

# INFORME SEMANAL

23 de septiembre de 2022

- ✓ **ALGUNAS REFLEXIONES**
- ✓ **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)

**Victoria Urdangarin**

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

**Matías De Luca**

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

**Paula Malinauskas**

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

## Editorial

*La inflación acelerándose a niveles del 125% anualizado no hacen más que confirmar lo que estaba previsto en el acuerdo con el FMI. Las tasas elevadas y la actividad anémica también estaban implícitas en el programa. El único elemento disonante en la aplicación de lo acordado es el ritmo de devaluación del peso.*

*El gabinete económico entiende que debe hacer una corrección y la estrategia hasta el momento consistía en mantener constante el techo de la brecha y acelerar el crawling peg. Esta semana quedó demostrado que no hay razones para pensar que el tipo de cambio libre se mantenga con un límite superior de \$300 por mucho tiempo, algo que amenaza esa estrategia.*

*Ante esto las alternativas son dos. La primera sería depreciar la moneda definitivamente en torno a los \$200, algo que podría traer incluso algún exceso de oferta de dólar libre gracias al carry que implica la tasa por encima del 100%, es decir, un dólar más alto con una brecha más baja. La cautela reside en la chance concreta de que el tipo de cambio desordene por completo la nominalidad de la economía. Es decir, que la inflación no encuentre techo, el dólar libre tampoco y, en consecuencia, no haya efectos reales de una devaluación del peso oficial, sólo inflación.*

*La posibilidad de que ese sea el resultado no es cuestión de suerte, sino de compromiso por parte de la implementación de la medida y de la*

*previsibilidad que pueda dar la política económica y quienes la llevan adelante. En el gobierno parece estar la convicción de que este es el camino, pero una vez que se tenga reservas internacionales. Razonamiento raro, se devalúa para acumular reservas, no se acumulan reservas para devaluar. Pero es un temor entendible.*

*La otra opción es el de manejar múltiples tipos de cambio y con el dólar oficial seguir con un ritmo de depreciación por detrás de la dinámica de la inflación. Algo que sólo trae más distorsiones, pero al menos se arriesga menos a que la economía descarrile en el cortísimo plazo. El problema con esta alternativa es que no asegura que se llega a fines de 2023 sin que la inflación se vuelva insostenible y haya que hacer un nuevo ajuste sobre el tipo de cambio oficial pero ahora sobre una economía aún más débil y con mayor inflación.*

*Visto así, parece que la opción correcta sería la de acomodar el tipo de cambio oficial a un nivel de \$200 a precios de hoy. La opción de múltiples tipos de cambio tiene una dificultad adicional y es que deja pesos en la calle que pueden presionar sobre el dólar libre, cuestión que se vio reflejada esta semana en la medida de no permitir a quienes accedieron al dólar soja la compra de MEP o CCL. Un tipo de cambio único para el comercio de bienes al menos implica que los pesos serán demandados por importadores para acceder al dólar para importación.*

## Editorial

*La dificultad con la multiplicidad de tipos de cambio desnuda justamente el problema central: las contrariedades de la economía no se agotan en la falta de dólares, sino también en el exceso de pesos por sobre lo que quiere la demanda. Pensar a la inversa tampoco llevará a buenos resultados: secar la plaza no garantiza que el dólar no suba. El problema es que la demanda de circulante cae en forma sostenida y, para ello, no hay precio que equilibre el mercado de pesos (ni tasa, ni tipo de cambio). Se necesita reconstruir la confianza en la moneda. Ese es el principal problema que enfrenta el gobierno y no está pudiendo solucionar.*

## Agenda

### SEMANA QUE TERMINÓ

#### 20-sep

- Informe de avance del nivel de actividad – INDEC. Segundo trimestre 2022

#### 21-sep

- Resultado Fiscal – Ministerio de Hacienda. Agosto 2022
- Mercado de Trabajo – INDEC. Segundo trimestre 2022
- Intercambio comercial argentino (ICA) – INDEC. Agosto 2022

