

INFORME SEMANAL

9 de septiembre de 2022

- ✓ **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

En una semana donde la agenda estuvo más centrada en la política que en la economía no significa que esta última no haya tenido novedades. El dólar a \$200 surtió el efecto deseado, ingresan dólares al BCRA tal como estaba previsto y se le pone un poco de alivio al frente externo. No obstante, trajo las consecuencias indeseadas de una aceleración de la inflación. Posiblemente el mes de septiembre veamos mayores tasas de inflación que según nuestros registros parece ubicarse en un piso de 2% semanal.

Sucede que finalmente se devaluó el peso y aquí es donde quizás se entiende un poco menos la medida. Pagar los costos de una devaluación encubierta y que los beneficios se los lleve un solo sector suena como una pésima política económica, incluso con efectos redistributivos regresivos.

No todas son malas noticias, el dólar a \$200 para la soja logró coordinar expectativas acerca de cuál es un tipo de cambio comercial de equilibrio. De aquí en más habrá que ver si se mantiene esta devaluación ambigua con múltiples tipos de cambio o se hace un trabajo para llevar a todo el comercio a un tipo de cambio más competitivo.

Aún con un dólar en el nivel del dólar soja incluso persistirá una brecha alta, la cual es producto del deteriorado balance del BCRA que tiene su origen en una emisión de pesos que refleja el abuso del señoreaje agravado por las medidas que implicó el confinamiento. Sin embargo,

creemos que un tipo de cambio en el nivel que ahora tiene la soja y sus derivados podría derivar en un comercio más holgado que permita lograr algo de ahorro externo.

El costo de llevar el dólar comercial a \$200 implicará una mayor aceleración de la tasa de inflación. Para ello sería interesante que, en conjunto con esa devaluación, se activen mecanismos de control por parte de la secretaría de comercio a fin de evitar un pasaje a precios lógico en una economía que, además de consumir bienes transables, tiene ya una gimnasia para la remarcación propia de un régimen de alta inflación.

Sin embargo, no creemos que esta sea la decisión que tome el nuevo gabinete económico. Principalmente por una cuestión casi caprichosa de no querer devaluar el peso y preferir que la actividad y los indicadores sociales se depriman de la mano de una restricción a las cantidades importadas.

Si ese es el escenario, queda la pregunta acerca de si es sostenible atravesar todo un nuevo año con el nivel actual de reservas. En nuestra opinión será difícil llegar al período diciembre a marzo del año siguiente. Es que ya no habrá dólares retenidos por el agro y la demanda de dólares supera a la oferta en términos planeados (ex ante), aun cuando los pagos por importaciones de energía se hayan moderado.

Editorial

La respuesta a “no llegar” no será devaluar. Creemos que se intentará seguir regulando la salida de capitales vía mayores restricciones al dólar para turismo, por ejemplo. Esa economía, limitada por la cantidad de dólares y con ajuste fiscal también ambiguo o dubitativo, es decir, poco creíble, no puede crecer. Serán meses entonces de mayor inflación y freno a la actividad. Al menos, y quizás paradójicamente, hasta orgulloso, el flamante ministro pueda concretar más de doce meses de gestión sin devaluar oficial y definitivamente el peso.

Agenda

SEMANA QUE TERMINÓ

6-sep

- Préstamos y depósitos – BCRA. Agosto 2022
- Agregados Monetarios – BCRA. Agosto 2022

7-sep

- Índice de producción industrial (IPI) – INDEC. Julio 2022
- Indicadores de la actividad de la construcción (ISAC) – INDEC. Julio 2022

SEMANA QUE COMIENZA

14-sep

- Índice de precios al consumidor (IPC) – INDEC. Agosto 2022

15-sep

- Sistema de índices de precios mayoristas (SPIM) – INDEC. Agosto 2022
- Índice del costo de la construcción (ICC) – INDEC. Agosto 2022

16-sep

- Licitación de deuda – Sec. de Finanzas

Resumen de lo que pasó; anticipo de lo que viene

1. RESERVAS INTERNACIONALES Las reservas brutas totalizaron ayer en USD 37,2 MM, unos USD 640 M más que 7 días atrás. El dato a destacar es que el BCRA logró comprar unos USD 700 M en las últimas tres ruedas, a partir del nuevo esquema de “dólar soja” vigente hasta finales de septiembre. En contraposición perdió USD 180 M en la semana por la depreciación del yuan (USD 1.750 M en lo que va del año), lo cual impacta negativamente en el swap con China (componente de las reservas brutas). Las reservas netas cerraron ayer en USD 1,6 MM (USD 726 M más que una semana atrás). Contra diciembre, siguen acumulando una caída de USD 647 M, lo que contrasta con la meta de USD 5,8 MM para 2022 comprometida con el FMI.

En lo que respecta puntualmente a las implicancias del dólar soja, vale resaltar que la pérdida que significa para el BCRA comprar reservas a 200 y venderlas/valuarlas a 140 será cubierta por una nueva Letra Intransferible en dólares del Tesoro para evitar una caída patrimonial de la entidad. No obstante,

esto implica un deterioro del balance teniendo en cuenta la calidad de estos títulos.

