

INFORME SEMANAL

30 de diciembre de 2021

- ✓ ALGUNAS REFLEXIONES
- ✓ AGENDA DE LA SEMANA



Guido Lorenzo

Director Ejecutivo
g.lorenzo@lcg.com.ar

Melisa Sala

Economista jefe
m.sala@lcg.com.ar

Victoria Urdangarin

Economista
v.urdangarin@lcg.com.ar

Matías De Luca

Economista
m.deluca@lcg.com.ar

Paula Malinauskas

Analista
p.malinauskas@lcg.com.ar

Editorial

Fin de año y queremos repasar algunas reflexiones que nos dejó el 2021 (y algunas previas). Lejos de ser exhaustivos, estos son algunos puntos que nos gustaría dejar como preocupaciones y diagnóstico para los años siguientes.

Secuencia vs velocidad

Las discusiones actualmente están pasando en el ámbito cambiario y fiscal por la velocidad con la cual deben corregirse algunos desequilibrios. La velocidad del ajuste fiscal (gradualismo o shock revisitado) y salto cambiario o crawling peg por encima de la inflación. Más que la velocidad, la secuencia es importante. Un salto cambiario podría complicar incluso el déficit fiscal si no se saca el lastre de acarrear con gastos atados a esa moneda (subsidios). Pero, además, el tipo de cambio real es el reflejo de los precios transables y no transables, tiene una base real, y si no se corrige primero la composición del gasto, difícilmente tenga éxito una devaluación. Entonces, primero lo fiscal, después lo cambiario. Además, no importa tanto la magnitud y la velocidad del ajuste, sino que se va a sostener, sobre eso es quizás donde tiene el mayor déficit el gobierno: credibilidad.

Lo monetario está mal diagnosticado

Lo que alguna vez empezó siendo una política de esterilización por el exceso de pesos que ocurría por la acumulación de reservas hace tiempo que ya no funciona así. El BCRA está realmente sin reservas y el pasivo remunerado sube continuamente. No está 'esterilizando' el BCRA, está absorbiendo un excedente de liquidez que arroja al mercado por 2 vías: 1) el financiamiento del déficit fiscal. 2) los intereses de sus propios pasivos.

Pero el problema es de diagnóstico, son stocks. Cuando el ministro dice

que se genera un efecto 'crowding out', es parcialmente verdadero (y falso). Porque el aumento de la actividad real tendría que ser ridículamente enorme para que todo ese stock fuera a financiar al sector privado o público sin presiones sobre los precios o tipo de cambio. Y apelar a la demanda de dinero en contextos de inflación alta suena poco plausible.

Aquí sí que se está en un dilema: ¿tasas de interés reales negativas o aumento de la emisión endógena? Será interesante ver la posición del FMI respecto a este punto.

Lo fiscal es necesario, pero no es suficiente.

No es un tema ideológico, es respetar el límite de la restricción de presupuesto del sector público (en el período e intertemporalmente). Sin embargo, no estamos de acuerdo con la posición de que sólo con equilibrio o superávit fiscal se solucionan los problemas del país. ¿Por qué? Porque interpretamos que el desequilibrio fiscal surge de una demanda social derivada de la escasa creación de puestos de trabajo que correlaciona con la falta de inversión.

La restricción externa es una realidad

Tampoco es un tema ideológico, cuando el país quiera/pueda crecer al 3% en forma sostenida, se encontrará tarde o temprano con un límite impuesto por la disponibilidad de divisas. Los últimos 20 intentos de recuperación y crecimiento se cortaron por la falta de divisas (excepto en 1978). Hecho que incluso se vio acentuado en el último ciclo de estancamiento, donde para mantener el mismo nivel de actividad desde 2011 a 2018 se mostró una tendencia creciente en el déficit de cuenta corriente.

Editorial

Es decir, ya ni para crecer, para mantener el mismo nivel de actividad se necesitan divisas. La falsa dicotomía entre mercado interno o exportaciones se agota cuando se ve que sin exportaciones es imposible sostener el crecimiento de la absorción doméstica.

La puja distributiva existe y complica para frenar la inflación.

La economía se puede ‘cortar’ por varios lados. Sectores económicos, propietarios de factores de producción, etc. Con inflación del 50% y con un ingreso estancado se ilumina como con un reflector a la distribución del ingreso. Porque parte de la inercia inflacionaria está fundamentada en que ningún sector, grupo, etc. quiere perder ingresos. La inflación es un fenómeno monetario (obvio, es tautológico, por definición la inflación es la pérdida del valor de la moneda). Ahora, las causas de por qué se emite más dinero del que se demanda son más profundas, y aquí es donde la puja tiene un papel importante. Eso no se resuelve con un secretario de comercio, requiere de coordinación, pero la coordinación requiere antes tener en claro un rumbo.

La suerte

La crisis del COVID golpeó al mundo entero, pero en la recuperación hay países que se vieron más beneficiados relativamente. La recuperación fuerte de Brasil, el clima, los precios internacionales, el ciclo financiero global, la emisión de DEG y la no reaparición fuerte de rebrotes que obliguen a cerrar nuevamente la economía.

