitir que los salarios recuperen poder adquisitivo (en 2021 el RIPTE -remuneración promedio- arrojó una suba del 53,4%).

Para sorpresa de muchos, esta “ancla cambiaria” se mantuvo incluso luego de las elecciones, con un deslizamiento cambiario que siguió por debajo de la evolución de la inflación.



Dato de marzo estimado. Fuente: Consultatio elaboración propia.



## Un cóctel para mantener la inflación alta

### Tarifas: otro ancla que se leva

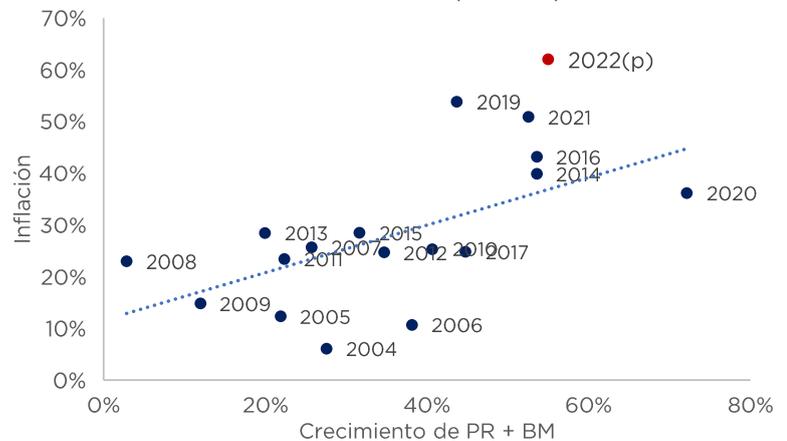
La segunda ancla que venía conteniendo la inflación eran las tarifas: en 2021, el aumento promedio para el servicio de electricidad fue de 9% y el de gas de solo 6%. El problema es que el gobierno debe convocar este mes a las audiencias públicas de gas y electricidad si quiere aplicar a partir de junio los nuevos cuadros tarifarios que acordó con el FMI.

En las próximas semanas, la economía pierde las dos anclas que le quedaban para contener la inflación. El punto de partida no podría ser más desafiante: desde hace ya un tiempo nuestros modelos predictores vienen subestimando la inflación, reflejando que las variables que tradicionalmente habían sido efectivas para anticipar la dinámica (tipo de cambio, salarios, oferta monetaria) están perdiendo significación, para dar lugar a una situación como la que se concretara en marzo: un registro de inflación que muy posiblemente esté en el podio de los 3 peores de los últimos 30 y que no haya surgido como un shock a ninguno de estos determinantes (no hubo shock cambiario, salarios reales están cayendo y los agregados monetarios se están contrayendo en términos reales).

Inflación vs. Salarios y Tipo de cambio  
prom. últ. 6 meses en TEAs



Inflación vs. crecimiento anual de Pasivos BCRA (PR+BM)



Fuente: Consultatio elaboración propia.

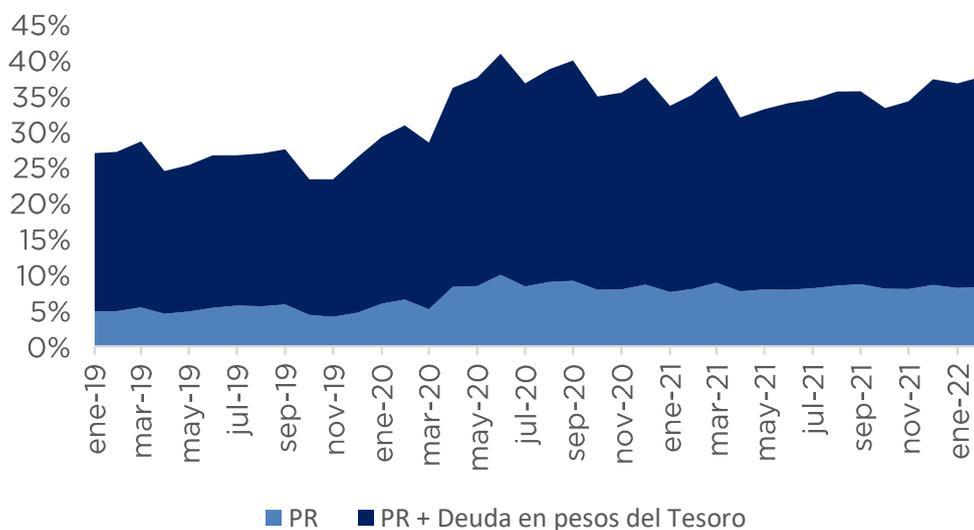
## Un cóctel para mantener la inflación alta