2. FX Ayer jueves el tipo de cambio mayorista cerró su cotización a \$141,18 (+1,56% s/s). Así, el BCRA culmina la semana con un ritmo de devaluación efectivo del 6,9% mensual, siendo la primera vez en dos años que la depreciación mensual del tipo de cambio supera a la inflación esperada. Esto equivale a una velocidad de crawling del 126% efectivo anual (+40 pp que una semana atrás). De esta manera, el ajuste del tipo de cambio oficial se acopla a la devaluación implícita priceada en los contratos de futuro de dólar en torno al 100% a 12 meses vista.

3. FX PARALELOS Con datos hasta ayer, el CCL cerró a \$282,89 y el Blue a \$280, ambos un 2% por debajo del cierre de una semana atrás. Así, las brechas respecto del oficial se mantienen en el 100%, el punto más bajo en dos meses. Respecto a diciembre, el CCL acumula una suba del 40% y el blue del 35% vs. 37% del dólar oficial.

4. LICITACIÓN DE DEUDA El viernes de la próxima semana Finanzas llevará a cabo la primera licitación del mes en el que deberá enfrentar amortizaciones por \$180 MM, donde casi el 70% del total se concentran en letras en pesos a descuento. Vale recordar que en la última licitación de agosto (donde Finanzas se hizo de más de \$300 MM) se destacó la ausencia de instrumentos indexados (tanto a dólar como a CER), pero Finanzas debió convalidar tasas cada vez más altas (100% TEA).

Resumen de lo que pasó; anticipo de lo que viene

5. AVANCE DE INFLACIÓN 1º SEMANA DE SEPTIEMBRE

Durante la primera semana de septiembre el Relevamiento de Precios de los Alimentos de LCG marcó un aumento del 2,7%, acelerando 0,8 pp respecto a la semana previa. Se trata del cuarto mes consecutivo con registros por encima del 2% semanal en la primera semana del mes. La inflación mensual llega a 6,8% promedio en las últimas 4 semanas, reflejando una aceleración en el margen.

Puntualmente esta semana se destacó un incremento en el porcentaje de productos con aumentos, elevándose del 21% al 25%. Ya son 10 las semanas con un valor por encima del 20%. Esto significa que todos los productos de la canasta estarían registrando un aumento de precio en poco más de un mes

6. ANTICIPO INFLACIÓN – AGOSTO

Esperamos que en el mes de agosto el índice de precios al consumidor desacelere respecto a la variación pico del mes de julio, pero ubicándose todavía en registros altos, en torno a 6,5% mensual, lo que implicaría una inflación

anual del 77,5%. Esta estimación se basa primero en una inflación mensual promedio de los Alimentos y bebidas del 6,3% según nuestro relevamiento, lo cual aportaría 1,8 pp de inflación en el mes; en segundo lugar, se autorizaron aumentos de algunos servicios regulados durante el mes (40% en colectivos y trenes en el AMBA y un aumento de hasta el 11,34% en las tarifas de prepagas) y comenzó a pagarse el bono de \$134 mil para los encargados de edificios (\$ 12 mil en agosto), que incidirá en un aumento de expensas en torno al 6%. Estas cuestiones agregarían aproximadamente 2 pp adicionales a la inflación general. El resto, lo aporta una inercia que se sostiene elevada.

7. ANTICIPO PRECIOS MAYORISTAS Y COSTOS DE LA CONSTRUCCIÓN – AGOSTO

El jueves se conocerán los datos de la inflación mayorista y de los costos de la construcción del mes de agosto. Respecto a los primeros, estimamos una inflación en torno al 6,2% mensual (70,7% anual), lo que significaría una desaceleración de casi 1

pp respecto a julio (mes que se vio convulsionado luego de la renuncia del Ministro de Economía que derivó en múltiples remarcaciones de precios). En cuanto a los costos de la construcción, de acuerdo a la dinámica que vienen exhibiendo los materiales en conjunto con las paritarias acordadas por la UOCRA para el mes de agosto, esperamos que los costos de la construcción orbiten el 7% de incremento mensual (66% anual).

8. PRÉSTAMOS Y DEPÓSITOS – AGOSTO

Los depósitos en pesos se contrajeron un 2,8% m/m real, y por primera vez se contrajeron contra un año atrás, aunque en el margen (-0,6% a/a real). Esto se explicó principalmente por una caída de los depósitos a la vista (-5,1% m/m real, -4,2% a/a real), los cuales fueron compensados en parte por el aumento de los plazos fijos tradicionales (+1,7% m/m real). En términos anuales, en 8M-22 las colocaciones a plazo aumentaron 3,9% a/a real respecto al mismo período del año anterior.

