

DÓLAR \$103,3

EURO \$117,2

RESERVAS 39.156M

MERVAL 83.910



## Resumen semanal

7 de enero de 2022

El relevamiento del Ministerio de Trabajo dio a conocer que en el mes de octubre el empleo registrado se recuperó 0,3% respecto al mes anterior. A su vez, se habría superado el nivel de ocupación total previo a la pandemia (febrero de 2020) en casi un 2%, lo cual fue impulsado principalmente por la categoría de independientes, que presentó una variación de 6% respecto a los niveles de ese entonces. Por su parte, los asalariados privados siguen un 0,7% por debajo, lo que se traduce en aproximadamente 41.000 puestos de trabajo menos respecto a los niveles pre pandémicos.

En el plano de la actividad económica, el INDEC informó que en noviembre la actividad industrial tuvo una expansión del 4,8% respecto al mes pasado. A su vez, la variación interanual fue del 10,1% y el incremento respecto a los niveles previos a la pandemia se ubica en un 9,5%. El INDEC destacó que en los primeros once meses de 2021 la producción manufacturera superó en 6,4% a los primeros once meses de 2019.

Por su parte, en noviembre la construcción presentó un leve avance del 0,4%. La variación interanual se posicionó en 8,4%, mientras que la variación respecto a los niveles de febrero de 2020 se ubica en un 23,3%. Al mismo tiempo, se dio a conocer que en octubre los puestos de trabajo en el sector mostraron un incremento del 19,3% respecto a octubre de 2020, pero permanecen 5,3% por debajo al mismo mes de 2019, lo que se traduce en aproximadamente 22.000 puestos de trabajo menos.

ADEFA dio a conocer que la fabricación de autos cerró el 2021 con un alza del 69% respecto al año anterior, y que superó en un 38% los niveles de 2019. Al mismo tiempo, los empresarios informaron que las exportaciones crecieron 89% frente a 2020 y 15% respecto a 2019. Sin embargo, desde los concesionarios afirman que se perdieron ventas por casi 70.000 unidades por falta de oferta, la cual tiene como algunas de sus causas a la falta de dólares y las trabas a las importaciones. Debido a estas complicaciones de abastecimiento en las concesionarias, los precios de los autos 0 km mostraron saltos interanuales del 72%, variación que supera a los aumentos del dólar y a la inflación.

Por otro lado, la agencia de recaudación de la provincia de Buenos Aires, ARBA, informó que en 2021 la recaudación fue de \$791.479 millones, por lo que creció casi 70% respecto al año anterior. En términos reales, el incremento de la recaudación del fisco provincial fue del 17%. El impuesto sobre los Ingresos Brutos fue el que más impulsó este aumento, ya que es el más importante en la matriz recaudatoria bonaerense, representando el 73% de toda la recaudación.

A su vez, el Instituto de Promoción de Carne Vacuna Argentina estimó que el precio de la carne aumentó en diciembre aproximadamente un 10%, pese al congelamiento de algunos cortes para las fiestas. A nivel interanual, los precios de la carne habrían aumentado un 61% aproximadamente. A pesar de que se ha observado que las medidas implementadas durante el año no se han traducido ni en una baja ni en un mantenimiento de precios, el gobierno optó nuevamente por limitar la exportación de los cortes más consumidos por el mercado interno hasta el 31 de diciembre de 2023, y a su vez dictaminó la suspensión de la exportación de reses enteras, medias reses y cuartos delanteros.

El ministro de Economía admitió que las diferencias que se tienen internamente sobre la velocidad del ajuste fiscal dificultan que se concrete el acuerdo con el Fondo. Luego de ese discurso, los bonos operaron en rojo, el riesgo país avanzó y tanto el dólar blue como los dólares financieros se mostraron al alza.

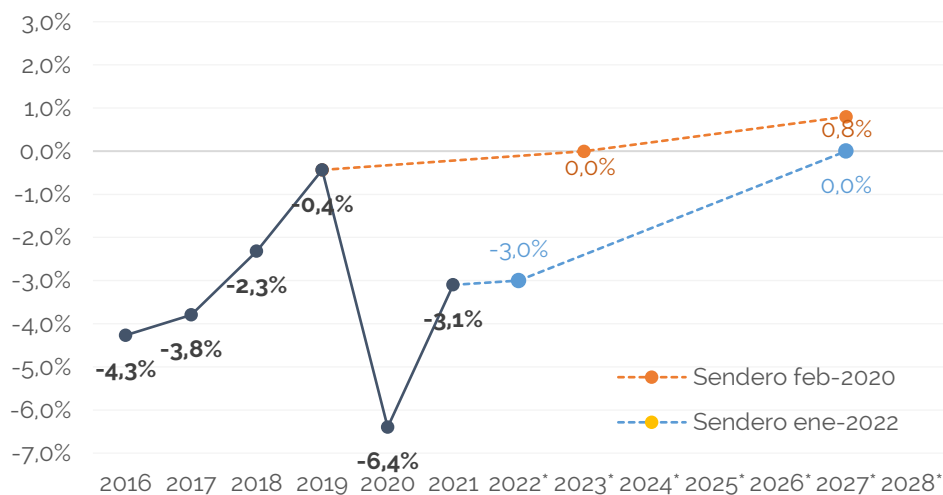
## Lejos de un acuerdo

La reunión convocada por el Presidente y el Ministro de Economía con los gobernadores para presentar los avances de las negociaciones con el Fondo Monetario Internacional dejó una sola certeza: el país está muy lejos de llegar a un acuerdo de facilidades extendidas con el Fondo Monetario y deberá haber un duro trabajo por parte del equipo económico durante las próximas semanas si se quiere evitar el default cuando llegue el vencimiento de abril.