#### 22-sep

- Evolución de la distribución del ingreso (EPH) – INDEC. Segundo trimestre 2022

### SEMANA QUE COMIENZA

#### 26-sep

- Estimador mensual de la actividad económica (EMAE) – INDEC. Julio 2022

#### 28-sep

- Licitación de deuda – Sec. de Finanzas
- Incidencia de la Pobreza e Indigencia – INDEC. Primer Semestre 2022

#### 29-sep

- Índice de Salarios – INDEC. Julio 2022

#### 30-sep

- Mercado de cambios (MULC) – BCRA. Agosto 2022

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

**1. RESERVAS INTERNACIONALES** Las reservas brutas se ubicaron ayer en USD 36,1 MM (-USD 1,8 MM que una semana atrás). Entre los motivos que provocaron esta baja se ubican los pagos efectuados al FMI (USD 2,6 MM) y la desvalorización del swap con China producto de la depreciación del Yuan (USD 0,2 MM). La compra de divisas (aproximadamente USD 1,1 MM), anotando 13 ruedas al hilo, moderó la caída. En línea con esto, las reservas netas cerraron ayer en USD 1,4 MM (-USD 1 MM semanal). De todos modos, la próxima semana el FMI desembolsaría 3.000 DEGs (equivalentes a USD 3,8 MM) de acuerdo al calendario de pagos previsto, de los cuales USD 1,9 MM irían a constituir reservas netas según los criterios de contabilidad pactados en el acuerdo con el organismo.

**2. FX** El tipo de cambio mayorista cerró ayer jueves en \$145,17 (+1,39% s/s). El BCRA mantuvo el mismo ritmo de crawling que 7 días atrás: 105% TEA, consistente con una depreciación efectiva del 6,1% mensual, aún por debajo del ritmo de la inflación, pronunciando el atraso cambiario. Así, el TCR a

septiembre se ubica en 1,3 (base 1=dic-01), un 12% por debajo de finales de 2021. Considerando las proyecciones de inflación local y de EEUU, el BCRA debería devaluar un 40% a diciembre para recuperar el nivel de competitividad del año pasado.

**3. FX PARALELOS** Los dólares paralelos borrarón la relativa estabilidad de las últimas semanas, aumentando su cotización. El Blue cerró ayer a \$285 (+\$9; +3,3% s/s) mientras el CCL alcanzó los \$312,16 (+\$17; +5,7% s/s). Así, las brechas respecto al dólar mayorista se ubican en 98% y 115%, respectivamente. En lo que va del año, el blue acumula un 37% de suba mientras que el CCL 54%, contra una inflación del 56%.

**4. LICITACIÓN DE DEUDA** El viernes pasado la secretaría de Finanzas se hizo de \$353 MM donde casi dos tercios de las colocaciones se concentraron en dos letras ajustables por CER (la más corta a 6 meses con un descuento del 0,5% y la más larga a 9 meses con una tasa del 1%). Por otra parte, logró colocar \$162 MM en una letra a descuento con

vencimiento a enero 2023, convalidando una TEA del 108%. De esta forma, consiguió una tasa de rolleo del 190% en septiembre, otorgándole así cierto margen para los próximos vencimientos.

**5. AVANCE DE INFLACIÓN 3º SEMANA DE SEPTIEMBRE** Durante la tercera semana de septiembre el Relevamiento de Precios de los Alimentos de LCG marcó un aumento del 2,8%, acelerando 1,7 pp respecto a la semana previa. Derivado de esta dinámica, en lo que va del mes ya se acumula una inflación del 6,7%, algo similar a la observado durante el mes de agosto. La inflación mensual volvió a acelerar, alcanzando el 7,7% en las últimas 4 semanas.

Puntualmente esta semana se destacó una desaceleración de 16 pp en el porcentaje de productos con aumentos dentro de la canasta, pasando del 36% al 20%. Esto significa que todos los productos de la canasta estarían registrando un aumento de precio en poco más de un mes. El promedio de las últimas 4 semanas se mantiene en un 25%.

