

# INFORME SEMANAL

4 de diciembre de 2020

- ✓ **ALGUNAS REFLEXIONES:** “Mejor no hablar de ciertas cosas”
- ✓ **AGENDA DE LA SEMANA**

**Guido Lorenzo**

*Director Ejecutivo*

[g.lorenzo@lcsa.com.ar](mailto:g.lorenzo@lcsa.com.ar)

**Melisa Sala**

*Economista jefe*

[m.sala@lcsa.com.ar](mailto:m.sala@lcsa.com.ar)

**Julia Segoviano**

*Economista*

[j.segoviano@lcsa.com.ar](mailto:j.segoviano@lcsa.com.ar)

**Franco Mastelli**

*Economista invitado*

[fmastelli@gmail.com](mailto:fmastelli@gmail.com)

**Emilia Calicibete**

*Analista*

[e.calicibete@lcsa.com.ar](mailto:e.calicibete@lcsa.com.ar)

**Florencia Blanc**

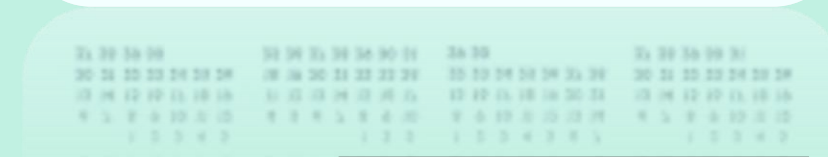
*Analista*

[f.blanc@lcsa.com.ar](mailto:f.blanc@lcsa.com.ar)

**Bautista Bassi**

*Analista*

[B.bassi@lcsa.com.ar](mailto:B.bassi@lcsa.com.ar)



## Mejor no hablar de ciertas cosas

*En el medio de la desesperación de pleno octubre, cuando la brecha cambiaria se duplicaba, el Ministro de Economía y todo el gabinete económico realizaron varias promesas. El tan nombrado giro a la ortodoxia fue hasta el momento un conjunto de anuncios sobre los cuales no vemos cumplimiento, serán difíciles de honrar y ya empiezan a incomodar. M. Twain una vez dijo “mejor una promesa rota que ninguna” y el gabinete económico parece que se lo tomó muy en serio.*

*En esa avalancha de anuncios el Ministro defendió una inflación del 29% para 2021, una reducción del financiamiento monetario del BCRA al Tesoro a través de adelantos transitorios, un desafío a la propia meta fiscal del 2021, un presupuesto plurianual, un incremento en el gasto en obra pública para reactivar la economía al tiempo que se ajustan otras partidas y se elimina todo el gasto relacionado con el COVID, un descongelamiento de precios y tarifas, una estrategia para normalizar el mercado cambiario, y una nueva fórmula de movilidad que promete mejorar el poder adquisitivo de las jubilaciones a la vez que garantiza la sostenibilidad del sistema previsional, entre otras.*

*Los agentes guían su comportamiento de acuerdo a sus expectativas. Los anuncios, sumados a otros manejos menos claros, lograron frenar lo que era el ingreso a un régimen de alta inflación. Al fin y al cabo M. King (Governor Bank of England) tenía un punto cuando en 2005 en su famoso discurso de junio resaltó el rol de las expectativas para guiar el comportamiento. La teoría de D10S para explicar la política monetaria era un juego de expectativas, ¿que*

*jugador podría haber esquivado medio equipo rival corriendo en línea recta si no era porque todo rival inglés sabía de las posibilidades, habilidades y herramientas del capitán argentino de encarar ya sea para afuera o para adentro?*

*Guzmán lanzó promesas como si tuviera la habilidad del 10. Sucede que, sin subestimar al Ministro, no tiene los recursos, experiencia y credibilidad que eso demanda. Y el público, más temprano que tarde, empezará a desconfiar de la capacidad del equipo económico para atravesar un año entero a pura expectativa y promesa. Para lograr pasar más de 5 jugadores en línea recta, Maradona había demostrado que podía hacer lo que quería con la pelota en sus pies. Seguramente, si el Checho Batista hubiese corrido en línea recta no duraba más de 3 metros.*

*Como se vio, en noviembre se emitieron \$150.000 M para financiar al Tesoro vía transferencia de utilidades. Utilidades ficticias generadas por la martingala de valorar las Letras Intransferibles a valor técnico a fines de diciembre 2019. La inflación ya está navegando a una velocidad del 3,5%-4% mensual aun cuando la actualización de tarifas no comenzó. Un jugador un poco tosco.*

*Mención aparte, llama la atención la naturalización de estos fenómenos en el país. Analistas y periodistas escriben sobre la calma cambiaria cuando convivimos con una brecha entre el tipo de cambio oficial y el dólar libre que ronda el 80%.*