Resumen de lo que pasó; anticipo de lo que viene

Los préstamos en pesos se volvieron a contraer en agosto: 1% m/m real (+1,2% real interanual), cayendo al interior todas las categorías: préstamos a las empresas (-0,3% m/m real), créditos al consumo (-1,6% m/m real) y préstamos con garantía real (1,2% m/m real). En 8M22 crecen a una tasa mínima del 0,7% real. Un escenario de caída de la actividad, sumado al aumento de tasas de interés terminará por deprimir el lado de la demanda y es posible que genere una retracción del stock y aumento de la morosidad.

9. AGREGADOS MONETARIOS – AGOSTO

La Base Monetaria se contrajo en \$126 MM a finales de agosto (-8,5% m/m real). En el promedio, la contracción fue del 4% m/m en términos reales. La venta de reservas en el MULC fue la contracara de la absorción de \$68 MM de base monetaria; otros \$66 MM se absorbieron por operaciones con el sector público (principalmente por cancelación de Adelantos Transitorios por \$10 MM); el resto (\$44 MM) estuvo asociado a Otras operaciones. El único sector expansivo

fue el Financiero (+\$53 MM) a raíz del pago de intereses en concepto de Pases y Leliqs. En términos anuales la base creció al 46% anual, lo que se traduce en una caída real del 17%.

Durante agosto el Circulante cayó 5,6% mensual real y se mantiene en mínimos del 4,4% del PBI. M2 privado bajó 5,3% mensual real, en tanto que M3 privado apenas 2,7% mensual real a raíz del mayor aumento relativo de las colocaciones a plazo. En términos interanuales variaron -14%, -4,2% y -3,7% real, respectivamente.

El Tesoro canceló \$10 MM al Banco Central en concepto de cancelación de Adelantos Transitorios como parte del compromiso de alcanzar la meta de emisión acordada con el FMI. Esto deja una emisión acumulada por ATs por \$620 MM, levemente por debajo de los \$665 MM comprometidos. Para lo que resta del año esperamos que el financiamiento monetario al Tesoro sea prácticamente nulo o marginal, al menos ese fue el compromiso del ministro Massa.

10. RECAUDACIÓN – AGOSTO En agosto la recaudación alcanzó los \$ 1,7 Billones, cayendo en términos reales por primera vez en 23 meses (-2,6% anual).

Tanto los impuestos asociados a la actividad aduanera (DGA) como a la actividad interna (DGI) reflejaron caídas interanuales (-8% a/a y -2% real a/a, respectivamente). El único rubro con crecimiento real fue Contribuciones a la Seguridad Social: + 3% real a/a. Los primeros cayeron por derechos de exportación (-41% real a/a), mientras que la recaudación asociada a importaciones se mantuvo en alza (+16% real a/a). Dentro de los segundos, la caída obedece a la baja en IVA DGI (-0,9% real) que no terminó de ser compensada por lo recaudado en Ganancias DGI, que presentó una fuerte desaceleración, pero creció 1,9% real a/a (-29 pp m/m), ni por el buen ritmo que sostiene Créditos y débitos (+3% real a/a).

Resumen de lo que pasó; anticipo de lo que viene

Para lo que resta del año esperamos que la recaudación en términos reales vaya perdiendo vigor en virtud de un resentimiento en el nivel de actividad. La mayor nominalidad podrá explicar la magnitud de la tasa de crecimiento, pero en términos reales entendemos que el crecimiento debería empezar a ceder. Proyectamos una recaudación total superior a \$ 18 Bn para el año en curso, en torno 70% más que un año atrás.

11. INDUSTRIA Y CONSTRUCCIÓN – JULIO

La actividad industrial mostró una caída del 1,2% m/m s.e en julio, desacelerando 4,1 pp con respecto a junio (+2,9% m/m s.e.). Las restricciones a las importaciones, en un mes turbulento en materia cambiaria, puede explicar buena parte de la caída. Contra un año atrás la industria creció un 5,1% en julio. A nivel sectorial, se destacan Maquinaria y equipo (+21,1% a/a), que aportó 1,4 pp al crecimiento total, industria Automotriz (+21,7% a/a) que sumó 1 pp adicional y Alimentos y bebidas (+0,7% a/a) que contribuyó con otros 0,2 pp. En línea con la dinámica

zigzagueante que viene presentando la industria, esperamos que a partir de aquí la dinámica comience a estancarse por la escasez de divisas, la incertidumbre macro-política desincentivando proyectos de inversión y caída en el poder adquisitivo y demanda. Proyectamos un crecimiento del 4,5% promedio para este 2022 (lo que implica una desaceleración de 1,4 pp respecto a hoy).

La actividad de la construcción creció un 2,2% m/m s.e. en julio, luego de la caída de 1,8% mensual de junio. En el último mes operó en su nivel más alto desde febrero de 2018, coincidente con el máximo histórico del sector. Contra un año atrás crece al 4,9% a/a. La brecha cambiaria continúa actuando como el principal factor estimulante para el sector, abaratando costos medidos en dólares libres, aún con desaceleración de la actividad y precios más altos. Dada la dinámica de la última mitad del año pasado, aun cuando esperamos un crecimiento muy marginal en los próximos meses, la construcción cerraría el año con un crecimiento en torno a un

6% promedio anual.