

# INFORME SEMANAL

4 de febrero de 2022

- ✓ ALGUNAS REFLEXIONES
- ✓ AGENDA DE LA SEMANA



**Guido Lorenzo**

*Director Ejecutivo*

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

**Melisa Sala**

*Economista jefe*

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

**Victoria Urdangarin**

*Economista*

[v.urdangarin@lcg.com.ar](mailto:v.urdangarin@lcg.com.ar)

**Matías De Luca**

*Economista*

[m.deluca@lcg.com.ar](mailto:m.deluca@lcg.com.ar)

**Paula Malinauskas**

*Analista*

[p.malinauskas@lcg.com.ar](mailto:p.malinauskas@lcg.com.ar)

**lcg.**

**lcg.**

Costa Rica 4165 –CABA

(+5411) 4862 8992

[www.lcg.com.ar](http://www.lcg.com.ar)

[info@lcg.com.ar](mailto:info@lcg.com.ar)

## Editorial

*Apenas una semana ha pasado del anuncio de un acuerdo con el FMI y ya existen más desacuerdos que puntos de entendimiento. En primer lugar, el acuerdo no tiene aún números concretos más que una meta de acumulación de reservas, un sendero de déficit fiscal y uno de emisión monetaria. Esos 3 pilares lucen muy débiles como plan, pero más aún cuando se profundiza en cada meta y empiezan a existir diferencias.*

*Internamente se dijo que no iba a haber un cambio en la política de tarifas, pero al mismo tiempo el FMI se encargó de apurar un tweet de G. Gopinath comentando que se había acordado reducirlos gradualmente. Sobre la meta de acumulación de USD 5.000 M aún no queda claro si el FMI desembolsaría un extra en línea con los pagos que hizo Argentina durante la pandemia que permitiría cumplir parcialmente con esa meta. Tampoco se sabe si ese extra corresponde a la totalidad de los pagos o sólo a la porción de capital que se pagó y no los intereses. A su vez, no hay acuerdo de cuándo serán esos desembolsos. La única meta clara parece la monetaria, y es la que luce más desafiante (véase la Instantánea Económica “Programa Financiero en pesos, la parte difícil del acuerdo”, del 3 de febrero).*

*Luego están los desacuerdos hacia dentro de la coalición gobernante. La renuncia de M. Kirchner como presidente del bloque hace justamente lo contrario a lo que pedía el FMI cuando hizo una crítica al programa anterior. No hace “propio” al programa. Ni el oficialismo en su totalidad lo adopta y eso le quita cualquier cuota de credibilidad a las metas. Bajo ese aspecto es difícil convencer a la oposición de votar un acuerdo que no tiene la convicción de la fuerza que lo envía. Despegarse del acuerdo antes de darlo a conocer al*

*público ya da una muestra de fragilidad política para llevar adelante cualquier programa.*

*Pero quizás donde más llama la atención es en el grupo de gobierno que llevó adelante la negociación. Ahí parecen buscarse problemas donde no los había. Ya habíamos advertido que era inoportuno el viaje a Rusia en medio de la tensión con Estados Unidos por el conflicto en Ucrania. Pero más inoportuno fue pronunciar un discurso anti Washington para contentar a un escueto público ruso o ganarse la simpatía de un Presidente que destinó solo 10 minutos para la reunión a solas entre ambos mandatarios.*

*Las dificultades del acuerdo entre el equipo negociador y el FMI eran obvias y la solución de apurar un entendimiento en medio de una crisis inminente es entendible. Los desencuentros hacia dentro del oficialismo eran inesperados que salgan a la luz tan rápido y lucen, al menos, inoportunos. Ahora, sumar ruido en el plano de las relaciones internacionales del país era innecesario.*

*El problema no es sólo la retórica, sino que realmente las declaraciones en Moscú o Beijing pueden cambiar los ánimos del principal accionista del FMI. También la debilidad política del oficialismo puede redundar en una menor confianza de quién concede el crédito. Estas rispideces en unas semanas pueden quedar como una anécdota y atribuirse a ciertos exabruptos, ya sean del Presidente en la gira internacional o del ex Presidente del bloque de diputados oficialistas. Lo que sí se empieza a cristalizar es nuevamente la falta de ideas y de determinación. O se abraza el acuerdo al FMI o se rechaza.*

