

INFORME SEMANAL

ECONVIEWS
ECONOMÍA Y FINANZAS

12 de Abril de 2024



Baja de **tasas** y
levantamiento
gradual

Pág. 2



La **inflación en bienes**
llegó al dígito, las
tarifas son las que
empujan

Pág. 5



La **actividad** está
cerca de su piso

Pág. 7

(+54 11) 5252-1035
La Pampa 1534
Buenos Aires
www.econviews.com
Twitter: @econviews

Miguel A. Kiguel
Director
mkiguel@econviews.com

Andrés Borenstein
Economista Asociado
aborenstein@econviews.com

Alejandro Giacoia
Economista
agiacoia@econviews.com

Delfina Colacilli
Economista
dcolacilli@econviews.com

Pamela Morales
Economista
pmorales@econviews.com

Rafael Aguilar
Economista
raguilar@econviews.com



Editorial: Baja de tasas y levantamiento gradual

El Banco Central bajó 10 puntos la tasa de interés de política monetaria que pasó de 80 a 70% anual. Ahora los bancos empezaron a pagar plazos fijos en torno de 60% anual. Hay argumentos para bajar la tasa. El primero es que las tasas de mercado ya estaban muy bajas. Las implícitas en futuros y en bonos iban por ese lado. El gobierno sabe que el límite es que la tasa tiene que ser mayor a la devaluación proyectada y menor a la inflación para mantener el apetito por el peso, aunque la ecuación es menos simple de lo que parece.

El segundo argumento es el de siempre: la licuadora. El Banco Central reduce la cantidad de emisión por pagos de intereses (casi 2 billones de pesos en marzo). Esto ayuda a que baje la emisión primaria de dinero. También le alivia la carga de intereses al Tesoro. Recordemos que en marzo la LECAP se colocó a 5.5% mensual y en abril salieron al 4.5 y 4.75%.

Quizás la apuesta más importante es que empiece a funcionar el multiplicador bancario. Hoy varios bancos entraron en una competencia de baja de tasas, especialmente en el mercado corporativo. En momentos de política fiscal dura y un tipo de cambio que no ayuda, el estímulo crediticio puede ser un pequeño oasis.

Los anuncios de tasas también vinieron con medidas regulatorias. Se aumenta el encaje al 10% para los depósitos de los fondos (el impacto es menor rendimiento para los inversores institucionales) y se flexibilizan los pagos de importaciones de las pymes.

Esto aumenta la demanda de dólares en el margen y deja pistas sobre cómo piensa el equipo económico el levantamiento del cepo. Probablemente no haya un día D, como fue el 17 de diciembre de 2015, sino que sea todo en cuotas. La desventaja es que se pierde un efecto comunicacional y de expectativas, algo así como el día de la liberación. La ventaja es que el equipo económico pisa sobre seguro. Afloja, testea y si funciona sigue para adelante.

Creemos que es importante desarmar este Frankenstein. Hay que notar que ni siquiera la baja de tasas hizo subir el dólar. Esto es porque el MEP y CCL no son, como comúnmente se los llama, dólares libres o de mercado. Las restricciones para operar en esos mercados hacen que una baja de tasas haya hecho volar los bonos en pesos largos y no el dólar porque el mercado salió de cauciones y fondos de money market para buscar alternativas en pesos ya que muchos tienen vedado el acceso al CCL incluyendo firmas importadoras, bancos y otros.

La prueba de fuego para el mercado podría venir el día que se levante la restricción cruzada para comprar MEP o CCL junto con el MULC. Hay que recordar que hoy el precio del contado con liquidación tiene una prima ínfima respecto de lo que sería comprar dólares oficiales más el impuesto país. También hay que ver qué hacer con el "blend" o la exportación en 80-20. Hoy el contado con liquidación tiene una oferta artificial que ya rinde apenas alrededor de 4% (20% exportado al CCL, con una prima del 20%). Se genera una distorsión que ya rinde muy poco.