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

**6. RESULTADO FISCAL – AGOSTO** Tanto los ingresos como el gasto primario cayeron en términos reales en agosto: -3% anual en cada caso. El gasto suma el cuarto mes consecutivo de desaceleración real, con un mayor recorte en partidas como Subsidios (-15% a/a real), Prestaciones Sociales (-9% a/a real) y Gastos de Funcionamiento (-37% a/a real). No obstante, durante agosto se mantuvo cierto congelamiento de la caja, acumulándose deuda flotante.

En lo que corre del año el rojo primario suma 968 MM (1,2% del PBI). Sumando la carga de intereses (\$ 779 MM, +77% a/a), el déficit financiero alcanza \$ 1,7 Bn (2,2% del PBI). El déficit primario computable en la meta con el FMI asciende a 1,4% del PBI en 8M-22 (este no considera los ingresos por rentas de la propiedad derivados de la colocación de deuda sobre la par por encima del 0,3% del PBI).

La meta de reservas del tercer trimestre va en camino a cumplirse a partir de las liquidaciones motivadas por el Dólar Soja; sin la asistencia del BCRA al Tesoro

en los últimos meses, la meta de emisión está sobre cumplida; ahora el foco parece concentrarse en la meta fiscal que, alcanzarla, implicará un gran desafío de cara a lo que resta del año. Pero esta dinámica no se acaba en diciembre, el compromiso de convergencia de las cuentas pública asume un déficit de 1,9% PBI en 2023, casi 1 pp menor al que se proyecta cerrar ese año.

### 7. INTERCAMBIO COMERCIAL – AGOSTO

En agosto las importaciones (USD 7.838 M) aumentaron 36,2% a/a, debido a un incremento tanto en precios como cantidades. Las exportaciones (USD 7.538 M) cayeron un 6,9% a/a, afectadas por una elevada base de comparación. Todos los rubros analizados mostraron contracciones en las cantidades exportadas en términos anuales.

Las importaciones de combustibles explicaron el 17% del total importado, disminuyendo su participación, con su crecimiento dado enteramente por precios. Las exportaciones de combustibles aumentaron 6,8% a/a. Debido a esta dinámica, el déficit de la

balanza comercial en este rubro totalizó en USD 680 M (+278% a/a). En 8M-22 el déficit total de la balanza de combustibles se ubica en los USD 5.397 M.

En total el déficit comercial sumó USD 300 M en agosto, y reduce el superávit acumulado en el año a USD 2.193 M (vs USD 10.655 M en 8M-21).

Para todo el año, proyectamos un superávit comercial en torno a los USD 6.000 M, 58% inferior al alcanzado en 2021, el cual no terminará de traducirse en un aumento de las reservas internacionales, por el drenaje que existe en otros componentes del balance de pagos (déficit en la balanza de servicios, pago de intereses de deuda pública, servicios de la deuda privada, etc.)

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

### 8. MERCADO DE TRABAJO – SEGUNDO TRIMESTRE

La tasa de actividad se ubicó en el 47,9% durante el 2T-22 (+2 pp a/a; +1,4 pp t/t) y hubo una creación neta de empleo con una tasa de ocupación que se ubicó en el 44,6% (+3,1 pp a/a; +1,3 pp t/t), la más alta en 20 años. Por su parte, la tasa de desocupación se redujo en el margen, ubicándose en 6,9% (-2,7 pp a/a; -0,1 pp t/t). En síntesis, se registró una mayor cantidad trabajadores en el mercado laboral (+687 mil t/t): el 97% (665 mil) encontró un empleo, pero el 3% sigue buscando. Aún así, la tasa de desocupación cayó.

El 22% de los nuevos puestos de trabajo creados en el 2T-22 fueron informales, ubicándose la tasa de informalidad en un 37,8%, el mayor nivel desde 2008. Se incrementó 6,3 pp contra un año atrás y 1,9 pp en relación con el trimestre anterior.

