

SE FRENÓ LA BAJA DE LA INFLACIÓN Y CONTINÚA LA POBRE PERFORMANCE DE ACUMULACIÓN DE RESERVAS A PESAR DE LA BAJA DE LA BRECHA CAMBIARIA

La baja de la inflación muestra sus límites a partir de la dinámica en los precios de los servicios

En agosto la tasa de inflación mensual alcanzó el 4,2% e interrumpió un proceso de siete meses consecutivos de bajas mensuales, llevando el nivel de la inflación al mismo registro que en mayo pasado. La tasa de inflación interanual alcanzó el 236,7% mientras que en el acumulado del año 2024 sumó 94,8%.

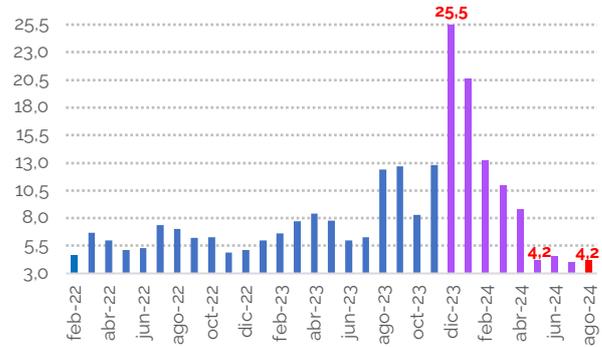
Al observar la denominada "inflación núcleo", que excluye los precios de estacionales y regulados, se advierte un freno en la baja del ritmo de la desinflación, tanto en el registro de agosto (4,1%) como si se considera el promedio móvil de 3 meses (3,9%).

En tanto que al descomponer la dinámica de la inflación entre los precios de los bienes respecto a los servicios se advierte una mayor persistencia en el ritmo de suba de estos últimos. Pasada la devaluación del tipo de cambio oficial en diciembre pasado que conllevó un salto del tipo de cambio de 118%, desde febrero pasado los servicios han mostrado un aumento promedio de 9,8% respecto al 4,9% en los bienes.

La estabilidad del ritmo de depreciación mensual del 2% del tipo de cambio desde entonces, junto a la contracción de la actividad, ha contribuido a moderar la suba de precios de los bienes.

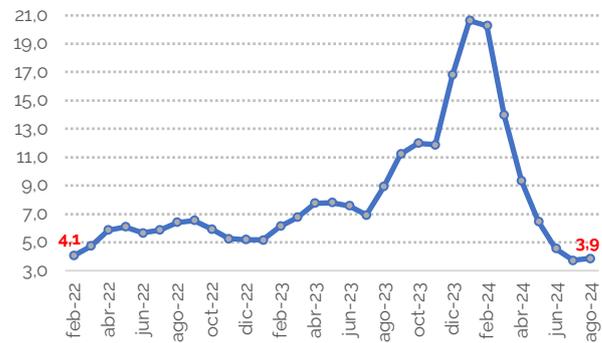
Sin embargo, en la dinámica de los servicios la fijación de precios parece estar más influida por el ritmo de recuperación de los salarios y de los márgenes empresarios.

Tasa de inflación minorista (IPC)
Variación mensual, en %



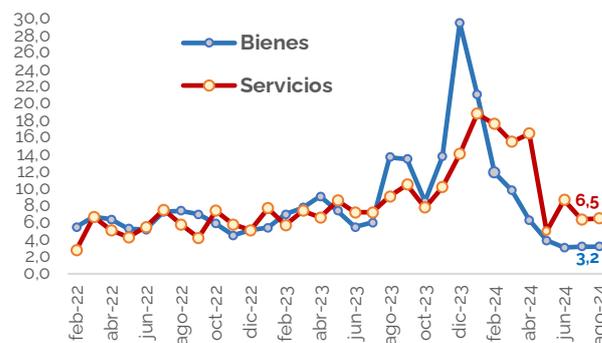
FUENTE: @SuramericanaV en base a INDEC.

Tasa de inflación mensual "núcleo"
Promedio móvil de 3 meses, en %



FUENTE: @SuramericanaV en base a INDEC.

Tasa de inflación de Bienes y Servicios
Variación mensual en %



FUENTE: @SuramericanaV en base a INDEC.

