

# INFORME SEMANAL

**ECONVIEWS**  
ECONOMÍA Y FINANZAS

6 de Octubre de 2022



**Cuidar las reservas**  
no es gratis

Pág. 2



**Inflación global:**  
¿hacia dónde  
vamos?

Pág. 4



**La industria resiste**

Pág. 7

(+54 11) 5252-1035  
La Pampa 1534  
Buenos Aires  
[www.econviews.com](http://www.econviews.com)  
[www.facebook.com/econviews](https://www.facebook.com/econviews)  
Twitter: @econviews

**Miguel A. Kiguel**  
Director  
[mkiguel@econviews.com](mailto:mkiguel@econviews.com)

**Alejandro Giacoia**  
Economista  
[agiacoia@econviews.com](mailto:agiacoia@econviews.com)

**Andrés Borenstein**  
Economista Asociado  
[aborenstein@econviews.com](mailto:aborenstein@econviews.com)

**Melina Sommer**  
Economista  
[msommer@econviews.com](mailto:msommer@econviews.com)

**Isaías Marini**  
Economista  
[imarini@econviews.com](mailto:imarini@econviews.com)

**Rafael Aguilar**  
Analista  
[raguilar@econviews.com](mailto:raguilar@econviews.com)



## **Editorial: Cuidar las reservas no es gratis**

**Tras haber conseguido comprar 4,966 millones de dólares en el mercado de cambios durante septiembre, el gobierno lanzó el plan “Cuidar las reservas”.** Lógicamente nadie puede estar en desacuerdo con el lema de que hay que cuidar las reservas. De hecho, ese es el mayor problema de corto plazo de la economía argentina. **El problema de esta idea está en el cómo y cuál es el costo para el resto de la economía.** Hay que pensar los temas en equilibrio general porque si no, se resuelve un problema y se crea otro.

**En nuestro análisis el Banco Central debería ser vendedor de unos 4,000 millones de dólares en el último trimestre del año.** Esta cifra se compensará con algunos desembolsos de los organismos internacionales. Es decir, será un número opuesto a septiembre cuando luego de haber comprado 5,000 millones sólo engrosó las reservas en 891 millones ya que pagó casi 3,000 millones a los organismos internacionales. Va a ser muy importante que el gobierno de señales de que va a honrar los compromisos de 180 días que tomaron los importadores. De no cumplirlo, se complicaría el financiamiento comercial por mucho tiempo y también desincentivaría a que las empresas usen sus propios dólares como ocurrió en un sinnúmero de casos.

**Si el énfasis de cuidar las reservas está puesto en evitar y controlar la subfacturación de exportaciones y sobrefacturación de importaciones, es muy difícil no estar de acuerdo.** Eso está penado en la ley. Lo increíble es que, a más de dos años y medio de gobierno, las autoridades descubran recién ahora que esto es un problema. Esas trampas son tan viejas como las restricciones cambiarias. ¿Será verdad que quienes suelen usar estas prácticas verán esto como una amenaza creíble? No podemos decirlo.

**Otra de las patas de “cuidar las reservas” es la imposición de más de 2,700 licencias no automáticas de importación. Esto es en castellano cerrar más la economía.** El gobierno busca empatía diciendo que son palos de golf, esquís e hidrolavadoras, pero son muchos más productos que esos 3. Lógicamente, si hay que cerrar la economía es mejor restringir palos de golf que medicamentos, pero el punto es que no es bueno cerrar más la economía. En una economía con restricciones de importación pasan varias cosas malas. Quien tiene el producto en plaza sube el precio porque sabe que no tiene competencia. Eso genera un impacto de inflación de única vez y más márgenes empresarios de manera permanente, justamente lo que el gobierno dice querer combatir. En segundo lugar, cerrar la economía genera una caída en el nivel de actividad. Faltan insumos para producir y faltan productos para vender. Hay que recordar que el sector comercial pesa 15 puntos en el PBI y un sector comercial sin producto es casi tan nocivo como una industria sin insumo. También se restringe la importación de fibra óptica, quizás el insumo más importante para cualquier sector en el siglo XXI: el que otorga conectividad.

Además, los productos suntuarios que hoy pasan a estar casi prohibidos de importar seguramente generarán un efecto sustitución y muchos los comprarán en el exterior y entrarán por Ezeiza. **El ahorro neto de dólares que se estima prohibiendo una importación nunca es tan grande como el regulador piensa.**

**El gobierno sabe muy bien que está pagando un precio. Probablemente la ecuación política es que una devaluación es más costosa que una recesión.** Imposible saberlo ex ante. Pero atrasar el tipo de cambio suena como una mala idea. Según fuentes periodísticas el gobierno dice que puede ahorrar 426 millones de dólares cerrando más la economía. Si ese número es correcto, es demasiado poco en términos del problema cambiario como para incluir un nuevo set de distorsiones en la economía argentina. Al final del día, la maraña de regulaciones y los cepos atentan contra lo único que nos puede hacer crecer de largo plazo: la productividad. Es cierto que el gobierno trata de venderlo como un mecanismo de mayor transparencia. Cualquier paso en esa dirección será valioso, pero cuando se aplican políticas tan discrecionales, la experiencia es que es difícil aumentar la transparencia por más que ésa sea la voluntad política.