## Editorial

*Las medias tintas hacen perder más ilusión en la capacidad y disposición del gobierno para cumplir con el programa con el FMI (que aún no está redactado). Ese gap de credibilidad no se puede importar desde Rusia, China o Estados Unidos. Se construye con disciplina, convicción y persuasión a la sociedad de que es el camino correcto.*

*Hoy con muchos desacuerdos y apenas un entendimiento con el FMI las únicas dudas que se disipan son que el oficialismo sigue fragmentado por dentro y que la economía tiene una fragilidad importante al borde de tener que anunciar un programa que aún no está consensuado ni a nivel interno ni con el FMI.*

## Agenda

### SEMANA QUE TERMINÓ

#### 31-ene

- Índice de salarios (CVS)- INDEC noviembre
- Mercado Único y Libre de Cambios (MULC)- BCRA diciembre

#### 2-feb

- Recaudación tributaria- AFIP enero

#### 3-feb

- Evolución de Préstamos y Depósitos- BCRA enero

#### 4-feb

- Agregados monetarios- BCRA enero

### SEMANA QUE COMIENZA

#### 8- feb

- Índice producción industrial (IPI)- INDEC diciembre
- Indicadores de coyuntura de la construcción (ISAC)- INDEC diciembre

#### 10-feb

- Licitación de deuda-Sec. Finanzas
- Índice de salarios (CVS)- INDEC diciembre

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

**1. RESERVAS INTERNACIONALES** Las reservas cayeron USD 58 MM entre lunes y jueves, manteniéndose relativamente estables en USD 37.560 M. Esta 'estabilidad' se valora teniendo en cuenta que en enero se fueron USD 1.360 M, por fuera el pago de USD 710 MM al FMI, y que estacionalmente las liquidaciones de la cosecha siguen siendo reducidas. Las reservas netas ascienden a apenas USD 2.300 M, equivalente a medio de mes de importaciones.

**2. FX** Con datos hasta ayer jueves, el tipo de cambio mayorista cerraba en \$105,31, casi 50 cvs. más que una semana atrás. De este modo, el BCRA acelera su tasa de depreciación llevándola al 38% TNA (47% TEA), es decir, unos 600 bps. Aunque resulta un crawling más alto que el que aplicó el año pasado hasta noviembre, todavía pierde la carrera con los precios promedio de la economía.

**3. FX PARALELOS** Ayer el CCL cerraba su cotización a \$220,21, disminuyendo un 4,7% respecto a una semana atrás (\$231 jueves anterior y \$240 el viernes). Aun

con los conflictos internos dentro de la coalición de gobierno, el acuerdo con el FMI despejó, al menos por el momento, la incertidumbre de incurrir en default, quitando presión al dólar libre. No obstante, la brecha respecto al oficial se redujo a 110% desde 130% al cierre de la semana pasada. El dólar blue cerró la semana a \$216, disminuyendo un 2,9% respecto a una semana atrás, por los mismos motivos antes mencionados.

**4. FINANCIAMIENTO PÚBLICO** El jueves 10 la Secretaria de Finanzas abrirá la primera licitación de deuda de febrero. Aun no se conoce en el menú de títulos a ofrecer, pero a partir de ellos intentará rolear vencimientos por \$ 560 MM en el mes. Vale recordar que en enero consiguió financiamiento neto por \$ 153 MM, lo que implicó una tasa de rolleo de 154%. Dado lo exigido que se presenta el programa financiero en pesos para este año, la necesidad de obtener fondos frescos para poder cerrarlo implica sostener esa tasa en los próximos meses. *Para más detalle, véase la Instantánea*

*Económica "Programa Financiero en pesos, la parte difícil del acuerdo" del 3 de febrero.*

**5. AGREGADOS MONETARIOS ENERO** La base se contrajo \$ 23 MM en enero (0,6% m/m real) reflejando en parte la estacionalidad propia del mes de diciembre que suele presentar un fuerte aumento. No obstante, la contracción se dio fundamentalmente a raíz de la absorción de pesos que generó el sector público (- \$ 205 MM) y en mucho menor medida también el sector privado a través de compras de dólares (-\$ 14 MM). En contraste, el sector financiero resultó expansivo (+233 MM). Respecto al sector público, vale destacar en enero el Tesoro recibió los primeros \$ 122 MM por Adelantos Transitorios (de un total estimado en \$ 1 Bn para 2022). En el neto retiró pesos de circulación porque empleó \$143 MM en la compra de divisas para el pago de deuda y colocó otros \$ 183 MM en cuentas del BCRA.