Todo esto, o algunos de estos fenómenos que no dependen de la política interna, sino que son dados pueden revertirse en cualquier momento y causar un dolor de cabeza. Algunas amenazas existen: La niña, la inflación en

Estados Unidos, las elecciones en Brasil, nuevas cepas del virus. Como decía Maquiavelo, virtud y fortuna. Una cuota la aporta el azar.

La inversión y el empleo

Lo importante mata lo urgente (sic). Lo urgente sería recuperar niveles de inversión para generar empleo y reducir la carga de la asistencia del sector público. Además, que ese empleo y esa acumulación de capital sean productivos, no es lo mismo el capital asignado a la construcción de una vivienda que el asignado a un proyecto de ganadería sustentable. No porque la construcción sea mala, sino porque no genera empleo en forma permanente. Asignar capital y trabajo a sectores productivos es lo interesante y lo que hace sostenible al crecimiento, el cambio estructural progresivo.

¿Por qué es urgente? Porque el país atraviesa una ventana demográfica que nos obliga a realizar este trabajo antes de que sea más costoso debido al envejecimiento de la población. Ahora, lo importante, acordar con el FMI es importante, estabilizar las variables nominales también lo es.

Mejorar el funcionamiento de la economía implica tener reglas claras, instituciones sólidas, preferencias congeladas. Ahí la pelota pasa de la economía a la política, porque si bien no es fácil encadenar todas las demandas sociales poco hizo la política en pos de generar esas instituciones. El libre mercado funciona (parcialmente) cuando los incentivos están bien diseñados. Pero cuando no lo están, y los mercados son incompletos (principalmente de seguros), entonces el egoísmo individual puede llevar a un mal equilibrio agregado.

Editorial

Dos ejemplos de esto que parece abstracto: ¿para qué compra dólares una persona de mediana edad? Básicamente porque la tasa de interés que recibe por los pesos es negativa en términos reales (malos incentivos) y porque incluso cuando quiera comprar deuda indexada tiene miedo a que lo reperfilen o lo defaulteen (no hay seguro). La consecuencia son los más de USD 250.000 M en manos del sector privado fuera del sistema.

¿Por qué una empresa no contrata trabajadores en una fase de expansión? Primero por falta de previsibilidad y trabas a importaciones (malos incentivos) y después porque el marco regulatorio le impone una contingencia desde el momento en que se contrata a esa persona (no hay seguro). La consecuencia, baja creación de empleo privado.

Agenda

SEMANA QUE TERMINÓ

29-dic

- Coeficiente de variación salarial (CVS)– INDEC. Octubre 2021
- Licitación de deuda – Sec. Finanzas

SEMANA QUE COMIENZA

4-ene

- Recaudación Nacional – Sec. Hacienda. Diciembre 2021
- Mercado Único y Libre de Cambios (MULC) – BCRA Diciembre 2021

6-ene

- Índice de Producción Manufacturera (IPI) – INDEC Noviembre 2021
- Índice de Actividad de la Construcción (ISAC) – INDEC Noviembre 2021
- Prestamos y depósitos privados- BCRA Diciembre 2021

Resumen de lo que pasó; anticipo de lo que viene

1. RESERVAS INTERNACIONALES Con datos hasta ayer **las reservas internacionales se encaminan a cerrar el año apenas por encima de los USD 39 MM**, lo que implicaría que en un año de liquidaciones récord del agro por un escenario favorable de precios y en un contexto de restricciones cambiarias agudas, **el BCRA no logró sumar reservas, sino que perdió USD 260 MM**. En líneas generales las compras de divisas a privados (USD 5 MM) se fueron en pagos de deuda del Tesoro y en intervenciones para moderar el alza de las cotizaciones paralelas del dólar.

Por su parte, **las reservas netas cerrarían el año en torno a los USD 4,1 MM**, una suma muy menor que no llega a representar un mes de importaciones. Y de este total, las reservas de rápida disponibilidad ascienden a apenas USD 0,9 MM, nivel semejante a los de principios de mes, fundando exclusivamente en **la reducción de las posiciones en Oro que mantenía el BCRA en su balance hacia fines de noviembre (-USD 0,3**

2. FX Con datos hasta ayer, el tipo de cambio oficial mayorista cerró a \$102,69 superando levemente la meta del presupuesto 2021 de \$102,4 a diciembre. El BCRA acelera el ritmo de depreciación, a 35% TNA, sumando 30 días con un crawling por encima del 30% anual, más alto que hace unos meses, pero todavía por debajo de los previos.

3. FX PARALELOS Durante el miércoles 29 se vio un recalentamiento del **dólar blue, el cual anotó un nuevo máximo histórico en \$209 (+\$8,50, +4,2% que una semana atrás)**. No obstante, **se ubica 33% por debajo del nivel que alcanzó en el pico anterior (\$195 en octubre-20) medido en términos reales**. En lo que respecta al CCL, su cotización cerró a \$203,44 (-3% respecto a la semana pasada). La brecha respecto al oficial se consolida en los tres dígitos en el primer caso (104%) y muy cerca de ese nivel en el segundo (98%).