## **Mejor no hablar de ciertas cosas**

*El riesgo país en 1400 bps después de la exitosa (sic) reestructuración no parece si quiera alertar al público. La falta de rendición de cuentas también es llamativa: no se exige un plan anti inflacionario, no se exige el programa macroeconómico integral, y en breve ya nos olvidaremos del presupuesto plurianual. La gran incógnita: la inflación del 29% del presupuesto, ¿será guía al menos parcial para fijar precios, salarios y otros contratos?*

*Ese discurso de King pasó a la historia por la analogía que hizo 19 años después del gol del siglo (hay heridas que duelen incluso después de cicatrizar). El fin del alargamiento de los ciclos mediante easing monetario colapsó 2 años después, ningún banquero central logró lo que hizo Maradona. Pero en ese mismo discurso M. King advirtió acerca del primer gol del mismo partido. Todo lo contrario, discrecionalidad, comportamiento inesperado y hasta tramposo, un conjunto de mística y misterio. Los dos goles contaron por igual pero sin dudas no se pudo haber ganado un mundial a puro manotazos.*

*Maradona (incluso con Messi) no pudo con la Alemania del mundial 2010. Curiosamente, es ahora la canciller A. Merkel la que ayer pide un real compromiso de la Argentina para recuperar la confianza en el país. Sucede que se puede gastar lo que no se tiene en economía, excepto la credibilidad, esta no se puede pedir prestada. Para ir ganándola el Ministro deberá ir dando muestras de cumplimiento de su palabra. El problema es que fueron muchas promesas. Si no hay herramientas, mejor callar. Como reza el tema de SUMO, "mejor no hablar de ciertas cosas".*

## Agenda

### SEMANA QUE TERMINÓ

#### 30-Nov:

- Mercado de Cambios (octubre 2020)

#### 1-Dic:

- Índice de Salarios (septiembre 2020)

#### 2-Dic:

- Recaudación tributaria (noviembre 2020)

#### 4-Dic:

- Préstamos y depósitos (noviembre 2020)
- Resultado de la licitación Secretaría de Finanzas (diciembre 2020)

### SEMANA QUE COMIENZA

#### 7-Dic:

- Agregados monetarios (noviembre 2020)

#### 9-Dic:

- IPI manufacturero (octubre 2020)
- Indicador de coyuntura de la construcción –ISAC (octubre 2020)

#### 10-Dic:

- Indicador Sintético de Servicios Públicos -ISSP (septiembre 2020)

## Resumen de lo que pasó; anticipo de lo que viene

- 1. El relevamiento de precios de alimentos de LCG arrojó una suba de 0,9% en la primera semana de diciembre**, que contrasta con el aumento del 2% semanal registrado en la última semana de noviembre. Aún con esta desaceleración, la inflación promedio de las últimas 4 semanas se mantiene en aumento llegando a 3,5% (y a 4,4% medido punta contra punta).
- 2. En diciembre existen necesidades de financiamiento por aproximadamente \$ 600 MM. De ese total, \$ 300 MM responden a vencimientos de la deuda.** Esta semana la Secretaría de Finanzas cosechó \$ 112,6 MM por la colocación de títulos atados a inflación (\$ 61 MM) y por letras sujeta a la tasa de pases (\$ 51 MM).
- Hace poco más de un mes, el ministro Guzmán se comprometió a la devolución de Adelantos Transitorios al BCRA. Lo hizo sólo en octubre por \$ 126 MM, pero en noviembre esta intención quedó sin efecto. Y no solo no canceló deuda con el BCRA sino que siguió demandando financiamiento. **En la última semana recibió \$ 90 MM por la transferencia de las utilidades generadas en 2019, que se suman a \$ 60 MM girados las semanas previas.** En total, en noviembre el Tesoro se hizo de \$ 150 MM y **en los pocos días que corren de diciembre se agregaron \$ 80 MM adicionales. El margen disponible por esta vía totaliza \$ 170 MM.** Entendemos que el Gobierno hará pleno uso de este total, considerando las abultadas necesidades que presenta diciembre.
- 4. En la semana que cierra el BCRA sostuvo el esquema de crawling peg convalidando una depreciación del dólar oficial de 0,8% semanal, consistente con una tasa mensual de 3,1%.** Con una inflación acelerando, esta tasa de micro-devaluaciones corre por atrás de precios.
- 5. Las cotizaciones paralelas operaron en baja esta semana. Al cierre de este informe el dólar CCL se ubica en ARS 141, incluso por debajo del dólar atesoramiento y el blue en ARS 150.** La brecha respecto al dólar oficial se encuentra en torno a 80%, 'estabilizada' pero en un nivel muy elevado con consecuencias palpables para el lado real de la economía.
- 6. En medio de la pax cambiaria, el BCRA no perdió reservas en su intervención en el 'MULC', pero tampoco sumo extras. Las reservas internacionales se mantuvieron en USD 38,6 MM y las netas en apenas USD 4,4 MM.**
- 7. Los datos del mercado de cambios publicados el viernes pasado dan cuenta de que la baja de las reservas internacionales en octubre (USD 1.789 M) responde a rojos en la cuenta corriente cambiaria (USD 495 M) y en la cuenta financiera (USD 1.300) que fueron marginalmente compensados por un aumento contable en la valuación de las reservas internacionales (USD 266). En el primer caso siguió siendo determinante la caída de las exportaciones (-21% ia) muy por encima de las importaciones (-4% ia) y el deterioro de la cuenta de servicios (-USD 286).**