### 9. ACTIVIDAD – SEGUNDO TRIMESTRE

En el segundo trimestre de 2022 el PBI

registró un crecimiento de 1% t/t s.e. Dentro de la demanda agregada, destacó el aumento de inversión (7,8% t/t s.e., +18,8% a/a), y consumo privado por su peso dentro del PBI (1,8% t/t s.e., +10,7% a/a). El consumo público continuó en niveles bajos (+0.2% t/t s.e., +5,3% a/a). Las exportaciones, luego de dos trimestres consecutivos de caída, crecieron 3,5% t/t s.e. y 9,3% a/a, y las importaciones desaceleraron 3,7 pp contra IT-22 (+2,9% t/t s.e., +23,1% a/a).

De cara al segundo semestre, proyectamos una desaceleración del nivel de actividad, considerante con un crecimiento en torno al 3,5% promedio en 2022, similar al arrastre estadístico que dejó el 2021. Esto se explica en una desaceleración del consumo por la erosión de los salarios reales producto de la elevada inflación, y caída en el gasto del gobierno para poder cumplir las metas de déficit fiscal. Difícilmente la inversión pueda seguir traccionando al ritmo que lo hizo hasta ahora, en medio

de un escenario para incierto en términos políticos y con mayores restricciones (importaciones) y desequilibrio de precios relativos.

### 10. DISTRIBUCIÓN DEL INGRESO – SEGUNDO TRIMESTRE

Durante el 2T-22, la brecha entre los ingresos per cápita del 10% de los hogares de mayores recursos (\$ 152.583) y los ingresos per cápita del 10% de los hogares de menores recursos (\$ 9.967) fue de 15,3 veces, disminuyendo 2,8 pp respecto al 1T-21. El ingreso per cápita promedio se ubicó en los \$ 41.810, marcando una caída del 0,8% real respecto al 2T-21. La mejora en la distribución obedeció a una dinámica dispar de los ingresos por deciles en el último año: los ingresos de los deciles más bajos (1-4) crecieron un 5,9% a/a real, los ingresos de los deciles medios (5-8) se mantuvieron sin cambios (+0,6% a/a real) en tanto que los de los más altos (9-10) visualizaron una contracción del 3,8% a/a real promedio.

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

**11. ANTICIPO EMAE – JULIO** El lunes se dará a conocer el dato de actividad para el mes de julio. Luego de haber encadenado todo un trimestre de aumentos consecutivos, esperamos que la actividad refleje una contracción en julio (en torno a 1% mensual) a partir del alto grado de incertidumbre motivada por la renuncia de Martín Guzmán que disparó al alza la cotización de los dólares libres. Distintos indicadores de avance fueron en esta línea: observó una caída de la producción industrial del 1,2% m/m s.e, del 2,7% m/m s.e en el consumo minorista y del 6,1% en el consumo de energía eléctrica. En contraposición, la construcción marcó un aumento del 2,2% m/m s.e, pero no alcanzará a compensar los efectos negativos totales dado el peso relativo del sector en el total.

**12. ANTICIPO POBREZA – PRIMER SEMESTRE** El miércoles se dará a conocer el dato de incidencia de la pobreza e indigencia para el primer semestre de 2022. Esperamos que se observe una disminución de la tasa de

pobreza para el total del país, motivada por la recuperación del nivel de actividad economía (+6,5% a/a durante el 1S-22), que fue acompañada por una reducción de 3 pp del desempleo y un freno en la caída del salario real promedio (+0,2% real a/a). No obstante, no somos optimistas en cuanto a que esa dinámica se sostenga en la actualidad, sobre todo por la erosión de los ingresos que significa la aceleración de la inflación. En efecto, esta semana se conoció que la Canasta Básica Total para una familia tipo ascendió a \$ 119.756 en agosto, 75,2% por encima de un año atrás.

**13. ANTICIPO SALARIOS – JULIO** El jueves próximo se dará a conocer el dato del índice general de salarios para el mes de julio. Luego de la pérdida marginal de poder adquisitivo en el mes de junio (-0,4% m/m), esperamos que en julio se visualice otra caída en los ingresos laborales (en torno al 1,8% m/m real) producto de que no se registraron incrementos pactados por paritarias de los sectores más representativos durante

el mes, al mismo tiempo que se observó una aceleración del nivel de precios (+7,4% m/m).