Al considerar la ponderación de los servicios en los “capítulos o divisiones” que componen el índice de precios al consumidor, se advierte el mayor peso de aquellos que han tenido un mayor incremento de precios desde la devaluación. Algunos con regulación por parte del Gobierno (Educación, Servicios públicos y Salud principalmente) y otros que se vinculan a la mejora en el nivel de ingresos y a la recuperación del crédito (Restaurantes y Hoteles, Recreación y Cultura, Equipamiento y mantenimiento del Hogar).

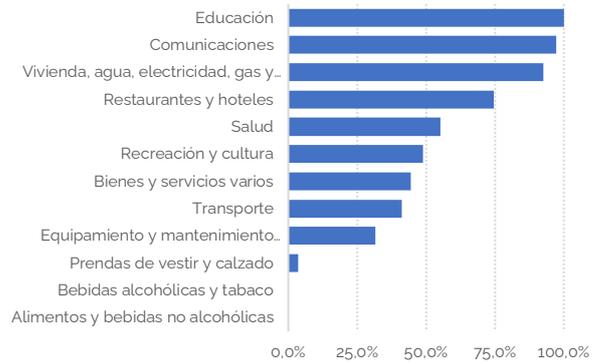
La dinámica de la inflación futura dependerá de la evolución de los salarios y del crédito, y sus efectos sobre el nivel de actividad. Cualquier mejora en los determinantes del nivel de actividad impactará en las posibilidades de consolidar una baja de la inflación vía dos mecanismos: el impacto sobre los márgenes y el canal cambiario. Por un lado, el aumento de la demanda afecta de forma directa la capacidad de recuperar o aumentar márgenes, y así presiona sobre los precios. Por otro lado, una mejora del nivel de actividad tiene efecto sobre las importaciones y por ende, si no aumenta el financiamiento para aquellas, en las posibilidades de acumular reservas. Ello implica que para mantener la estabilidad cambiaria se torne más necesaria una mejora del valor de las exportaciones y/o una mejora en el perfil de vencimientos de las deudas en moneda extranjera.

La industria y la construcción crecieron en julio, pero siguen en niveles muy bajos de actividad

En julio la actividad manufacturera creció 6,9% sin estacionalidad pero cayó 5,4% con respecto a igual mes de 2023 y acumuló una caída interanual del 14,6% durante 2024.

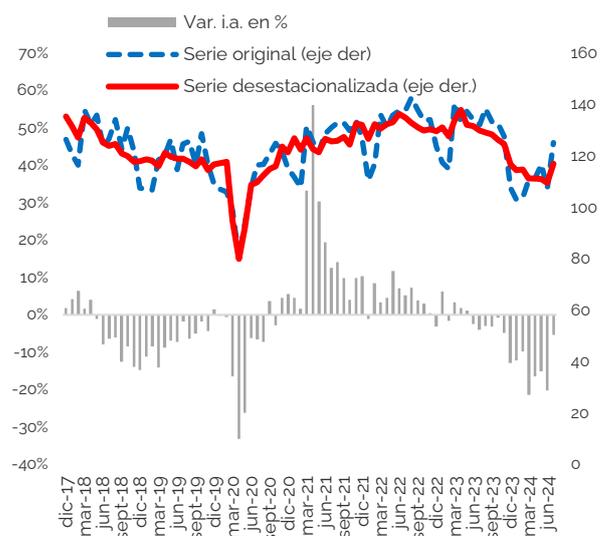
Ponderación de los servicios en el IPC

Por divisiones de la canasta, en %



FUENTE: @SuramericanaV en base a INDEC

Índice de Producción Industrial (IPI)



FUENTE: @SuramericanaV en base a INDEC.

Tendríamos que ser muy optimistas para leer la mejora respecto a junio como un piso de la caída, dado que el mes pasado tuvo prácticamente el mismo nivel de actividad que junio de 2020 (estuvo tan solo un 0,6% s.e. por encima). En términos interanuales cayeron 13 de los 16 sectores que componen el índice. La utilización de la capacidad instalada de la industria tampoco muestra señales claras de mejora y en julio alcanzó el 59,7% de utilización.