Aunque nuestro escenario base dice que se sale del cepo en julio, creemos que para julio sin dudas va a haber avances con este levantamiento en cuotas, pero no estamos seguros si tendremos un mercado verdaderamente libre. Lo que sí creemos es que para cuando llegue ese momento las tasas de interés tendrán que ser positivas en términos reales. En Econviews venimos planteando la alternativa de usar bandas cambiarias o un desdoblamiento con dólar comercial y financiero, como formas de no generar tanto shock negativo a la hora de levantar las restricciones. Son ideas para el mundo post-cepo que de alguna forma llegará en algunos meses.

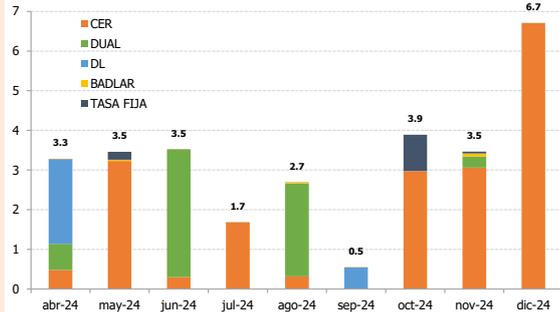
LA SEMANA QUE PASÓ

✓ **En la primera licitación del mes el Tesoro colocó AR\$ 3 billones de pesos.** Poco más de la mitad de este monto corresponde al Boncor a diciembre del año que viene. El porcentaje restante se dividió en las Lecap a octubre 2024 y febrero 2025, que cortaron con tasas del 4.5% y 4.75% respectivamente.

✓ **Con vencimientos por poco menos de AR\$ 0.5 billones, al Tesoro le quedó liquidez excedente que usará para comprarle dólares al Banco Central.**

Perfil de vencimientos en pesos

Capital + intereses - En billones de AR\$



Nota: ajustados con estimaciones propias de inflación, tasa Badlar y tipo de cambio.
Fuente: Econviews en base a Ministerio de Economía

✓ **La actividad minera y de extracción aumentó un 2.7% mensual en febrero.** La variación interanual fue del 13.4%. Creció un 11.3% comparado al primer bimestre del año pasado.

✓ **El crecimiento del sector es impulsado principalmente por la extracción de petróleo crudo (+9.7% acumulado interanual) y por los servicios de apoyo para la extracción (+29.5% a.i.).**

✓ **Gas natural (+1.1% a.i.) y minerales no metalíferos (+12.7% a.i.) también vienen mejorando respecto al 2023. Caso contrario es el de minerales metalíferos (-16.6% a.i.) que incluye litio, granito y otros.**

Índice de producción industrial minera

Serie desestacionalizada



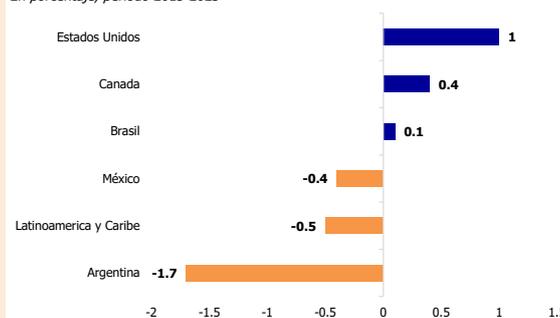
Fuente: Econviews en base a IPI minero -INDEC

✓ **Baja productividad laboral.** Durante el período de 2015 a 2023, los países de América Latina y el Caribe experimentaron una disminución del 0.5% en su productividad laboral anual, mientras que **en Argentina esta disminución fue del 1.7%**, según datos de la Organización Internacional del Trabajo (OIT).

✓ La OIT argumenta que este bajo crecimiento de la productividad en la región se debe a varios factores, entre ellos los regímenes regulatorios, la insuficiente inversión en infraestructura y los sistemas fiscales poco eficientes. Además, señalan que la presencia significativa de empleo informal y la alta proporción de micro y pequeñas empresas contribuyen a obstaculizar el crecimiento general de la productividad.