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

La demanda de circulante logró conjugar tres meses al hilo de crecimiento mensual real (4,2% en enero) aunque la estacionalidad propia de estos meses sesga el análisis y habrá que terminar de confirmar la reversión de la tendencia. Por lo pronto, hasta noviembre parecía estabilizada en un nivel todavía bajo, asimilable con los de fines de 2018 que presentaban inflación mucho elevada que la actual y creciente inestabilidad cambiaría. La no recuperación sostenida de la demanda de dinero limitará la posibilidad poner un freno a la política de esterilización de los excedentes que viene llevando a cabo el BCRA y a sus costos asociados en términos de intereses.

**6. PRÉSTAMOS Y DEPÓSITOS ENERO** Por noveno mes consecutivo los depósitos crecieron en términos reales (0,2% m/m). Al interior, los depósitos a la vista marcaron su primera caída desde el mes de abril de 2021 (- 1,2% m/m real), debido a que tanto las Cajas de Ahorro como las Cuentas Corrientes se contrajeron (- 1,9% m/m real y - 0,8% m/m real respectivamente). Cuestiones estacionales como una menor demanda

de dinero respecto a diciembre influyen sobre esta dinámica. Como contrapartida, los depósitos a Plazo crecieron en términos reales, marcando una tasa del 3,4% m/m e impulsados en su totalidad por las colocaciones Mayoristas (+ 4,7% m/m real) mientras que las Minoristas se mantuvieron en retroceso (0,4% m/m real). En la comparación anual, los depósitos privados crecieron 5,8% real, 9,6% anual real las colocaciones a la vista y 3,5% anual real las colocaciones a plazo.

Por su parte, el impulso que tomaron los préstamos a partir del estímulo fiscal pre electoral duró poco y en enero se contrajeron un 1,1% m/m y de las tres grandes categorías de créditos los únicos con crecimiento fueron los con Garantía Real (0,4% m/m real). Por su parte, los préstamos a las empresas se contrajeron un 0,6% m/m real (0,7% a/a real) y los créditos al Consumo cayeron un 2% m/m real (-6% a/a real), luego de cuatro meses de expansión. En suma, los préstamos acumulan 44 meses con un valor por debajo (64%) del observado en mayo de 2018.

**7. AVANCE DE INFLACIÓN - 1era SEMANA FEBRERO** En la primera semana del mes, el índice de inflación de alimentos LCG cerró con un incremento del 1,8% respecto a la semana anterior, acelerándose fuerte contra el cierre de enero (+ 0,8 pp). La suba fue liderada por el aumento de verduras (+4,8% s/s) y lácteos (2,7% s/s). Carnes subió a una tasa equivalente a la mitad del promedio (0,9% s/s)

La inflación promedio de las últimas 4 semanas fue del 4,4% m/m, liderado con amplia diferencia por verduras y frutas que marcaron una inflación mensual del 11% y del 9,5% m/m respectivamente, relacionado con efectos estacionales. El porcentaje de productos con aumentos se mantuvo elevado (18%) sin retomar a los niveles de 10-12% que prevalecieron hasta diciembre. Este valor implicaría que en un mes y medio aproximadamente todos los productos de la canasta sufren aumentos.

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

### 8. RECAUDACIÓN TRIBUTARIA ENERO

La recaudación empezó el año empatando la dinámica de los precios: subió 51% interanual, 0,8% en términos reales. Aunque con una fuerte desaceleración en enero, la recaudación tributaria sumó 17 meses al hilo con crecimiento real.