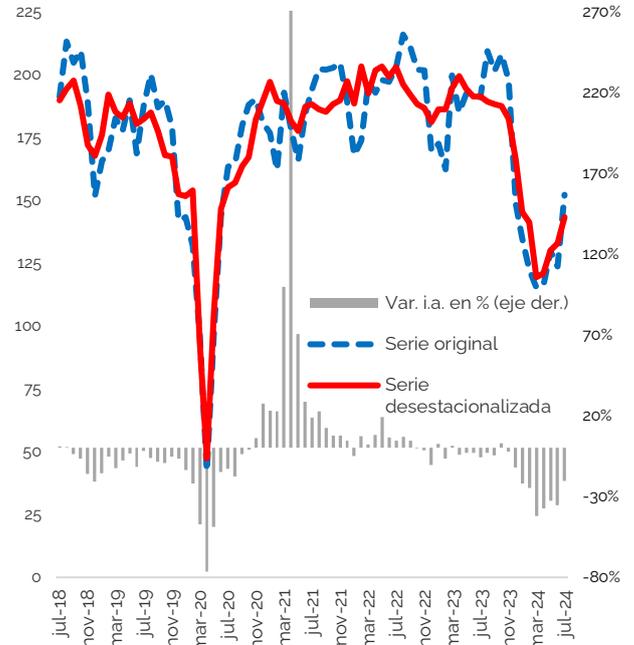
Solo tres sectores mostraron un desempeño mejor que julio de 2023: Alimentos y Bebidas (+6,2% i.a); Refinación del petróleo, coque y combustible nuclear (+2,4% i.a); y Otro equipo de transporte (+ 3,3% i.a). Estos datos empiezan a verificar la recuperación desigual de la industria, concentrada sobre todo en los sectores primarizados de la economía.

Por su parte, la construcción creció en julio 8% sin estacionalidad y registró su cuarta suba intermensual consecutiva. En términos interanuales mostró una caída del 20% y desaceleró la baja interanual observada en junio en más de 15 puntos. De forma interanual cayeron los 12 insumos que componen el índice, entre los que se destacaron Mosaicos graníticos y calcáreos (-44,9%) Artículos sanitarios de cerámica (-34,9%), y Pisos y revestimientos cerámicos (-32,6%).

Los puestos de trabajo asalariados formales detuvieron su caída y se mantuvieron en los 12,3 millones de personas con trabajo registrado

El empleo formal total se mantuvo prácticamente sin cambios en junio (+0,09% s.e) respecto a mayo. Son más de 190 mil los puestos perdidos solo entre diciembre de 2023 y

Indicador sintético de la actividad de la construcción (ISAC)



FUENTE: @SuramericanaV en base INDEC

Empleo registrado sin estacionalidad (en miles de personas)



FUENTE: @SuramericanaV en base a Secretaría de Trabajo, Empleo y Seguridad Social.

junio de este año. En la variación interanual, el total de trabajadores con empleo asalariado se redujo un 1,7% (-177.800 trabajadores).

El empleo asalariado formal privado, sin embargo continuó en descenso y registró en junio una baja del 0,2% s.e, acumulando 10 meses consecutivos de caída. Si bien la magnitud de la caída desacelera, son cerca de 164.000 mil los puestos de trabajo perdidos entre agosto de 2023 y junio de este año.

Se destacó en junio el crecimiento del trabajo independiente con respecto al mismo mes de 2023, un 7% i.a más (+210,1 mil trabajadores).

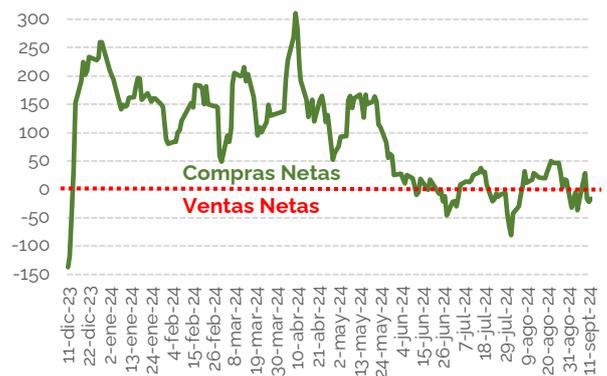
Continúa la debilidad en la compra de divisas por parte del B.C.R.A. a pesar del crecimiento de las reservas a partir del blanqueo de capitales

Con datos al miércoles 11.9, las reservas internacionales sumaban USD27.219 millones, registrando un alza en lo que va del mes de USD500 millones luego de subir USD317 millones durante agosto.