Tasa de crecimiento de la productividad laboral anual

En porcentaje, período 2015-2023



Fuente: Econviews en base a Organización Internacional del Trabajo

✓ **La cantidad de turistas extranjeros recibidos en el mes de febrero fue de 713 mil, un 16.7% más que febrero de 2023.** Sumando a los excursionistas (visitantes que no pernoctan), que alcanzaron los 474 mil (-2.3% i.a.), el turismo receptivo fue de 1.2 millones de personas (+8.3% i.a.).

✓ **El turismo de argentinos en el exterior alcanzó el millón de personas, un 9.1% menos que febrero de 2023.** Sumando excursionistas (+4.2% i.a.) el turismo emisivo fue de 1.4 millones de personas (-6% i.a.).

✓ **La diferencia entre turismo emisivo y receptivo aumentó, siendo de 218 mil visitantes argentinos más en el exterior.**

Balanza turística

Diferencia entre turismo receptivo y emisivo en Argentina

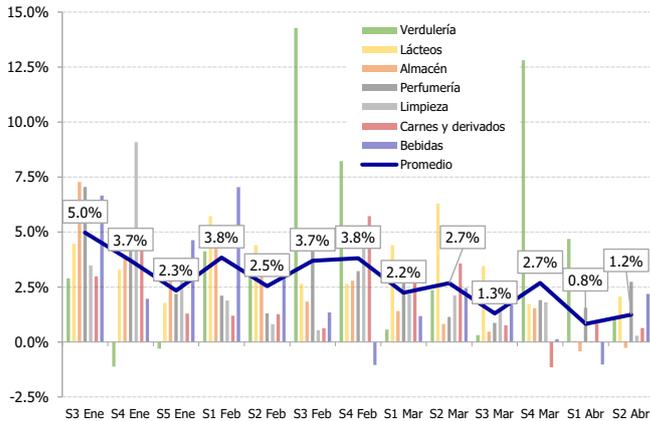


Fuente: Econviews en base a INDEC

RELEVAMIENTO DE PRECIOS

Inflación de alta frecuencia

Variación semanal de precios en grandes supermercados de GBA



Nota: Las variaciones son de promedio de precio por semana, de viernes a jueves
Fuente: Econviews en base a estimaciones propias

LO QUE VIENE

✓ El **lunes 15** el INDEC publicará el **índice de patentamientos** del primer trimestre.

✓ El **martes 16** se conocerá el **Sistema de Índices de Precios de la Construcción** de la Ciudad de Buenos Aires.

✓ El **miércoles 17** se publicará el **índice de precios mayoristas e índice de costo de construcción** del mes de marzo.

✓ El **miércoles 17** el BCRA publicará su **informe sobre bancos** correspondiente a febrero.

✓ El **jueves 18** se conocerá el dato de **intercambio comercial argentino** de marzo.

✓ El **jueves 19** el INDEC publicará la **Utilización de la capacidad instalada en la industria** de febrero.

Resumen de mercado

Variaciones semanales, mensuales y anuales

	UD	s/s	m/m	a/a	
Dólar oficial	866.8	0.5%	2.1%	304.6%	↑
Dólar MEP	1002.7	0.3%	-2.5%	159.2%	↑
Dólar CCL	1050.6	0.1%	-1.9%	164.7%	↑
Blue	985.0	2.1%	-1.5%	150.0%	↑
Tipo de cambio BRL/US\$	5.1	1.1%	3.0%	4.1%	↑
Reservas BCRA (millones US\$)	29,316	+551	+1,044	-7,908	↑
Tasa de Política (Leliq)	70.0%	-10.00 p.p.	-10.00 p.p.	-8.00 p.p.	↓
Tasa Badlar Privada	63.0%	-8.38 p.p.	-11.38 p.p.	-9.94 p.p.	↓
Depósitos S. Priv. (billones AR\$)	46.6	2.6%	10.4%	144.9%	↑
Crédito S. Priv. (billones AR\$)	19.6	-0.4%	7.9%	142.0%	↓
Merval en \$	1,246	2.6%	21.3%	366.9%	↑
Merval en USD	1,186	2.5%	23.7%	76.4%	↑
Riesgo país (EMBI)	1,326	2.3%	-18.9%	-44.3%	↑
Soja (US\$/ton.)	431.4	-0.9%	-0.7%	-22.0%	↓
Maíz (US\$/ton.)	171.5	0.3%	1.5%	-33.6%	↑
Trigo (US\$/ton.)	204.3	-2.0%	3.8%	-18.2%	↓
Petróleo Brent (US\$/barril)	94.2	1.1%	11.2%	5.6%	↑
Petróleo WTI (US\$/barril)	86.5	-1.4%	10.1%	3.8%	↓
GNL (US\$/MMBTU)	9.8	3.2%	14.0%	-18.3%	↑
Oro (US\$/oz.)	2,343.6	0.6%	8.6%	16.3%	↑