La moderación respecto a las tasas registradas en el segundo semestre del año responde principalmente a la menor tracción de lo recaudado por derechos de exportación, que cayó nominalmente 14% contra un año atrás. De hecho, la recaudación habría crecido 59% anual (+5,7% a/a real) de excluirse del análisis. A su vez se observó una moderación en IVA DGI, que se reflejó en una caída de 3,4% anual real en enero. Es la primera baja después de 10 meses consecutivos de crecimiento real. En menor medida, también influyó en bajo crecimiento en Combustibles (+21% a/a, que posiblemente se revierta con el reciente anuncio de suba de precios) y la caída de Bienes Personales (-2% a/a). En el otro extremo, se destacan las subas de

Ganancias DGI (+59% a/a) y Contribuciones a la Seguridad Social (+65% anual), lo que reflejaría cierta mejora en el mercado laboral formal.

### 9. SALARIOS NOVIEMBRE Y ANTICIPO DICIEMBRE

En noviembre los salarios ostentaron el mayor incremento mensual real del año con un suba promedio del 1,4%, acelerando 0,9 pp respecto a octubre; adicionalmente presentaron el primer incremento interanual real luego de diez meses de números negativos (+0,7% a/a real). Los salarios privados registrados subieron 1,9% m/m real, los no registrados 1,8% y los públicos 0,2%.

No obstante, vale resaltar que el mes de noviembre presentó un registro inusualmente bajo de inflación (2,5% m/m) a raíz del impacto del congelamiento de precios promovido por la Sec. de Comercio Interior. Si de deflactara por la inflación núcleo, que continuó marcando la misma tendencia que presentó desde principio de año (3,3% m/m promedio), el nivel general de salarios hubiera aumentado un 0,6%

m/m real y una nueva caída anual (-0,1% a/a real).

Respecto al dato de diciembre, que se publicará la semana que viene, esperamos un incremento cercano al 4%, en línea con el avance de precios de dicho mes. Esto sería congruente con un crecimiento real 5,5% de los salarios en el año medido punta a punta (dic/dic). En el promedio habrían sufrido un nuevo recorte: 2,5% anual real.

### 10. MULC DICIEMBRE

Las reservas internacionales cayeron USD 1.867 M en diciembre y la baja estuvo explicada principalmente por el pago de intereses al FMI (USD 1.853 M). La Cuenta Corriente volvió a marcar un déficit (-USD 44 M), relacionado con los resultados negativos elevados de las cuentas de Servicios y de las rentas (USD 714 M y USD 384 M respectivamente), a pesar de que el Balance Comercial cerró el mes con un superávit de USD 1.060 M, revirtiendo el déficit de noviembre.

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

A pesar de haberse alcanzado un buen resultado comercial de USD 15.280 M, el BCRA solo pudo aumentar sus reservas en USD 275 M durante todo 2021. Por lo pronto, la Cuenta Corriente cambiaria cerró el año con un saldo mucho menor - USD 5.577 M (1,2% del PBI)-, resultado de la combinación de un superávit récord en el comercio de bienes, pero también de un fuerte crecimiento del déficit de Servicios (+ 179% a/a). El resto se fue en pagos de deuda (pública y privada) y en dolarización (USD 519 MM, aunque en el marco de un cepo cambiario muy restrictivo esta suma resultó sensiblemente menor en la comparación histórica (-83% anual).

**11. ANTICIPO INDUSTRIA Y CONSTRUCCIÓN DICIEMBRE** Después del desplome de octubre (-5% m/m) y la recuperación parcial de noviembre (+4,8% m/m), en base a la evolución de indicadores líderes, esperamos un nuevo crecimiento mensual de la industria. Estaría traccionado por una expansión que se continúa en la producción

automotriz (+12% m/m s.e.), una aceleración de la industria siderúrgica (+4% m/m s.e.), un repunte del consumo de energía eléctrica (+7%) y una mayor importación de bienes intermedios (+6,7% m/m s.e). De este modo, la Industria recuperaría los niveles previos a la caída de octubre y terminaría el año con un crecimiento promedio del 16% anual.

En lo que respecta a la Construcción, esperamos un ritmo de crecimiento muy tenue en diciembre, pero aún así positivo. Mientras que los despachos de cemento crecieron en la medición mensual (+3% s.e.), el índice Construya marcó una caída del 6,6%, aunque esta última suele estar sobredimensionada. En el balance, el resultado sería una variación promedio anual del orden del 30%.