

INFORME SEMANAL

16 de diciembre de 2022

- ✓ **ALGUNAS REFLEXIONES**
- ✓ **AGENDA DE LA SEMANA**

Guido Lorenzo

Director Ejecutivo
g.lorenzo@lcgsa.com.ar

Melisa Sala

Economista jefe
m.sala@lcgsa.com.ar

Victoria Urdangarin

Economista
v.urdangarin@lcgsa.com.ar

Matías De Luca

Economista
m.deluca@lcgsa.com.ar

Florencia Iragui

Analista
f.iragui@lcgsa.com.ar

Editorial

El gabinete económico se ilusionó al conocer el dato de inflación de noviembre y hasta hay declaraciones del oficialismo que osan decir que el país se encuentra en un sendero de desinflación. Si bien el dato mostró una marcada desaceleración respecto a meses previos cabe señalar que varios de los aumentos de precios de noviembre fueron pospuestos para diciembre y el primer trimestre del año 2023. Sostener el relato de la desinflación será difícil para los meses venideros.

Adicionalmente, la inflación en términos interanuales se seguirá acelerando, aunque se repita el valor de noviembre en los meses siguientes y será inevitable llegar a los tres dígitos en la comparación anual de precios. No obstante, uno no puede culpar al gabinete económico por sacar a jugar las herramientas de controles de precios, no tanto por su eficacia, sino por la posibilidad de mostrar que algo se está haciendo con la inflación y no se encuentra en una posición de inacción.

Si algo se debería haber aprendido de la última experiencia de reducción de la tasa de inflación del gobierno anterior es que encarar esta empresa con precios relativos desalineados es solo diferir inflación en el tiempo. Con corrección de tarifas, combustibles, tipo de cambio y otros regulados por delante, no hay chance de tener un programa anti

inflacionario exitoso a lo largo del tiempo.

Esta cuestión también es un sello del oficialismo, el horizonte de planificación es lo suficientemente miope para que se busquen estrategias de rápido resultado. Lo cual lleva a preguntarse si no existirán presiones para reducir el ritmo de depreciación del peso para los próximos meses, algo que tentó hasta al académico ex ministro M. Guzmán en un año electoral.

La preocupación aquí es que no se ve una voluntad por ordenar la transición hasta una nueva gestión, sea del signo político que fuere. Similar tentación se encuentra por parte de la oposición en no encarar el problema de resolver las dificultades para que en 2023 el gobierno consiga financiamiento en el mercado de deuda local.

Estas tentaciones políticas dañan más a la macroeconomía que los fundamentos económicos de la misma. El país tiene problemas estructurales mucho más importantes que los macroeconómicos, pero lo estructural no se puede encarar con la macro desordenada y lo macro tampoco sin un horizonte de hacia dónde se quiere encarar en el mediano plazo.

Editorial

Los riesgos de esto se encuentran entonces en dos áreas interrelacionadas, las chances de una crisis cambiaria y las de una crisis de deuda local. Sobre ambos riesgos el país ya está acostumbrado, hemos atravesado ambas pocos años atrás. Lo que es una novedad es la posibilidad de que estas crisis contagien al sistema bancario. Los bancos se encuentran con tal exposición al sector público amplio (Banco Central y Tesorería Nacional) derivadas de problemas en los stocks que vuelven más frágil al sistema en su conjunto.

A pocos días de empezar un nuevo año, oficialismo y oposición están más preocupados por problemas que no pueden resolver, amenazas exógenas como la sequía o la recesión a nivel internacional, que por cuestiones de las cuales tienen las llaves para las soluciones a su alcance. Sólo queda esperar a que ceda la mezquindad electoralista de la política.