Nota: flecha según variación semanal

Semáforo de actividad económica

Variaciones desestacionalizadas

		m/m	t/t	UD vs trim previo	
Producción industrial	feb.-24	-0.7%	-9.8%	-4.4%	●
Producción de autos	mar.-24	10.6%	11.0%	51.2%	●
Producción de acero	feb.-24	-5.0%	-5.5%	6.5%	●
Producción de pollos	feb.-24	3.1%	0.4%	4.8%	●
Producción láctea	feb.-24	-4.1%	-7.4%	-7.1%	●
Faena vacuna	mar.-24	-11.6%	-2.2%	-8.7%	●
Escrituras CABA	feb.-24	14.4%	-6.9%	10.1%	●
Producción de Harina	feb.-24	1.4%	-4.9%	-1.3%	●
Producción de petróleo	feb.-24	3.1%	3.6%	2.9%	●
Producción de gas	feb.-24	12.3%	-1.7%	14.5%	●
Producción de cemento	mar.-24	-20.1%	-16.7%	-23.6%	●
Construcción	feb.-24	-2.6%	-17.7%	-12.6%	●
Venta de nafta	feb.-24	0.5%	-6.5%	-2.1%	●
Patentamiento de motos	mar.-24	-28.7%	-24.3%	-31.4%	●
Consumo de electricidad	feb.-24	0.8%	-3.0%	0.6%	●
Viajes en tren	feb.-24	-3.1%	-5.9%	-0.7%	●
Importaciones CIF	feb.-24	-3.6%	-13.4%	-7.4%	●
Exportaciones FOB	feb.-24	2.5%	10.7%	10.2%	●
Préstamos en \$ al s.priv. (real)	feb.-24	-1.1%	-26.1%	-16.5%	●
Recaudación IVA-DGI	feb.-24	7.2%	-10.8%	-0.7%	●
Empleo formal privado	dic.-23	0.0%	-0.2%	-0.3%	●
EIL empleo	ene.-24	-0.1%	-0.4%	-0.5%	●
Confianza del consumidor	mar.-24	1.8%	-18.2%	-1.3%	●
Confianza en el gobierno	mar.-24	-0.4%	41.0%	-4.5%	●

Nota: color de semáforo según UD vs trim previo

La inflación en bienes llegó al dígito, las tarifas son las que empujan

- ✓ El IPC subió 11% en marzo; la inflación núcleo dio 9.4%, pero los precios regulados subieron 18.1% empujando el índice general.
- ✓ Nuestro relevamiento marca aumentos de 8.8% mensual en alimentos y bebidas en las primeras dos semanas de abril, consolidando la tendencia a la baja.
- ✓ Los aumentos de tarifas y servicios en general podrían mantener la inflación de abril en los dos dígitos, a pesar de la clara desinflación en bienes: esperamos 10% este mes.

El Índice de Precios al Consumidor subió 11.01% en marzo. Como en enero y febrero, el número estuvo levemente debajo del 12.5% que esperaba el mercado y el 12% que teníamos en Econviews. El índice núcleo subió algo menos, 9.4%, y perforó el dígito por primera vez desde octubre. En cambio, los regulados subieron 18.1% por el ajuste en las tarifas eléctricas, entre otros factores. Este efecto debería repetirse en abril: nuestro indicador de alta frecuencia da que la inflación en las góndolas sigue desacelerando, pero el ajuste del gas puede dejar la variación total arriba de 10% o por ahí. En términos interanuales, el IPC subió 287.9%. Esperamos que cierre el 2024 en torno a 210%.