## Resumen de lo que pasó; anticipo de lo que viene

El endurecimiento del cepo a mediados de septiembre tuvo efecto completo en octubre reflejando un marcado descenso de las personas que accedieron al mercado de cambios (1 millón vs 3,5 millones promedio en los 4 meses anteriores) que llevó la formación de activos externos a niveles de USD 201 M (vs. 434 en septiembre).

7. El índice de difusión de actividad de LCG refleja una moderación de la recuperación durante octubre. **Solo 56% de las variables relevadas registraron crecimiento mensual desestacionalizado vs. 71% promedio en los cinco meses previos.** Además, el 74% de las variables (17 de 23) tuvieron una peor performance mensual: 9 revirtieron el crecimiento previo, 7 crecieron pero a un ritmo más lento, y 1 acentuó la caída. **En base a modelos de proyección propios, estimamos una caída del 0,1% mensual desestacionalizada en octubre (+/- 0,7 pp).**

8. La recaudación sumó \$ 650 MM en

**noviembre, lo que implica un aumento del 37% respecto a un año atrás.** La suba prácticamente empata la inflación estimada para este mes reflejando una desaceleración de casi 5pp respecto al crecimiento real de octubre. Ganancias (+76% ia) impulsado por los anticipos que se hacen sobre la compra de dólares para atesoramiento; Bienes Personales (1800% ia ) a partir de la suba de alícuotas, y el Impuesto País (\$ 8,5 M) explican el dinamismo de la recaudación. En cambio, IVA DGI registró un crecimiento del 17% ia que, aunque sufra el impacto de pagos a cuenta de otros impuestos, refleja que la recuperación de la actividad siguió siendo muy lenta durante el último mes que cerró.

9. Respecto al sistema financiero, **noviembre cerró con una caída de los depósitos privados en pesos, traccionada por la retracción de las colocaciones a plazo (-5% mensual real).** La no renovación de los plazos fijos se

corresponde con el marco de mayor incertidumbre que reina desde mediados de octubre cuando la brecha trepó a niveles por encima del 100%. Esto motivó la decisión del BCRA de incrementar 2 pp la tasa de las leliq (a 38%) y elevar las tasa mínima para las colocaciones minoristas a 37% (+3 pp) a medidos de mes. De todas formas, no esperamos una recuperación de las colocaciones a plazo en virtud de que la expectativa de devaluación se mantiene alta (plasmada en la brecha del 80%) y en la competencia que ejerce el Tesoro con emisión de títulos ajustables por CER y tipo de cambio para financiarse. Por su parte, los depósitos en dólares frenaron la sangría que habían mostrado en octubre. Cerraron el mes en USD 14,7 MM prácticamente el mismo nivel que el mes anterior, pero USD 3,6 MM menos que al comenzar el año (-20%).

10. Respecto de la evolución del crédito, solo préstamos destinados a consumo mostraron

## Resumen de lo que pasó; anticipo de lo que viene

un crecimiento en noviembre (+1,8% mensual real) traccionado por el financiamiento vía tarjetas de crédito (3,3%); el financiamiento a empresas cayó 1,5% mensual real, acentuando la caída en 1 pp respecto al mes anterior.

11. Finalmente, y con cierto rezago, el INDEC publicó a principios de esta semana la evolución de los salarios en septiembre. **A nivel agregado cayeron 0,3% real contra agosto, hilando la séptima baja consecutiva. En relación con un año atrás acumulan un recorte del 3,4% real.** El comportamiento mensual fue dispar entre los sectores: los salarios del sector privado registrado mantuvieron una caída del 0,6% m/m real; los del no registrado revirtieron el crecimiento el bimestre previo con una caída del 0,5% real y el sector público experimentó una suba de 0,4% real después de 5 meses en baja. Si bien los salarios caen en términos reales desde febrero 2018, el efecto

cuarentena implicó un recorte de 5,6% promedio del poder adquisitivo de los salarios entre marzo y septiembre. De cara lo que viene, registros más altos de inflación en los próximos meses sumados a un mercado laboral todavía deprimido por la lenta recuperación de la actividad, **no representan buenas perspectivas para el salario real. Todo hace suponer que el ajuste en el mercado de trabajo seguirá siendo vía precios.**