Sin embargo, el descomponer las fuentes de variación de las reservas en el mes se observa que la misma se explica mayormente por la suba del efectivo mínimo (USD1.126 millones) como producto del incremento de los depósitos en dólares en el sistema financiero a partir del régimen de exteriorización (blanqueo).

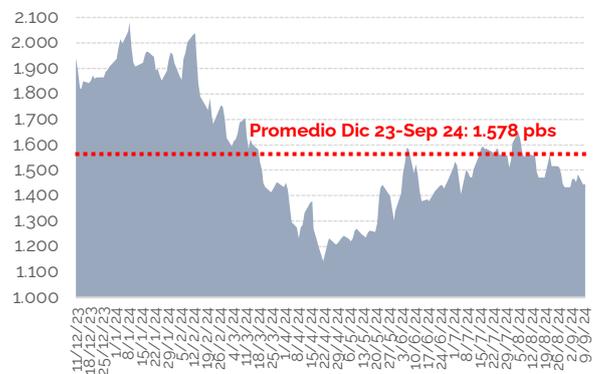
En lo que va del mes, el B.C.R.A. registra ventas netas por USD270 millones en el mercado cambiario a pesar de que las liquidaciones del sector agroexportador suman un promedio diario de USD96,5 millones y se ubican por encima del promedio 2011-2021 (USD81,2 millones).

Saldo intervención B.C.R.A. en MULC (promedio móvil 5 días, en millones de USD)



FUENTE: @SuramericanaV en base a B.C.R.A.

Riesgo país durante gestión Milei (Spread EMBI+ Argentina en pbs)



FUENTE: @SuramericanaV en base a J.P. Morgan

FUENTE: @SuramericanaV en base a BYMADATA y B.C.R.A..

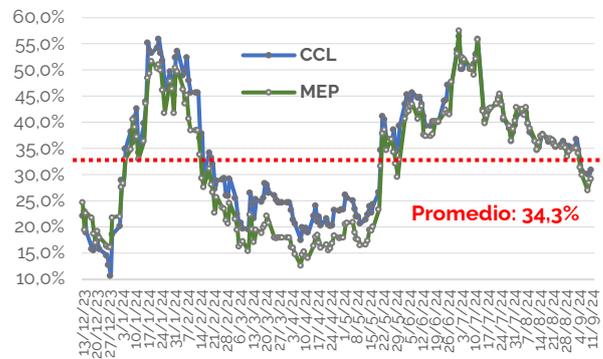
Esta pobre performance de las reservas parece seguir pesando sobre la percepción de la sostenibilidad del programa de Gobierno por parte de los inversores del exterior. **El riesgo país se ubica en 1.445 pbs, apenas 133 pbs por debajo del promedio de la gestión y muy cercano al promedio desde mediados de mayo (1.485 pbs) cuando comenzó a hacerse evidente la debilidad del B.C.R.A. para acumular reservas internacionales.**

En tanto, la brecha implícita en los dólares financieros cierra la semana en niveles cercanos al 30% luego de haber quebrado el promedio de la gestión de Milei (34,3%) a fines de la semana pasada.

Sin embargo, desde el pico del 55,8% alcanzado a mediados de julio pasado, la compresión de la brecha cambiaria no ha venido de la mano de una sostenida recuperación en el precio de los bonos en dólares. A modo de ejemplo, **el precio actual del bono Global 20230 (GD30) en dólares se encuentra todavía un 10,3% por debajo del máximo alcanzado el pasado 23 de abril (USD62)**

Más allá del fuerte compromiso fiscal del Gobierno, que seguramente será ratificado este fin de semana por el Presidente en su mensaje de presentación del Presupuesto 2025, los inversores siguen monitoreando la capacidad de refinanciamiento de los vencimientos en moneda extranjera en 2025 en un contexto de falta de acceso a los mercados de crédito.

Brechas cambiarias durante gestión Milei
(en % respecto a dólar oficial A3500)



Precio Global 20230 (GD30) en USD



FUENTE: @SuramericanaV en base a BYMADATA (datos al 12.9).

