

# INFORME SEMANAL

5 de marzo de 2021

- ✓ **ALGUNAS REFLEXIONES:** “Fondo malo, fondo bueno”
- ✓ **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)



## Fondo malo, Fondo bueno

*Hace 52 años se creaban los Derechos Especiales de Giro en un orden financiero internacional completamente distinto al actual. La escasez de oferta de dólares y oro no permitía que se desarrolle adecuadamente la red de pagos internacional. Sin embargo, esta reserva internacional fue perdiendo importancia: la acumulación de reservas por parte de los bancos centrales reflejaba que había suficiente liquidez global. Así, solo 4 veces hubo emisiones de DEG en la historia, dos corresponden al período posterior a la crisis financiera global del 2008. Sucede que cuando las crisis se extienden en todo el globo, la red financiera global se puede tensar por más que la liquidez que emitan las autoridades monetarias sea muy altas. Nadie puede asegurar la suficiencia y la cobertura (correcta distribución) de activos de reserva.*

*Esta semana el G20 presidido por Italia puso a consideración del FMI la evaluación de hacer una nueva emisión y por un monto sugerido de SDR 500 M. El FMI si bien lo tratará en abril, la contundencia del pedido y el visto bueno de la Presidente del organismo internacional sugieren que se llevará a cabo. Según manda el estatuto del FMI, Argentina recibiría un monto alrededor de los USD 4.000 dado el tipo de cambio SDR/USD actual y la cuota de participación y permanencia del país en el organismo. Suficiente para pagar los vencimientos de este año con el mismo Fondo Monetario, unos USD 3650 M. De esta manera, toda la especulación de llegar rápido a un acuerdo se desmorona. Las conversaciones seguirán, pero ahora desde Washington posiblemente prefieran esperar y no caer otra vez en ridículo de proponer dos planes en menos de dos años con resultados lamentables.*

*Esto en perspectiva para el país y su problema de deuda es una gota en el océano. Desde 2019 hasta ahora la deuda pública creció del 90% a un guarismo superior al 100% del PBI. Es que aquí por solucionar el problema de la liquidez de un año aún parece que nos resignamos a aceptar nuestro problema de solvencia. La integración de DEG se contabiliza como un pasivo del BCRA, un crédito de USD 4.000 M. Así de problemática es la situación de la deuda que en un mundo donde sobra el crédito, Argentina 'festeja' la llegada de USD 4.000 M de parte del FMI.*

*La deuda sostenible fue un slogan de la gestión Guzmán. Increíblemente el Ministro logra convencer a los propios que hubo en Argentina una reestructuración exitosa. La medida de éxito de un canje es muy sencilla, si se logra restablecer la confianza y nuevamente el Tesoro puede refinanciar sus pasivos es exitosa, sino no. Que el país esté jaqueado por el vencimiento con el Club de París y el FMI, que representan menos del 5% de la deuda pública en moneda extranjera, muestra el fracaso de ese canje.*

*Por qué no se festeja en el mercado la ampliación de DEGs como sí lo hace el gabinete económico es una pregunta que también ayuda a tomar dimensión del problema del endeudamiento. El mercado mira a más de un año y las perspectivas no son buenas, pero no por el clima político, la pandemia o el rumbo (si es que existe alguno) de la política macro. Sucede que ni el más optimista puede pensar que los títulos emitidos hace apenas meses son pagables.*

## **Fondo malo, Fondo bueno**

*Un país soñado de un superávit primario de 1% sostenido, un crecimiento continuo del 2% anual luego de una recuperación del 7% en 2021, un tipo de cambio real estable y tasas de interés en los niveles actuales llevan a una dinámica de la deuda apenas convergente a niveles del 90% nuevamente recién hacia el año 2030.*

*No hay un FMI bueno y uno malo. Simplemente debemos empezar a repensar las limitaciones que implicará una nueva reestructuración en la próxima década y las consecuencias de la veda en los mercados internacionales. El miope, que festeje.*

## Agenda

### SEMANA QUE TERMINÓ

#### 26 Feb:

- Mercado de cambios –MULC (enero 2021)

#### 2- mar

- Recaudación tributaria (febrero 2021)

#### 4- mar

- Índice de producción industrial –IPI (enero 2021)
- Indicadores de coyuntura de la actividad de la construcción –ISAC (enero 2021)

#### 5-mar

- Relevamiento de expectativas del mercado –REM (febrero 2021)

### SEMANA QUE COMIENZA

#### 10-mar:

- Utilización de la capacidad instalada \_UCI (enero 2021)