4. FINANCIAMIENTO SECTOR PUBLICO Con la última licitación del año, Finanzas se hizo de \$ 334,4 MM. **Convalidó tasas más altas para la deuda en pesos, que terminó**

representando 90% de la colocación de ayer (concentrada en las ledes S2102 y S31Y2); el resto fue deuda atada a CER (T2X3 y T2X4). En total, en el mes sumó financiamiento por casi \$ 450 MM, cuando debía cubrir vencimientos por \$ 312,6 MM (la tasa de rolleo se elevó a 142%, la más alta de los últimos 5 meses). **Así, el Tesoro consiguió fondos extras por \$ 133 MM en el diciembre, que servirán para cubrir la brecha fiscal más abultada del último mes del año.**

A su vez, se conoció el dato que la semana pasada **el BCRA giró otros \$ 137 MM por Adelantos Transitorios y suma \$ 482 MM en el mes faltando una semana para el cierre. Esto pone de relieve las necesidades de financiamiento más altas que operan en diciembre**. Del total que podía emplear en 2021 (elevado a raíz de la cancelación hecha con los DEGs), el Tesoro utilizó 87%, reservándose un margen de \$ 350 MM para 2022.

Resumen de lo que pasó; anticipo de lo que viene

En total, y sin nuevos giros en la última semana, **la emisión para financiar al Tesoro sumó \$ 1,9 Bn en el año (entre Ats y casifiscal), equivalente a 4,2% del PBI (0,7 pp de este total volvió a las arcas del BCRA a raíz de la compra de divisas para el pago de deuda en moneda extranjera).** La deuda neta en pesos totalizó \$ 0,83 Bn (1,8% PBI). Así las cosas, entre las fuentes de financiamiento en pesos del Tesoro, la emisión monetaria representó 2/3 del total y la deuda 1/3, en línea con lo anticipado por el ministro Guzmán en el presupuesto.

- 5. AVANCE DE INFLACIÓN – 4ta. SEMANA DE DICIEMBRE** En la cuarta semana de diciembre **la suba de precios de los alimentos promedió 0,6% semanal**, desacelerando 0,3 pp respecto al alza de la semana anterior. El índice de alimentos y bebidas presentó una inflación mensual de 3,4% promedio en las últimas 4 semanas (y 2,5% punta a punta en el mismo periodo). **La proporción de productos con aumentos vuelve a estabilizarse en**

torno a 12%, lo que equivale a suponer que, a ese ritmo, en menos de 2 meses el total de la canasta de alimentos y bebidas relevada habría sufrido al menos un aumento. Aun con congelamiento de precios, la inercia de los aumentos siguió siendo elevada.

- 6. SALARIOS - OCTUBRE** El nivel general de salarios aumentó un 4% m/m (+0,5% m/m real). En la comparación anual, los salarios se ubicaron un 0,6% real por debajo de aquel entonces. Respecto de dic-20, **los empleados del sector público fueron los que más recompusieron poder adquisitivo en sus salarios (+6% real), seguidos por los empleados privados registrados (3,4% real);** los informales acumulan un año más en baja (-10% real en 10M).

- 7. ANTICIPO RECAUDACIÓN – DICIEMBRE** La semana entrante la AFIP dará a conocer el dato de recaudación del último mes de 2021. **Proyectamos un aumento de los recursos tributarios alrededor del 55% anual (~3% a/a real)**, marcando así el mes número 16

con crecimiento real, pero observándose una desaceleración respecto a la evolución observada en los meses anteriores. En suma, durante el 2021, **la recaudación total habrá alcanzado de casi \$ 11 Bn, lo que marcaría un crecimiento del 11% en términos reales respecto al total de 2020.**

- 8. ANTCIPO IPI e ISAC – NOVIEMBRE** En base al índice de difusión de LCG, **esperamos un crecimiento mensual de la industria**, traccionado por la expansión de las principales ramas: pe. la industria automotriz creció 11% m/m se. y mientras que la siderúrgica 2% m/m s.e. A su vez, la importación de bienes intermedios mostró un repunte significativo en noviembre (+18% m/m se), pudiendo reflejar una mayor demanda industrial. **No obstante, el crecimiento no es parejo entre todos los sectores, y en el agregado la suba que esperamos será menor y difícilmente logre compensar la caída del 6% mensual se. registrada en octubre.**

Agenda

Resumen de lo que pasó; anticipo de lo que viene

En lo que respecta a la construcción, nuestro índice de difusión arroja una variación positiva del 0,5% m/m s.e. (+5% a/a). Vale decir que el Índice Construya anticipa una caída del 1,3% mensual en noviembre, pero este sucede a un crecimiento del 7,5% mensual en octubre, que el ISAC reflejó en mucho menor magnitud (2,3% m/m se.)