Licitación de Finanzas con nuevo incremento de tasas y escaso roll-over

El miércoles pasado se efectuó la primera de las dos licitaciones previstas para el mes de septiembre. Se obtuvo un financiamiento neto de apenas \$23.975 millones a partir de colocaciones por \$6,99 billones y vencimientos por \$6,97 billones, implicando un *roll-over* del 100,3%.

Cerca del 94% de lo emitido correspondió a las LECAP, con cerca de \$6,6 billones adjudicadas que vencerán entre febrero y septiembre de 2025. Para la que tiene vencimiento dentro de un año, el 12.9.2025 se convalidó una tasa de 59,14%TNA/59,18%TEA (cerca de dos puntos más respecto a la licitación del 26.8), lo que resulta en una tasa real del 12% respecto a la inflación a 12 meses prevista en el último relevamiento de agosto del REM (42%).

En el resto de los instrumentos licitados se pagó un "premio" cercano a los 3 p.p. respecto a la curva interpolada del mercado secundario.

En tanto que los Boncer con vencimiento entre marzo de 2025 a 2027 captaron apenas \$412.000 millones con tasas reales de entre el 5,5% al 10,5%. Se adjudicó cerca del 97% de las posturas presentadas por los oferentes lo que permitió cubrir los vencimientos del próximo viernes 13.9 por \$6,97 millones

Dado el gran peso de las LECAPs en el total colocado el plazo promedio ponderado de los instrumentos fue de 193 días, retrocediendo respecto a los dos meses previos donde se enfrentaron menores vencimientos.

En la última semana de septiembre los vencimientos suman unos \$7,1 billones siendo una cifra similar al que se enfrentaba en esta licitación.

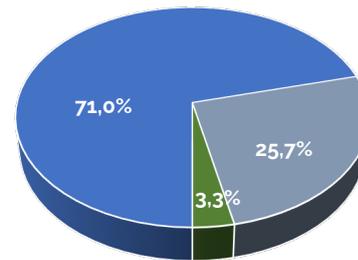
Resultados licitación Finanzas 11.9

| Instrumentos | Fecha de Vencimiento | Plazo de Emisión (en días) | Valor Emitido (mill. de pesos) | Valor Efectivo (mill. de pesos) | Tasa de Corte (TNA) | Tasa de Rendimiento (TEA) | Participación por instrumento |
|----------------------------------|----------------------|----------------------------|--------------------------------|---------------------------------|---------------------|---------------------------|-------------------------------|
| Licitación 11.9 | | | | | | | |
| Reap. LECAP Vto 13.12.24 (S13D4) | 13/12/24 | 91 | 1.923.682 | 2.184.533 | 46,75% | 55,60% | 31,2% |
| Nueva LECAP Vto 14.2.25 (S14F5) | 14/2/25 | 154 | 1.246.301 | 1.246.301 | 50,63% | 58,27% | 17,8% |
| Nueva LECAP Vto 14.3.25 (S14M5) | 14/3/25 | 182 | 608.909 | 608.909 | 51,64% | 58,27% | 8,7% |
| Nueva LECAP Vto 16.04.25 (S16A5) | 16/4/25 | 215 | 995.916 | 995.916 | 52,75% | 58,27% | 14,2% |
| Nueva LECAP Vto 16.05.25 (S16Y5) | 16/5/25 | 245 | 717.552 | 717.552 | 54,61% | 59,18% | 10,3% |
| Nueva LECAP Vto 12.09.25 (S12S5) | 12/9/25 | 364 | 828.692 | 828.692 | 59,14% | 59,18% | 11,8% |
| Reap. Boncer (TZXM5) | 31/3/25 | 199 | 194.283 | 235.082 | 5,56% | 5,59% | 3,4% |
| Reap. Boncer (TZXM6) | 31/3/26 | 564 | 130.195 | 153.379 | 8,70% | 8,74% | 2,19% |
| Reap. Boncer (TZXM7) | 31/3/27 | 929 | 23.879 | 23.497 | 10,48% | 10,52% | 0,34% |
| Totales | | 1931* | 6.669.409 | 6.993.853 | | | 100,0% |
| Vencimientos | | | | 6.993.878 | | | |
| Financiamiento Neto | | | | | | | 23.975 |