Dentro de los rubros que más subieron el mes pasado, se destacan la educación (+52.7%) por factores estacionales, la comunicación (+15.9%) y la vivienda (+13.3%). Alimentos y bebidas (+10.5%) aumentaron menos que el índice general.

Los alimentos corren a un dígito en abril. Nuestro relevamiento de supermercados del GBA marca aumentos de 1% promedio por semana en la primera casi quincena de abril. Tomando el promedio de las últimas cuatro semanas, la inflación mensual en alimentos ronda el 8.8%. Si se sostiene este ritmo de 1% semanal, alimentos y bebidas cerrarían el mes cerca de 6-7%, el menor registro desde julio de 2023. El cambio de estación puede influir en algunos precios de verdulería. El precio del novillo en Liniers venía estable, pero repuntó 5.5% entre el 5 y el 12 abril, su mayor suba en siete semanas, lo que puede empujar la carne minorista (que pondera 9% en el IPC).

Además, los supermercados están recortando algunos precios nominales. En la segunda semana de marzo, habían bajado los precios en 7 de 49 categorías de producto que seguimos, casi todas en almacén. En la segunda de abril, fueron 16 de 49, con caídas de precios en lácteos, perfumería, carnes y limpiezas además de almacén. Es temprano para hablar de una tendencia, pero muestra como los supermercados responden al desplome de la demanda y a la tranquilidad del dólar que es uno de los principales drivers para productos transables.

Gráfico 1. Inflación mensual en alimentos y bebidas

Variación promedio 4 semanas (relevamiento Econviews) y datos oficiales

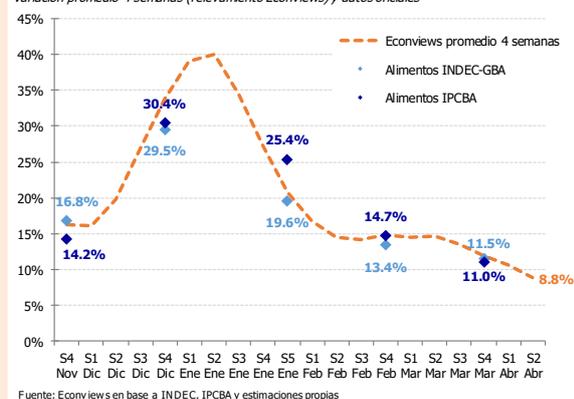
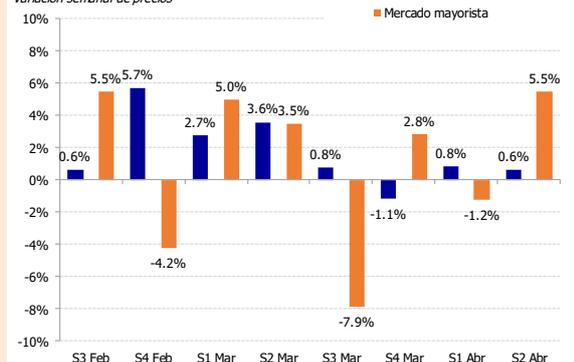