Agenda

SEMANA QUE TERMINÓ

14-dic

- Licitación de deuda – Sec. De Finanzas

15-dic

- Informe de avance del nivel de actividad – INDEC. Tercer trimestre 2022
- Índice de precios al consumidor (IPC) – INDEC. Noviembre 2022

SEMANA QUE COMIENZA

19-dic

- Intercambio Comercial Argentino (ICA) – INDEC. Noviembre 2022

20-dic

- Resultado fiscal – Sec. De Hacienda. Noviembre 2022
- Valorización mensual de la canasta básica alimentaria y total (CBA y CBT) – INDEC. Noviembre 2022

21-dic

- Mercado de Trabajo – INDEC. Tercer trimestre 2022
- Estimador mensual de la actividad económica (EMAE) – INDEC. Septiembre 2022

22-dic

- Evolución de la distribución del ingreso (EPH) – INDEC. Tercer trimestre 2022
- Índice del costo de la construcción (ICC) – INDEC. Noviembre 2022
- Sistema de índices de precios mayoristas (SIPM) – INDEC. Noviembre 2022

Resumen de lo que pasó; anticipo de lo que viene

1. RESERVAS INTERNACIONALES Las reservas brutas finalizaron ayer en USD 39,6 MM (+0,6 MM respecto a una semana atrás). Esta suba corresponde casi enteramente a la compra de divisas por parte del BCRA (USD 0,5 MM). De este modo las reservas netas se ubicaron en los USD 4,2 MM, y en lo que va del mes aumentaron en USD 0,6 MM.

Vale destacar que durante los primeros 9 días hábiles de septiembre (cuando se estableció el primer esquema de "dólar Soja") las reservas netas se incrementaron en USD 1,5 MM, lo cual indica un ritmo de compras netas inferior para el programa actual.

2. FX El tipo de cambio mayorista cerró ayer a \$172,43, aumentando a un ritmo del 1,31% s/s. De este modo, el BCRA finaliza la semana con una velocidad de crawling del 104% (TEA), lo cual resulta 20 pp inferior a la de una semana atrás. Esto sería consistente con una devaluación del orden del 6% efectiva mensual.

3. FX PARALELOS Durante las últimas dos semanas los tipos de cambio paralelos operaron levemente al alza, con un CCL

que cerró ayer a \$332,67 y un Blue a \$320. Mientras el primero cayó 1,6% s/s, el segundo se encareció 1,3% semanalmente. Respecto de finales de 2021 acumulan una suba del 65% y 54%, respectivamente, vs. una inflación del 85%. Así, las brechas se ubican en el 93% y 86%, respectivamente.

4. LICITACIÓN DE DEUDA El miércoles 14 la secretaría de Finanzas llevó a cabo la primera licitación del mes en la que captó financiamiento por \$830 MM (\$470 MM netos). Con este resultado, se logró una tasa de rollover del 231% para diciembre, consistente con un 168% acumulado en el año, luego del canje del mes pasado.

Exceptuando lo colocado en Letras de Liquidez (que vencen dentro del mes) y el BONTE2027 (que sirve para constituir encajes bancarios), el plazo promedio se ubicó en 4 meses y medio, donde la máxima duración alcanza a julio-23 correspondiente a un título dollar linked. En esta ocasión, el 59% de lo licitado correspondió a letras a descuento (tasa fija), las cuales pagaron el 117% de TEA (entre 1 y 2 pp menos que dos semanas atrás). Por su parte, la única letra

ajustable por CER +4% acaparó el 22% de lo colocado, cuyo vencimiento se ubicó en abril de 2023. El saldo restante se destinó a tres títulos ajustables por tipo de cambio.

5. AVANCE DE INFLACIÓN 2º SEMANA DE DICIEMBRE

Durante la segunda semana de diciembre el índice cerró con un aumento de precios del 1,3% s/s, acelerando en 0,2 pp respecto a la semana previa. Con esta dinámica, durante las dos primeras semanas de diciembre, la inflación promedia el 1,2% semanal; por encima del comportamiento observado en las mismas semanas del mes de noviembre. Por su parte, el promedio mensual se incrementó marginalmente luego de ocho semanas consecutivas de desaceleración, y paso a ubicarse en un 3,4% m/m (+0,2 pp s/s).