FUENTE: @SuramericanaV en base a Secretaría de Finanzas

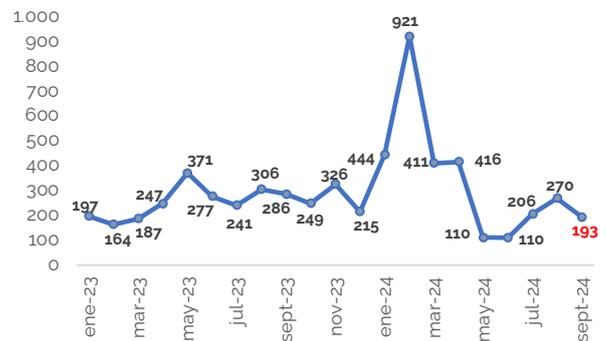
Composición del financiamiento por instrumento colocado. Acumulado 2024

■ Pesos Nominal ■ CER ■ Dollar Linked



FUENTE: @SuramericanaV en base a MECON

Plazo promedio de instrumentos colocados (En días, ponderado por monto emitido)



FUENTE: @SuramericanaV en base a MECON

RESUMEN MERCADOS INTERNACIONALES^(*)

| Tasas EE.UU. | | Var. Sem | Var. Año | Precios Commodities | | Var. Sem | Var. Año | |
|---|--------|----------|----------|---|--|----------|----------|----------|
|  FED | 5,33% | o | o | Oro | 2.586,40 | 3,7% | 25,4% | |
|  1M | 5,18% | -10 pbs | -42 pbs | Petróleo | 69,18 | 2,2% | -3,4% | |
|  3M | 5,06% | -7 pbs | -34 pbs | Gas Natural | 2,25 | -0,7% | -10,3% | |
|  6M | 4,68% | -1 pbs | -58 pbs | Trigo | 156,43 | 4,7% | -7,8% | |
|  1Y | 4,09% | -1 pbs | -70 pbs | Maíz | 126,09 | 6,0% | -13,7% | |
|  10Y | 3,68% | -4 pbs | -20 pbs | Soja | 273,35 | 2,3% | -21,8% | |
| Monedas | | Var. Sem | Var. Año | Bolsas internacionales | | Var. Sem | Var. Año | |
|  | 1,1074 | -0,3% | 0,1% |  Dow Jones | 41.096,77 | 1,9% | 9,0% | |
|  | 1,3120 | -0,4% | 3,0% |  S&P 500 | 5.595,76 | 3,5% | 17,3% | |
|  | 141,80 | -1,1% | 0,3% |  NASDAQ | 17.569,68 | 5,3% | 17,0% | |
|  | 7,1167 | 0,4% | 0,1% |  Shenzhen | 8.054,24 | -0,9% | -15,4% | |
|  | 5,6283 | 1,1% | 16,0% |  IBOVESPA | 134.029,44 | -0,4% | -0,1% | |
|  | 960,00 | 0,7% | 18,8% |  S&P BYMA | 1.790.058,18 | 4,0% | 92,5% | |
| Tasas Argentinas | | TNA | TEA | Var. Año | Dólar oficial, futuros y financieros | | Var. Sem | Var. Año |
|  Riesgo País (EMBI+), en pbs | | 1468 | | -439 pbs |  CCL | 1.248,89 | -0,2% | 30,2% |
|  Pase 1d | 40,00% | 49,15% | | -12231 pbs |  MEP | 1.230,80 | -1,1% | 24,9% |
|  Caución 1d | 39,13% | 47,85% | | -8950 pbs |  Exportador (80/20) | 1.017,51 | 0,2% | 21,3% |
|  BADLAR Priv. | 38,63% | 46,32% | | -14051 pbs |  Turismo | 1.535,47 | 0,3% | 18,7% |
|  TMzo Priv. | 40,31% | 48,67% | | -13682 pbs |  BCRA | 959,67 | 0,3% | 18,7% |
|  PF Personas | 38,87% | 46,61% | | -13336 pbs |  ROFEX Dic '24 | 1.098,50 | 1,1% | -44,8% |

(*) cierres al jueves 12.9

EQUIPO DE TRABAJO

Fundador y Presidente: Martín Guzmán

Elaboración del informe: Guillermo Hang, Melina Mallamace, Ramiro Tosi

DISCLAIMER: La información contenida en este documento se produce solamente con fines informativos y no constituye una oferta de compra ni una solicitud para vender, ni constituye base para ningún contrato o compromiso alguno que se adopte en materia de inversión.