Gráfico 2. La carne volvió a subir

Variación semanal de precios

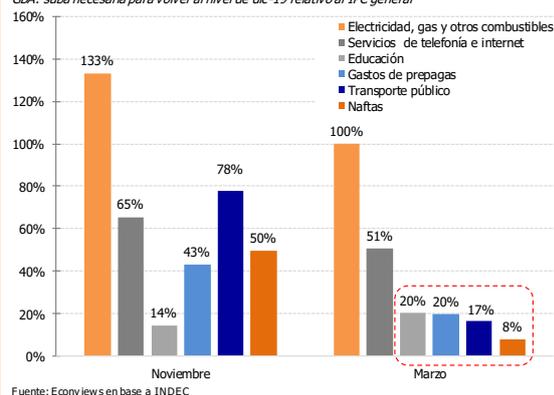


¿Qué sigue en tarifas y precios regulados? Prepagas, transporte público y naftas ya corrigieron la mayor parte del atraso acumulado en los últimos 4 años: con subas de 8- 20% vuelven al nivel de diciembre de 2019 en términos reales. Por supuesto, en medida que la inflación sigue corriendo al 10%, el terreno ganado se puede perder muy rápidamente. Quedan por delante las telecomunicaciones (esta semana el gobierno desreguló precios) y el ajuste del gas, que se reflejará en el IPC de abril.

El gobierno ve esto como una victoria y en cierta medida lo es. Aunque la inflación es alta, en los últimos meses el dato fue algo menor de lo que esperaba el mercado. En lo cualitativo el gobierno empezó a conseguir que los precios transables crezcan menos que los servicios y eso también es bueno. De todas maneras, la baja de la inflación está dándose con un ancla cambiaria que o bien tendrá costos en términos de actividad o que requerirá una corrección en el futuro. Nuestra visión siempre fue que un crawling peg acelerado (digamos al 6%) impactaría muy poco sobre los precios. Pero esta no es la visión del gobierno y vemos altamente probable que el dólar oficial al 2% mensual continúe. La inflación seguirá bajando, pero a costa de que Miami quede más cerca que Mendoza. Es una batalla eterna entre la sustentabilidad y la generación de credibilidad de corto plazo.

Gráfico 3. Avanza el ajuste en regulados

GBA: suba necesaria para volver al nivel de dic-19 relativo al IPC general



La actividad está cerca de su piso

- ✓ *Estimamos que marzo fue un mes neutro para el nivel de actividad.*
- ✓ *Los datos de industria y construcción fueron malos en febrero y llevan varios meses seguidos de caída.*
- ✓ *Vemos una segunda mitad de año que puede ser buena. Los supuestos son varios: salida del cepo, mejora del crédito y recuperación de los salarios.*

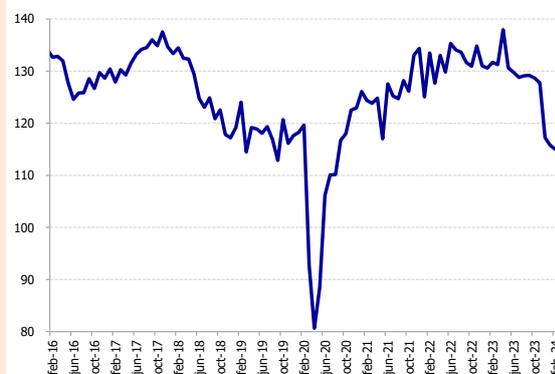
¿Cuándo se termina la caída de la economía? ¿Ya pasó lo peor? Si miramos los primeros indicadores de marzo tenemos indicios de que el nivel de actividad puede estar en su piso. O al menos bastante cerca. Entre los números positivos, la producción de autos creció 10.6% mensual, las ventas en comercios 3.2% (CAME) y la confianza del consumidor 1.8% (UTDT). Por otro lado, los despachos de cemento cayeron 20.1%, el patentamiento de motos 28.7%, el crédito al sector privado -1.2% y la recaudación de impuestos ligados a la actividad 4.9%. Todo esto nos lleva a pensar en un mes que cerraría neutro o levemente negativo.

De lo que tenemos pocas dudas es de que en febrero la economía siguió cayendo. La actividad industrial se contrajo 0.7% mensual y acumula 5 meses consecutivos de caídas. Con respecto a un año atrás está un 9.9% abajo y comparado contra el último máximo (abril 2023) un 16.6%. De los 16 sectores que componen el índice, todos están abajo comparados con febrero de 2023 excepto el de producción de tabaco. Entre los subsectores también hay excepciones, como por ejemplo el de la molienda de oleaginosas (+48%) o los agroquímicos (+30.9%), ambos explicados por la recuperación del agro post sequía.