## LA SEMANA QUE PASÓ

✓ Esta semana el Banco Central aceleró el ritmo de depreciación del dólar oficial, que cerró en AR\$ 149.2. La tasa de devaluación de las últimas 5 rondas anualizada terminó en 110%, después de haber estado alrededor de 10 p.p. más baja en la última semana de septiembre. Al mismo tiempo, la devaluación de los últimos 30 días fue del 6.13%.

✓ El domingo 2 de octubre, los brasileños acudieron a las urnas para elegir a quién será el próximo presidente, pese a que algunas encuestas daban a Lula Da Silva como ganador en primera vuelta, el 48.4% de los votos no le fue suficiente para evitar la segunda vuelta contra el actual presidente, Jair Bolsonaro, quién sumó 43.2% de los votos. Lejos de los principales candidatos, se posicionó Simone Tebet, la senadora candidata de Michel Temer, quién recolectó 4.2% de los votos y ya expresó su apoyo a Lula para la segunda vuelta. En un país cada vez más polarizado, da Silva y Bolsonaro se enfrentarán en el ballottage el próximo 30 de Octubre.

✓ Después de comprar US\$ 4,966 millones en septiembre gracias al dólar soja, el Banco Central volvió a vender reservas esta semana. Entre ayer y hoy se desprendió de US\$ 92 millones y en los primeros cuatro días del mes acumula un saldo negativo de US\$ 44 millones. Creemos que en el último trimestre del año el Central será vendedor neto.

✓ La recaudación tributaria de septiembre en términos reales registró una variación positiva en 19% respecto a agosto. La buena performance se debe en gran parte a los derechos de exportación que registraron un aumento mensual de 221.7% en términos reales. Vale destacar que el IVA DGI presentó una variación real de +2.4%, manteniéndose por encima de la inflación.

✓ El BCRA, publicó que el relevamiento de expectativas de mercado de septiembre, que se realiza a distintas consultoras proyecta una inflación anual del 100.3% a/a para diciembre del 2022, similar a nuestra proyección. La inflación interanual para fines del 2023 se proyecta en 90.5% a/a mientras desde Econviews esperamos que sea del 110% a/a. Para este mes, el REM espera una inflación mensual del 6.7%.

## LA SEMANA QUE SE VIENE

✓ El martes 11, el BCRA dará a conocer su Informe Monetario Mensual.

✓ El miércoles 12, INDEC publicará su informe sobre el Indicador sintético de servicios públicos (ISSP) para julio.

✓ El miércoles 12, INDEC dará a conocer los resultados de las Estadísticas de turismo internacional correspondientes a agosto.

✓ El viernes 14, se presentará el informe con los datos del Índice de precios al consumidor (IPC) de septiembre de 2022 que realiza el INDEC, y el cuál esperamos que ronde el 6.5%.

## Resumen de mercado

Variaciones semanales, mensuales y anuales

	UD	s/s	m/m	a/a	
Dólar oficial	149.2	1.4%	6.1%	50.8%	↑
Contado con Liqui "SENEBI"	309.1	0.3%	8.6%	63.5%	↑
Blue	273.0	-3.9%	0.4%	49.6%	↓
Reservas BCRA (millones US\$)	36,545	-733	-85	-6,251	↓
Tasa de Política (Leliq)	75.0%	0 p.p.	+5.50 p.p	+37.00 p.p	=
Tasa Badlar Privada (UD)	69.5%	+0.50 p.p	+5.31 p.p	+35.44 p.p	↑
Merval en \$	144,645	4.8%	5.3%	86.8%	↑
Riesgo país (EMBI)	2,771	2.6%	17.1%	74.2%	↑
Tipo de cambio BRL/US\$	5.22	-3.2%	-0.6%	-4.9%	↓
Soja (US\$/ton.)	499.0	-3.7%	-8.9%	9.3%	↓
Maíz (US\$/ton.)	265.9	0.9%	-0.8%	26.9%	↑
Trigo (US\$/ton.)	322.9	-1.9%	9.9%	17.8%	↓
Petróleo Brent (US\$/barril)	99.9	6.3%	3.9%	21.9%	↑
Petróleo WTI (US\$/barril)	88.9	8.7%	1.8%	14.5%	↑
Gas Natural (US\$/MMBTU)	7.0	1.4%	-14.4%	22.9%	↑
Cobre (US\$/lbs.)	3.5	1.0%	-57.3%	-38.8%	↑
Aluminio (US\$/ton.)	2,355.0	7.4%	4.8%	-20.0%	↑
Oro (US\$/oz.)	1,711.1	3.1%	0.6%	-2.9%	↑