#### 14- mar

- Índice de precios al consumidor (febrero 2021)

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

1. El dólar de referencia cerró la semana en \$ 90,37, acumulando una suba de 0,6% en la semana, la más baja desde la última semana de diciembre. Implica una tasa de depreciación mensual del peso de 2,4%, sensiblemente por debajo del registro de inflación esperado para este mes (más adelante mencionamos que los aumentos de precios de los alimentos del índice LCG durante la primera semana de marzo deja un arrastre de 2,3 pp para el mes, y sobre esto se suman aumentos puntuales en colegios privados, prepagas, combustibles, subte, etc.)
2. En paralelo, el dólar *blue* se mantuvo en baja, cediendo otros \$ 2 y ubicándose en \$ 144 al cierre de este informe. Con esto, suma la sexta semana al hilo cerrando por debajo del 'dólar solidario' (\$ 158,6), y con una brecha que perforó el umbral del 60%. El dólar CCL (\$ 149) se mantuvo en alza sumando \$ 7 contra el mínimo del 23 de febrero, pero todavía por debajo 'del techo' de \$ 152 que tocó en los últimos 4 meses.
3. **Con datos hasta ayer, el BCRA sumó USD 270 M en las cuatro jornadas de la semana, acumulando un total de USD 1.100 M desde principios de diciembre cuando comenzó con su posición compradora en el mercado de cambios. El stock de reservas totaliza USD 39,8 MM, que se reduce a USD 4,8 MM cuando se netean los pasivos en moneda extranjera del BCRA.**
4. El cierre de los datos de febrero muestran que **la base monetaria (BM) se contrajo \$ 72 MM en el mes, lo que implica una caída del 3% mensual. Contra un año atrás promedió un crecimiento del 39% ia, lo que refleja una caída del 1% medida en términos reales.** Puntualmente en el último mes, Tanto el sector financiero como el Tesoro actuaron de manera contractiva durante febrero. La colocación de Pases y Leliqs permitió la esterilización de \$ 172 MM, que más que compensó la inyección de \$ 76 MM por los intereses que generan estos pasivos remunerados. Por su
5. En febrero los depósitos privados en pesos cayeron en términos reales por sexto mes consecutivo (-0,5% m/m real). **La baja responde a una caída de los depósitos a la vista (-2,3% m/m real) en paralelo con una desaceleración en el crecimiento de las colocaciones a plazo (+0,7% m/m real)** que van denotando el menor atractivo de una tasa que comienza a quedar atrasada frente a registros inflacionarios que rondan el 4% mensual.

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

6. **Los depósitos en dólares se mantuvieron prácticamente estables este mes en torno a USD 15,7 MM**, USD 500 por debajo del nivel de sep-20, mes en el cual la inestabilidad cambiaria provocó el retiro de USD 1500 M.
7. **El crédito al sector privado se contrajo 2,1% mensual en febrero, sumando el tercer mes consecutivo en baja. Todas las categorías se mostraron en baja**, destacándose la contracción del financiamiento a empresas (-2,3% m/m real) y la reversión del crecimiento que habían registrado la financiación al consumo (-2,1% m/m real). En la comparación anual, el financiamiento a empresas arrastra el impacto que tuvieron los préstamos a tasa subsidiada durante la pandemia mostrado un crecimiento interanual real del 37%. Algo similar ocurre con el financiamiento vía tarjetas de crédito (+13% ia real). En el otro extremo, los préstamos personales acumulan una baja de 18% ia real, una caída similar a la que presentan los préstamos con garantía real.
8. La semana próxima el INDEC difundirá el dato de inflación del mes de febrero. El índice de precios de alimentos de LCG marcó una suba de 4,1% promedio ese mes, mostrando una desaceleración en margen respecto a 4,7% mensual registrado en enero. **Para el agregado, esperamos una suba en torno a 3,7% mensual, reflejando también una desaceleración en relación con lo ocurrido el primer mes del año (4% m/m).**
9. Corrida la primera semana de marzo, **la inflación de alimentos medida por el Índice de precios LCG fue del 1% contra la semana anterior**. Se trata de una desaceleración de 0,2 pp semanal que deja un arrastre de 2,3% para lo que queda del mes. **En el promedio de las últimas 4 semanas, la inflación de alimentos se ubica en 3,6%** marcando una desaceleración del el pico de 5% alcanzado la 2da semana de febrero. **A pesar de esta moderación, se mantiene en ascenso el porcentaje de productos con subas: 12% esta semana vs 7,5% promedio las dos semanas previas. De mantenerse esta magnitud, en menos de dos meses todos los alimentos habrán registrado al menos un aumento de precios.**
10. La **industria creció 1,7% mensual desestacionalizado en enero**, acelerándose 0,6 pp contra diciembre y conjugando el quinto mes consecutivo en suba. **Contra enero pre-pandemia acumula un crecimiento del 4,4%. Ya opera en niveles superiores a los de 2018 y 2019, recuperándose del período contractivo de los últimos tres años**. No obstante, la velocidad de recuperación dentro de la industria sigue sin ser pareja entre los sectores. El crecimiento de enero fue impulsado por la Industria Automotriz (17% ia), Maquinaria y equipo (31% ia) y por los sectores ligados a la construcción, como Minerales no metálicos (31% ia) y Siderurgia (16% ia). Por el contrario, Refinación de petróleo y Otros equipos de transporte mantienen caídas del 9% ia.