En primer lugar, la línea de razonamiento expresada en el discurso reafirma que el gobierno tiene un diagnóstico equivocado de los problemas de la macroeconomía argentina. En pocas líneas el gobierno sostiene que no se debe bajar el gasto público para corregir el desequilibrio fiscal porque eso sería recesivo y detendría el actual proceso de recuperación económica. En la visión oficial el gasto público es la pieza fundamental del proceso de crecimiento de la economía. Esta idea es el punto de conflicto central con el organismo internacional debido a que equilibrar las finanzas públicas sin bajar el gasto público implica aumentar la presión tributaria (que ya es demasiado alta) o, en la visión oficialista, encadenar varios años de crecimiento económico que aumenten los recursos fiscales por vía de una mayor actividad. Sin embargo, esta estrategia tiene dos problemas. El primero es que requiere de un período muy largo para conseguir la corrección fiscal y, por lo tanto, implica el aumento de la deuda pública para financiar esa transición. Creer que el país podrá acceder fluidamente a los mercados de deuda durante los próximos años no es realista dado el riesgo país y la caída en la demanda por los bonos ya emitidos. De hecho, tanto para el período 2020 como para el 2021 la realidad mostró que el mix de financiamiento del déficit debió descansar mucho más sobre la emisión que sobre el endeudamiento que lo que el Ministerio de Economía tenía planeado. En caso de que se decida financiar la transición con la asistencia monetaria del Banco Central implicaría una tasa de inflación, en el mejor de los casos, establemente alta por mucho tiempo. El segundo problema de esta especie de "gradualismo recargado" es que todas las variables de la macroeconomía están dando señales de alerta que en caso de no ser corregidas podrían interrumpir la recuperación en cualquier momento. Incluso mirando la experiencia reciente, la economía argentina no logra encadenar dos años seguidos de variación positiva del PBI desde el bienio 2010-2011. Hoy, con desequilibrios mucho más preocupantes, es casi irreal pensar que se podrá quebrar esta racha. Pero entonces, si la corrección gradual descansa sobre el supuesto de permanente crecimiento de la economía, y eso no es factible dadas las condiciones macroeconómicas, el sendero de corrección gradual es una mera fantasía.

## Senderos fiscales

-déficit primario en % PBI-



Fuente: Invecq en base a Ministerio de Economía

En el gráfico se muestran dos senderos fiscales. El primero es el que había presentado el Ministro Guzmán en febrero del 2020 en el Congreso de la Nación cuando se estaba dando comienzo a las negociaciones con los bonistas privados para reestructurar la deuda. En aquel momento, y partiendo de un déficit primario mínimo de 0,4% del PBI que había dejado la administración de Mauricio Macri ya se planteaba un ritmo demasiado lento en la continuación del ajuste. Según esos cálculos el equilibrio llegaría recién en 2023, es decir que la corrección durante todo el mandato de Alberto Fernández sería de 0,4% del PBI. Los bonos no tardaron en responder ante el anuncio de esa pasividad fiscal y el riesgo país comenzó a aumentar.

Claramente, con la pandemia y la cuarentena mediante, ese sendero originalmente planteado no era cumplible durante los primeros años. Sin embargo, lo que sorprende ahora es el nuevo sendero fiscal presentado por Guzmán en la reunión con los gobernadores. En lugar de replicar, a partir de este año, el sendero originalmente planteado, ahora se estima alcanzar el equilibrio fiscal recién en 2027, es decir cuatro años más tarde que el 2023 planteado en principio. El argumento del gobierno es que se necesita más tiempo para consolidar la recuperación luego del shock que significó el coronavirus. Sin embargo, analizando tanto el nivel de actividad como los niveles de empleo, la recuperación ha sido bastante más rápida que lo que se estimaba el año pasado. Es decir que gran parte del impacto de la crisis 2020 ya ha sido superado.

Lo que sí es peor ahora que antes de la pandemia son los desequilibrios macroeconómicos. Y justamente por eso el gobierno debiera intentar llevar a cabo el ordenamiento fiscal lo más pronto posible y no dilatarlo cuatro años más. Comparando la situación actual con la de febrero 2020, observamos que el déficit fiscal es más grande, el nivel del gasto público es más alto, el atraso tarifario es significativamente mayor, la cantidad de dinero en circulación es mayor, las reservas internacionales en manos del Banco Central son menores (considerando las netas estamos en mínimos históricos), la brecha cambiaria es mayor y la tasa de inflación de partida es mayor. No hay un solo indicador macro que justifique el hipergradualismo fiscal que presentó Guzmán en la reunión de esta semana.