Nota: flecha según variación semanal

## Semáforo de actividad económica

Variaciones desestacionalizadas

		m/m	t/t	UD vs trim previo	
Producción industrial	jul.-22	-1.2%	1.6%	0.5%	●
Producción de autos	sep.-22	-9.0%	-3.6%	-12.7%	●
Producción de acero	ago.-22	-4.9%	7.0%	-7.5%	●
Producción de pollos	ago.-22	5.6%	1.7%	4.1%	●
Producción láctea	ago.-22	1.2%	-0.9%	0.8%	●
Faena vacuna	ago.-22	6.9%	2.7%	4.6%	●
Escrituras CABA	jul.-22	-3.1%	29.4%	2.3%	●
Producción de Harina	ago.-22	1.8%	0.3%	2.1%	●
Producción de petróleo	ago.-22	-0.6%	2.6%	-0.2%	●
Producción de gas	ago.-22	0.2%	1.7%	-0.4%	●
Producción de cemento	ago.-22	1.3%	-1.6%	-3.1%	●
Construcción	jul.-22	2.2%	2.6%	1.2%	●
Venta de nafta	ago.-22	0.3%	1.7%	-2.0%	●
Patentamiento de motos	ago.-22	-7.7%	-15.8%	-20.5%	●
Consumo de electricidad	ago.-22	-2.5%	-2.1%	-3.3%	●
Viajes en subte	jun.-22	23.8%	131.3%	58.2%	●
Importaciones CIF	ago.-22	-11.8%	3.0%	-9.3%	●
Exportaciones FOB	ago.-22	-5.5%	-4.9%	-8.1%	●
Préstamos en \$ al s.priv. (real)	sep.-22	-3.6%	-4.1%	-5.6%	●
Recaudación IVA-DGI	sep.-22	9.0%	-0.4%	4.3%	●
Empleo formal privado	jun.-22	0.5%	1.2%	1.0%	●
EIL empleo	jul.-22	0.1%	0.8%	0.4%	●
Confianza del consumidor	sep.-22	0.4%	-1.9%	0.6%	●
Confianza en el gobierno	sep.-22	4.2%	-14.7%	-0.3%	●

Nota: color de semáforo según UD vs trim previo

## Inflación global: ¿hacia dónde vamos?

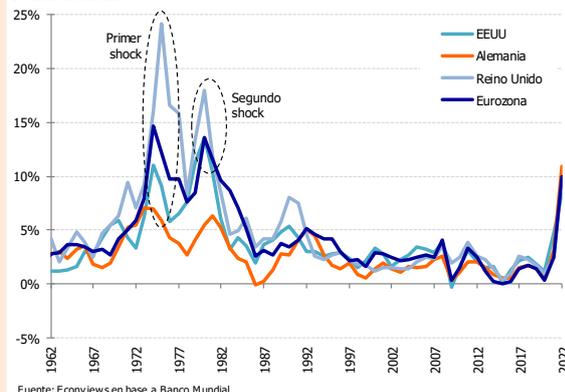
- ✓ En agosto EEUU midió 8.3% de inflación y el Reino Unido, 9.9%, mientras que en la Eurozona aceleró a 10% en septiembre.
- ✓ Los bancos centrales de los países desarrollados vienen reaccionando con subas de 125 a 300 bps, pero tienen pocas armas ante el shock energético y los desequilibrios fiscales.
- ✓ El petróleo bajó 14% desde marzo, pero los recortes de OPEP+ podrían recalentarlo y el gas natural sigue empujando la inflación europea.

En abril de 2019, Bloomberg se preguntaba si “la inflación había muerto”, con registros de 1.9-2% después de una década de tasas bajas. The Economist publicó una tapa parecida ese octubre. Dos años y medio más tarde, **las economías desarrolladas enfrentan el peor episodio desde los shocks petroleros de los '70**. Sin intención de chicanear con el diario del lunes, vale la pena hacer un recorrido por los hechos y el debate macro en torno a la inflación, para tratar de entender que pueden hacer los bancos centrales.

En agosto, la inflación interanual marcó 8.3% en EEUU y 9.9% en Reino Unido y se aceleró a 10% en la Eurozona. El ritmo mensual sigue caliente: EEUU llegó a tener deflación en julio (-0.02%), pero sorprendió al alza en agosto (0.12%) y subiría más en septiembre (0.32%) y octubre (0.72%), según el nowcast de la Fed de Cleveland. **Mirando la inflación núcleo, la mediana de los últimos doce meses está en 0.56%, o 7% anualizada**. Después del pico de 2.43% en marzo, la Eurozona logró “estabilizar” en 0.74% mensual en el segundo trimestre, aunque muy lejos del 0.12% promedio de 2018-19, y en septiembre (1.30%) volvió a dar arriba de 1, incluso sin energía.