Esta semana el porcentaje de productos con aumentos de precios disminuyó al 19%, luego de que alcanzase el 39% durante la primera semana de diciembre. El promedio de las cuatro semanas parece haber alcanzado un nuevo piso, manteniéndose en valores por encima al 20% desde hace ya 24 semanas.

Resumen de lo que pasó; anticipo de lo que viene

6. PRECIOS AL CONSUMIDOR –

NOVIEMBRE En el mes de noviembre el índice de precios al consumidor se ubicó en 4,9% m/m (+92,4% a/a), desacelerando respecto al mes previo (-1,4 pp m/m). El componente estacional del índice reflejó la mayor desaceleración: -4,9 pp (+4,1% m/m). En el interior, el mayor aumento se observó en frutas (+13,5% m/m), mientras que las verduras cayeron un 6% m/m. Los regulados fueron el componente con la mayor variación mensual, alcanzando el 6,2% m/m (-1,2 pp; +81,8% a/a), producto de aumentos en varias categorías: electricidad y gas (+11,1% m/m), transporte público (+9,2% m/m), combustibles (+6,8% m/m) y telefonía (+5,4% m/m).

Alimentos y bebidas marcó una variación del 3,5% m/m (-2,7 pp; +94% a/a), el menor aumento en 11 meses (noviembre de 2021: +2,1% m/m). Esta desaceleración se produjo por una conjugación entre una caída estacional en el precio de las Verduras (-6,1% m/m) y un aumento magro en las Carnes, el principal componente de la categoría

(+0,9% m/m).

7. PBI – 3T-22 En el tercer trimestre de 2022 el PBI registró un crecimiento de 1,7% t/t s.e. Dentro de la demanda agregada, el consumo privado mantuvo su ritmo de crecimiento y anotó +10,2% ia en el trimestre (+1,4 t/t s.e.), mientras que el consumo público cayó 0,1% ia, luego de 5 trimestres consecutivos de crecimiento anual (-1,7 t/t s.e.). La inversión fue el componente con mayor crecimiento, alcanzando un 14% ia, pero con una leve contracción respecto al 2T-22 de 0,8 pp (s.e.). Las importaciones crecieron 21% ia, incrementándose un 2% t/t s.e. Por último, las exportaciones cortaron con 5 trimestres consecutivos de crecimiento y en el 3T-22 cayeron 4,6% ia (-3,7% t/t s.e.).

El sector productor de Bienes representó el 31% del PBI, mientras que el de Servicios un 52%. Dentro del primero, la Industria (17,6% del PBI), creció 6,4% respecto a un año atrás, mientras que la Construcción (3% del PBI), lo hizo en un 7,5% ia. Para el caso de Servicios, Comercio (13,5% del PBI) creció 1,2% ia, mientras que Servicios empresariales

(11% del PBI) lo hizo al 5,8% ia y Transporte y almacenamiento (7% del PBI) al 8,3%.

8. NIVEL DE ACTIVIDAD INDUSTRIA MANUFACTURERA Y CONSTRUCCIÓN – OCTUBRE

En octubre la industria manufacturera visualizó una contracción del 1,1% m/m s.e (+3,4% a/a). Los mayores crecimientos en términos anuales se dieron en Otros Equipos y Vehículos (+15,1% a/a y +14,8% a/a, respectivamente), diferenciándose ambos sectores ampliamente del resto. Las industrias metálicas, químicas y de alimentos se mantuvieron con variaciones positivas, pero alejadas de las líderes (+6,4% a/a, +5,1% a/a y +2,3% a/a, respectivamente). En 10M-22, la industria manufacturera acumula un crecimiento del 5,7% a/a promedio, impulsada por la industria textil (0,92 pp; +21,6% a/a acum.) y por el sector de Maquinarias y equipos (0,8 pp; +13,6% a/a acum.), que crecieron muy por encima del promedio.