Complementariamente, la presentación consistió en un simple gráfico de línea similar al aquí presentado. No se explicitó ninguna medida específica que llevaría al cumplimiento de esa trayectoria. Ni siquiera se presentaron las estimaciones de crecimiento del PBI y de la recaudación tributaria que harían el trabajo sin necesidad de ajustar el gasto público, según la idea de Guzmán.

Algo relevante para tener en cuenta es que, si no hay consenso con el FMI sobre la trayectoria fiscal, entonces difícilmente sea cierto o al menos consistente que sí haya acuerdo con respecto a la trayectoria del financiamiento monetario por parte del BCRA y a la trayectoria de las reservas internacionales. Ambas dinámicas están dominadas por lo que pase en el plano fiscal y es por eso que es imprescindible primero acordar este plano para luego avanzar en los otros dos. Incluso el tímido aumento de tasas de interés que llevó a cabo el BCRA en los últimos días no tendrá ningún sentido si no se logra disminuir considerablemente las necesidades de emisión del BCRA para financiar al fisco.

La semana que viene será el momento del encuentro entre Guzmán y los dirigentes de la oposición, nucleados en los gobernadores y los presidentes de los bloques legislativos. A posición de la mayoría de la oposición es requerir la carta de intención ante el FMI por parte del gobierno. Con esto la oposición estaría obligando al gobierno a explicitar concretamente las medidas (si las hubiera) y la evolución proyectada de las variables claves compatibles con la dinámica fiscal, monetaria y cambiaria planteada. Con ello se estaría obligando al gobierno a acelerar el trabajo necesario para lograr un acuerdo con el FMI antes de la llegada de los vencimientos de este año y, al mismo tiempo, a transparentar el programa, base sobre la cual se podría tener un debate con argumentos.

De todas maneras, parece ser poco lo que pueda conseguir la oposición. El desafío central está en que todos los integrantes del oficialismo entiendan que ninguna medida de reducción del gasto público será más recesiva que un escenario de no acuerdo con el Fondo o de un acuerdo débil que no logre restaurar los equilibrios macroeconómicos y que desemboque en una nueva crisis cambiaria con aceleración inflacionaria. Los testimonios y posicionamientos de algunos de los gobernadores en la reunión de esta semana refleja que hasta el momento esa toma de conciencia no se ha alcanzado. Ojalá que no sea tarde.

## La semana de los mercados

- El Banco Central decidió subir la tasa de interés de las Leliq dos puntos porcentuales, por lo que ahora se posiciona en 40%. Esta medida se puede interpretar como un “guiño” al FMI, ya que el aumento de tasas fue uno de los puntos que solicitó el organismo como condición necesaria para llegar a firmar un acuerdo con la Argentina.
- La soja superó los US\$ 500 por tonelada, impulsado por el clima seco en Sudamérica. Diversas estimaciones apuntan a que seguirá subiendo.
- El índice S&P 500 se presentó a la baja esta semana, descenso impulsado principalmente por el sector tecnológico. Esto último se explicó por la posibilidad de que la Fed aumente las tasas antes de lo esperado.

### Indicadores internacionales

Monedas		
	en US\$	Var. % sem
Dólar Index	95,9	-0,3%
Euro	0,9	-0,4%
Real	5,7	1,5%
Yen	115,6	0,4%
<hr/>		
Peso argentino	103,3	0,5%
Solidario	178,6	0,5%
CCL	197,1	-2,8%
Blue	208,5	0,2%

Índices Internacionales		
	Índice	Var. % sem
S&P 500	4.673	-2,6%
Dow Jones	36.194	-0,9%
Bovespa	101.561	-3,4%
Shangai	3.580	-1,1%
Nikkei 225	28.479	-1,1%

Tasas Internacionales	
	Valor
EE.UU. 10y	1,78%
Libor	0,60%
Selic	9,25%

Commodities			
	Unidad	Precio	Var. % sem
Oro	US\$ / Oz Troy	1.790	-1,3%
Petróleo (WTI)	US\$ / BBL	79	2,7%
Trigo	US\$ / Ton	273	-4,6%
Maíz	US\$ / Ton	236	0,9%
Soja	US\$ / Ton	506	3,9%

## Indicadores locales

Índices locales			Tasas Locales	
	Índice	Var. % sem	TNA	
S&P Merval en \$	83.909,6	-0,5%	Plazo Fijo	33,9%
S&P Merval en US\$ mayorista	812,3	-1,0%	Badlar	34,3%
S&P Merval en US\$ CCL	425,8	2,3%	Leliq	40,0%

Reservas		
en millones de US\$	Actual	Var. Semanal
Reservas Brutas	39.156	-1.949
Reservas Netas	1.469	-23

Riesgo País		
Índice	Actual	Var. Semanal
EMBI+	332	1,5%
Argentina	1.796	5,8%
Brasil	333	2,5%
México	215	2,9%
Uruguay	127	3,3%

## Dólar Futuro