Si bien los determinantes últimos de esta dinámica no son evidentes, sí podemos afirmar que estamos ante un punto de inflexión en el proceso inflacionario donde las expectativas están jugando un rol cada vez más determinante. Por esta razón, la falta de un plan integral contra la inflación agravada por un nivel de disputa interno en el gobierno alrededor de este tema se vuelve crítica y presagia que el aumento de la inflación no tendrá una reversión inmediata.

### La paradoja: el problema inflacionario contiene los desequilibrios

Como planteamos previamente en otros weeklys, la inflación es la variable de ajuste que permite contener los desequilibrios que no se encarar en el programa con el FMI. Una sorpresa alcista en materia inflacionaria permite mitigar el déficit fiscal (gracias a que los ingresos indexan por la inflación presente y parte de los gastos por la inflación pasada) y a su vez licuar la deuda en moneda doméstica. De hecho, si sumamos el stock de pasivos remunerados a la deuda en pesos del tesoro, notamos que ese monto se mantuvo estable como porcentaje del PBI, lo cual es muy destacable considerando que el Tesoro viene financiando parte del déficit con nueva deuda en el mercado doméstico.

Evolución de pasivos remunerados y deuda en pesos del Tesoro como % del PBI

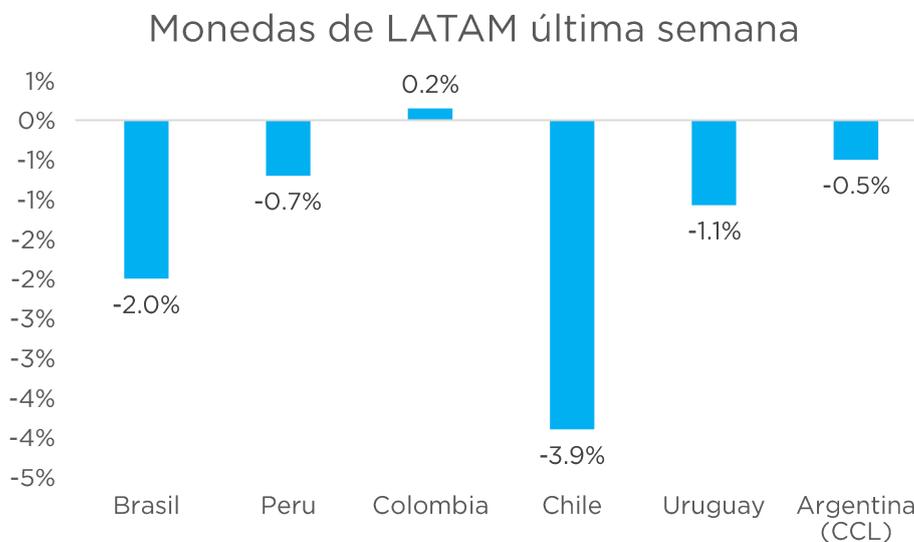


Fuente: Consultatio elaboración propia.

## Un cóctel para mantener la inflación alta

### Mercado: Los flujos comenzaron a revertirse

En el weekly de la semana pasada (ver [link](#)) sostuvimos que los flujos a la región salvaron a los flujos fundamentales macro de argentina. Esta semana, tras conocerse sólidos datos de empleo en EE. UU. (desempleo cayó a 3,6%) y una postura aún más agresiva de la FED, presenciamos un atisbo de reversión.



Mantenemos nuestra predilección por la curva CER (sobre todo el tramo largo de las LECERES) dado los fuertes riesgos alcistas de la inflación. Seguimos recomendando cobertura con brecha por sobre dolar linked incluso tras el aumento del ritmo devaluatorio.

**INSTITUCIONALES & PARTNERS**

**Ingrid Epp**  
iepp@consultatioinvestments.com

**INSTITUCIONALES**

**Martín Deluca**  
mdeluca@consultatioinvestments.com

**ATENCIÓN BANCA PRIVADA**

**Alejandro Gorostiaga**  
agorostiaga@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 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.