La actividad de la construcción cayó un 3,5% m/m s.e. (-0,9% a/a), profundizando su tendencia contractiva.

Resumen de lo que pasó; anticipo de lo que viene

En 10M-22 acumula un crecimiento del 6,3% a/a, mientras que, respecto al mes de diciembre de 2021, la actividad resultó un 5,3% menor. Con la caída del mes, la construcción quedó un 11% por debajo de su nivel más alto alcanzado a principio de 2018 (máximo histórico del sector). Hacia el interior, por tercer mes consecutivo cayeron los despachos de Cemento (-1,3% m/m s.e.), pero la demanda todavía se ubica 3 pp por encima de diciembre de 2021. Para el caso del Asfalto, la caída fue del 7,5% m/m s.e. y se ubica un 25% por debajo de dic-21.

9. PRÉSTAMOS Y DEPÓSITOS – NOVIEMBRE

Los depósitos en pesos del sector privado se mantuvieron estables respecto al mes anterior (+0,1% m/m real), siendo el segundo mes en el cual mantienen su nivel en pesos (octubre -0,1% m/m real). En noviembre, los depósitos a la vista se contrajeron por segundo mes consecutivo: -0,5% m/m real (-3,5% m/m real en octubre); aunque este mes el principal impulso fue una contracción de las Cajas de Ahorro del 1,5% real. Las colocaciones a plazo crecieron por octavo mes consecutivo en

términos reales (+1,3% m/m). Esta dinámica continúa siendo impulsada por las colocaciones mayoristas (+1,8% m/m real), mientras que las colocaciones minoristas se contrajeron un 1,3% m/m real en noviembre. Por cuarto mes consecutivo, se observó un aumento en las colocaciones en moneda extranjera, finalizando el mes de noviembre en USD 15,4 MM (+USD 363 M m/m; +2,4%).

Los préstamos en pesos marcaron su quinto mes de contracción en términos reales, aunque lo hicieron a una tasa relativamente baja: -0,4% m/m real en noviembre; continúan mostrando un mal desempeño en el año, acumulando una caída del 14,7% en términos reales desde el mes de diciembre. Los préstamos a las empresas se mantuvieron invariantes en términos reales (+0,1% m/m real), mientras que los Créditos al Consumo parecen haber frenado su dinámica contractiva, manteniéndose sin cambios durante noviembre (-0,1% m/m real) y los Préstamos con Garantía Real se contrajeron un 3,1% m/m real (-13,6% a/a real).

10. AGREGADOS MONETARIOS – NOVIEMBRE

La base monetaria aumentó

en \$209 MM durante noviembre (4,9% m/m; -0,7% m/m real; -26% a/a real). En 11M-22 acumula un crecimiento de 47% a/a (-14% a/a real). La venta de divisas al sector privado fue contractiva en \$68,5 MM, mientras que el sistema financiero permitió absorber un neto de \$102 MM (a raíz de la colocación de pases y Leliq por \$611 MM, que se compensó parcialmente con el pago de intereses por \$510 MM). Por su parte, el sector público fue expansivo por \$379 MM (resto de operaciones con el sector público por \$216 MM y Otras operaciones por \$163 MM).

El circulante creció en noviembre un 3,6% m/m (-1,8% m/m real). Año a año cayó a una tasa del 24% real y se mantiene en mínimos del 3,9% del PBI (0,7 pp menos que un año atrás). El M2 privado creció a un ritmo del 4,2% m/m (-1,3% a/a real). Respecto a 12 meses atrás, la contracción resulta del 17% real. Durante el mes representó el 12% del PBI (0,9 pp menos que un año atrás). El M3 privado se expandió en promedio un 4,9% m/m (-0,6% real). En términos anuales la caída de M3 asciende a 6% real y representa un 20,8% del PBI.