Las perspectivas industriales no son muy alentadoras. Más de la mitad de los encuestados esperan que la demanda disminuya en los próximos tres meses, mientras que solo el 12.4% piensa que va a subir. Otra señal negativa es que un 21.3% estima que bajará su dotación de personal, el porcentaje más alto desde junio de 2020. También es cierto que hay un número no menor de industriales que se pregunta si no es momento de cambiar el mix producto local versus importaciones en favor de éstas últimas. Tipo de cambio atrasado y una reforma laboral frenada en la justicia empujan para ese lado.

La construcción es otro rubro que viene golpeado. Los últimos datos disponibles indican que en febrero cayó 2.6% comparando contra enero y 24.6% interanual. Acá la racha negativa es todavía más larga: ya van 7 meses seguidos de descenso. Dentro de los componentes, el asfalto es el que más se contrajo en el último mes. El freno en la obra pública es lo que explica este desempeño y no parece que vaya a revertirse. Sacando el peor mes de la pandemia, este subíndice está en el nivel más bajo de la serie.

Gráfico 1. Índice de producción industrial
Serie desestacionalizada - Base 2004 = 100



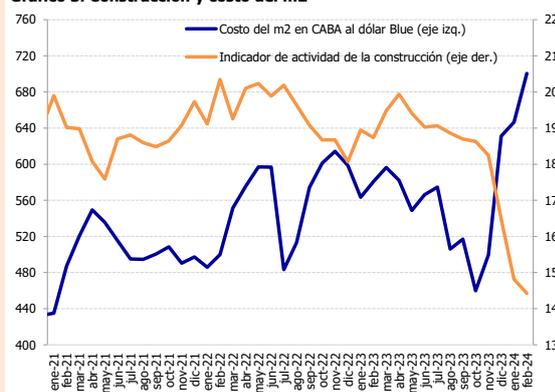
Fuente: Econviews en base a INDEC

Gráfico 2. Expectativa de la industria próximos 3 meses
Sobre la demanda interna - Neto entre positivos y negativos



Fuente: Econviews en base a INDEC

Gráfico 3. Construcción y costo del m2



Fuente: Econviews en base a INDEC y estadísticas CABA

El resto de los insumos tampoco dan cuenta de una buena situación, más bien todo lo contrario. **Nuestra visión es que esto tiene mucho que ver con la caída de la brecha. La construcción se mueve en dólares y hoy se volvió muy cara.** De acuerdo con las estadísticas de CABA, el metro cuadrado en febrero costaba US\$ 700 medido al Blue, un 52% más que los US\$ 460 de octubre.

¿Cómo vemos los próximos meses?

Al comienzo de la nota decíamos que podemos estar cerca de dejar de caer. Eso lógicamente es bueno, pero no se va a sentir en la calle. De aquí en adelante vemos varios factores que pueden determinar qué tan rápido se recupera la economía.

El agro va a ser uno de los sectores que ayude. Si bien su participación en el PBI no es grande, una buena campaña puede traccionar a otras actividades relacionadas como transporte, ventas de insumos o comercios en el interior. Además, este año compara con uno de sequía, por lo que contablemente tendremos subas importantes.

Las últimas estimaciones hablan de una producción total que llegaría a las 127.7 millones de toneladas, lo que coloca a esta campaña como una de las mejores, pero lejos de ser un récord. Además, hay riesgos de que termine siendo menor. Ya van varias semanas en las que la Bolsa de Cereales de Buenos Aires recorta sus estimaciones de producción. En particular, en esta última baja tuvo mucho que ver la aparición del virus transmitido por la chicharrita, que afectó algunas plantaciones de maíz. Para este cultivo la proyección actual (49.5 MTn) ya está 7 toneladas por debajo de la inicial. En la soja también se registró un descenso en las estimaciones (51 MTn) producto del impacto que tuvo la falta de lluvias combinada con altas temperaturas en el verano.