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

11. Relativo a la industria la semana que viene el INDEC difundirá el dato de Utilización de la capacidad instalada de la industria. Esperamos un registro en línea con el dato de diciembre (58,4%) ya que ambos meses suelen estar afectados por paradas técnicas en algunos sectores. Niveles de producción industrial por encima de los mínimos de 2018 y 2019, sin un marcado aumento de la inversión, hacen prever que la UCI volverá a ubicarse en torno a 65% que es el promedio registrado en 2017.
12. También esta semana se conoció que **la actividad de la construcción creció 4,4% contra diciembre, manteniéndose en línea con la dinámica de diciembre**. Con este dato suma 9 meses de crecimiento al hilo, ubicándose 20% por encima de enero pre-pandemia. Gradualmente, **mejoran las expectativas del sector: el 37% de las empresas que realizan obras privadas espera un aumento de la actividad y el 42% proyecta estabilidad**. Para adelante, esperamos que la dinámica de crecimiento se mantenga impulsado por un mayor empuje de la obra pública, una brecha cambiaria que abarata los costos en dólares y los beneficios tributarios y la posibilidad de blanquear dinero cuando sea destinado a la construcción de acuerdo a lo establecido en la ley recientemente aprobada.
13. El índice de difusión de LCG marcó que **el 58% de la variables relevadas evidenció crecimiento mensual durante enero**. Se trata de un nivel 6,5 pp inferior al promedio de los últimos tres meses dando cuenta de cierta moderación en el crecimiento en la medida que el efecto de la reapertura de actividad va perdiendo impulso. A su vez, el índice refleja que sólo el 46% de las variables mejoraron su performance reflejada en una reversión de la caída y en una aceleración del crecimiento; el 54% empeoró (6 revirtieron crecimiento; 4 acentuaron la caída y 3 crecieron a un ritmo menor). **En base a esto, nuestra estimación de crecimiento para enero se centra en 1,4% m/m desest.**
14. Esta semana se confirmó que **la recaudación creció 52% anual, 8 pp por encima de la inflación. Así hila 6 meses consecutivos con crecimiento real**. La suba estuvo motorizada nuevamente por derechos de exportación (201% ia), un mayor impulso de los derechos de importación (82% ia) y un buen desempeño de Ganancias DGI (56% ia). **IVA DGI creció 31% ia, aceleró en el margen respecto al mes anterior, pero todavía se mantiene en terreno negativo en términos reales**. La recaudación que gotea diariamente a Nación creció 73% ia en febrero, por encima de los recursos girados a las provincias (51% ia) a raíz del alto crecimiento que tuvieron los impuestos vinculados al comercio exterior, que no se coparticipan con las provincias.

15. En enero, las operaciones en el MULC arrojaron **un superávit de cuenta corriente de USD 420 M**, como consecuencia de un resultado positivo por USD 1000 M en la balanza comercial (-34% ia) que contrarrestó el déficit en la cuenta servicios ( USD 190 M) y el pago de intereses (USD 450 M). Vale decir que durante enero el superávit comercial cambiario obedece al efecto combinado de una menor caída de la exportaciones (-5% ia vs -17% en los 9 meses previos) y un crecimiento 'bajo' de las importaciones (+8% ia vs. las tasas de dos dígitos registradas entre sep-nov) producto de las restricciones del BCRA. **En enero la dolarización de carteras sumó apenas USD 89 M, siendo el valor más bajo desde enero 2020.** Por efecto del cepo, solo 754.000 compraron activos externos en el primer mes del año vs. pico de 4 millones en agosto 2020.