Resumen de lo que pasó; anticipo de lo que viene

11. ANTICIPO MERCADO DE TRABAJO –

3T-22 El miércoles de la semana próxima se conocerán los datos del mercado de trabajo del 3T-22. La dinámica de la actividad continuó siendo positiva durante dicho período y marcó un crecimiento promedio del 5,7% a/a, por lo que esperamos que la tasa de ocupación se mantenga en niveles elevados: 43,5%, +0,6 pp interanual. No obstante, en un contexto de caída de ingresos reales, es de esperar que como mínimo, la participación en el mercado de trabajo no se reduzca, por lo que la tasa de desempleo no presentaría grandes variaciones. Así, proyectamos que esta se mantenga en torno al 7% para el 3T-22.

12. ANTICIPO ESTIMADOR MENSUAL DE LA ACTIVIDAD - OCTUBRE

La próxima semana se dará a conocer el estimador de actividad económica del mes de octubre. Mientras la producción industrial cayó un 1% m/m s.e., las ventas minoristas declaradas por CAME sufrieron la misma suerte. No obstante, la recaudación de IVA s.e. (proxy de consumo) se mantuvo invariante respecto al mes previo. En este sentido, para octubre esperamos que la actividad haya

marcado un comportamiento sin grandes cambios, con una variación en torno al 0% y al -0,4% m/m s.e.

13. ANTICIPO RESULTADO FISCAL – NOVIEMBRE

Durante el mes de noviembre, los recursos tributarios crecieron un 89% a/a. De la mano de esta dinámica, esperamos que los ingresos con destino a las arcas nacionales alcancen los \$1,4 Bn (+83% a/a; -5% a/a real), principalmente con ingresos tributarios creciendo al 76% a/a y contribuciones a la seguridad social a una tasa del 97% a/a.

Desde el lado del gasto, esperamos que el primario roce los \$1,6 Bn (+74% a/a; -9,4% real), traccionado principalmente por Prestaciones de la seguridad social y transferencias al sector privado (asistencia social) que caerían en términos reales, con crecimientos en torno al 75% anual. Por su parte, los subsidios económicos tendrían un comportamiento más en línea con la inflación, ya que anticipamos que aumenten en torno a un 90% a/a.

En resumen, esperamos que el rojo fiscal del mes ronde los \$167 MM, por lo que el

SPFN acumularía en 11M-22 un déficit del 1,4% del PBI. No obstante, la deuda flotante continúa ubicándose por encima del valor observado en los mismos meses de los años anteriores, acumulando \$1 Bn a noviembre (1,2% del PBI).

14. ANTICIPO INTERCAMBIO COMERCIAL – NOVIEMBRE

El lunes de la semana entrante se conocerá el dato de comercio exterior para el mes de noviembre. Se espera que el nivel de exportaciones retroceda marginalmente respecto al mes anterior (-USD 438 M), producto de un menor impacto de los envíos de productos relacionados con el agro. Sin embargo, esperamos que continúen con la buena dinámica que vienen presentando y cierren con un valor en torno a los USD 7.500 M (+20,6% a/a). Por su parte, las compras al exterior seguirían impactadas por la baja disponibilidad de divisas y las trabas burocráticas, por lo que se mantendrían en torno a los USD 6.000 M (+4% a/a). Producto principalmente de la dinámica de las importaciones, esperamos que noviembre resulte superavitario (en torno a los USD 1,2 MM), totalizando los casi USD 5,7 MM en lo que corre del año. 8

15. ANTICIPO PRECIOS MAYORISTAS Y COSTOS DE LA CONSTRUCCIÓN – NOVIEMBRE

Luego del dato de octubre (4,8% mensual), estimamos que para noviembre el índice de precios mayoristas continúe desacelerando, alcanzando el 4% m/m. De este modo, la inflación mayorista alcanzaría un registro del 83% a/a.

Respecto al sector de la construcción, esperamos que el índice de costos arroje un incremento cercano al 6% mensual. Con Materiales algo más estabilizados y cercanos a dicho valor, el mayor factor de presión vendría por el lado de la Mano de obra, la cual representa la mitad del índice y tiene pactadas paritarias para el mes de noviembre.