Todo esto se ve también en las condiciones de los cultivos. Mientras que a principios de año la mayor parte estaba entre buena y normal, ahora ya se registran algunas zonas en estado regular o malo. **De todas maneras, como dijimos anteriormente, la campaña no va a ser mala y las variaciones interanuales serán altas de todos modos.**

La salida del cepo también debería ser un factor que dinamice la actividad. El problema es que no parece ser una verdad absoluta que vaya a ocurrir. Esto permitiría que se pongan en marcha proyectos de inversión que estén demorados hasta que se normalice el mercado de cambios. Además, si la salida es a un tipo de cambio real alto puede haber algo de empuje también por el lado de la construcción.

Otro de los propulsores que puede tener la recuperación es el crédito privado. Con la tasa bajando puede haber lugar para que empiece a recuperarse y de ese modo impulsar tanto la inversión (créditos a empresas) como el consumo (individuos). Quizás siendo muy optimistas también podemos pensar en el regreso de las hipotecas.

Un último punto a favor es la recuperación de los salarios, con la consecuente mejora en el consumo. Estimamos que en el promedio anual el

Gráfico 4. Producción de los 6 principales cultivos
En millones de toneladas

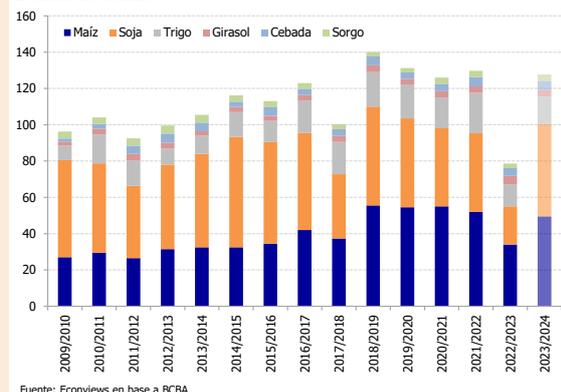


Gráfico 5. Condición de los cultivos
Como % del total - En p.p.

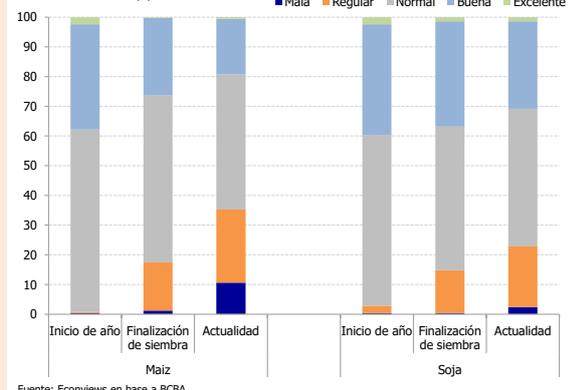
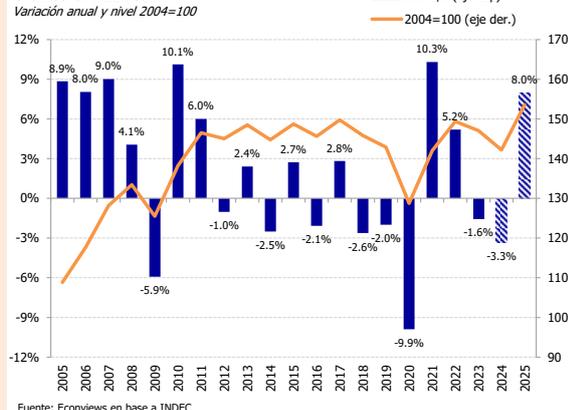


Gráfico 6. PBI real





salario real va a caer con respecto al año pasado, pero si la inflación sigue tranquila podemos empezar a tener mejoras reales de acá en adelante.

En síntesis, pensamos que hasta mediados de año vamos a tener una estabilización en el nivel de actividad y después volveríamos a crecer. Todo esto está sujeto a que se terminen de hacer las correcciones macro, salgamos del cepo y no se profundice el atraso cambiario. **Por ahora mantenemos nuestra proyección de -3.3% para este año, aunque los riesgos a la baja están latentes.**