¿De regreso a los '70?

Inflación interanual



Fuente: Econviews en base a Banco Mundial

### Inflación mensual

Variación promedio

	2018	2019	2020	2021	1T-2022	2T-2022	3T-2022
EEUU	0.16%	0.19%	0.11%	0.57%	0.89%	0.88%	0.14%
Eurozona	0.13%	0.11%	-0.02%	0.40%	1.22%	0.74%	0.64%
Reino Unido	0.17%	0.11%	0.05%	0.44%	0.58%	1.32%	0.53%

Fuente: Econviews en base a FRED, Eurostat y ONS

Tras actuar con cautela en 2021, los bancos centrales respondieron con una fuerte suba de tasas este año. La Reserva Federal llevó la Fed Funds de 0-0.25% a 3-3.25%, +300 bps y proyecta llegar a 4.25-4.5% en diciembre. **Se trata de un ciclo de alzas mucho más vertiginoso que los que emprendió la Fed en 2015-19, 2004-06 o a fines de los '90, aunque la tasa sigue debajo de la inflación esperada a un año, algo que no ocurrió en esos casos**. La Fed de Greenspan no paraba hasta conseguir una tasa real *ex ante* superior a 2.5%. En 2004 solo toleró 6 meses con tasas debajo de la inflación esperada. Entre 2015 y 2019 la tasa nominal *ex ante* fue negativa por 36 meses, pero con una brecha promedio de 0.81 puntos con las expectativas. En cambio, hoy Powell arrancó en marzo con la Fed Funds 2.54 puntos debajo de inflación esperada

a un año, y antes de la última suba la tasa real *ex ante* seguía negativa en 1.61 puntos, ya que la inflación esperada a septiembre 2023 era de 4.18%. **Desde esta óptica, la política monetaria todavía no es contractiva.** Por su parte, el BCE movió su tasa 125 bps y el Banco de Inglaterra la subió de 0.1 a 2.25%. Los países emergentes ya habían empezado a ajustar tasas en 2021, para atajarse del doble riesgo inflacionario y cambiario.

#### Ciclos de alzas de la Reserva Federal

Tomando el techo del rango de la Fed Funds

	Meses	Suba acum. en bps	Tasa inicial	Inflación inicial	Inflación esperada a 1 año	Tasa real ex ante	Meses en volver a ser positiva	Tasa real ex ante al final del ciclo
Dic-93 a Mar-95	15	300	3%	2.75%	2.66%	0.30%	0	2.59%
Jun-99 a Jul-00	13	175	4.75%	1.96%	2.35%	2.40%	0	2.77%
Jun-04 a Jul-06	26	425	1%	3.27%	2.57%	-1.57%	6	2.80%
Nov-15 a Ene-19	39	225	0.25%	0.50%	1.31%	-1.06%	36	0.60%
Mar-22 a hoy	8	300	0.25%	8.54%	2.63%	-2.38%	8*	-

\*hasta ahora, con inflación esperada a un año de 4.18% en septiembre  
Fuente: Econviews en base a FRED

**Del lado teórico, hubo un cambio de tono interesante en los papers que discute la Fed.** En el simposio de 2021, Iván Werning sugirió que la inflación alta era sintomática de los cambios en la demanda pos-pandemia y recomendó una política monetaria laxa para suavizar el traslado de trabajadores de un sector a otro, vía aumentos salariales en las áreas de mayor demanda.

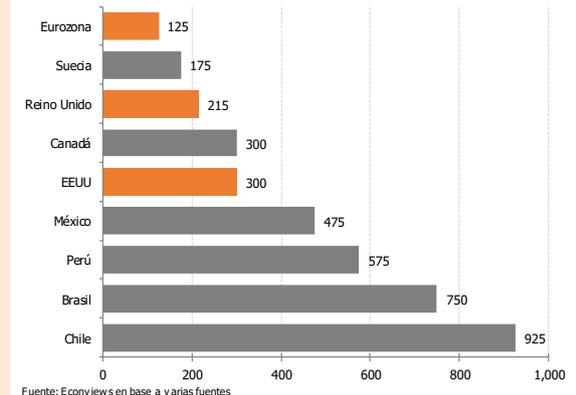
Un año después, Bianchi (2022) presentó una reescritura de Sargent y Wallace donde alerta que aún con tasas positivas, el déficit del Tesoro puede llevar a una “estancflación fiscal”. Hubo algo de eso en la corrida contra la libra esterlina la semana pasada, después de que el Ministro de Economía anunciara recortes de impuestos. Volviendo a EEUU, la Oficina de Presupuesto no es muy optimista con el déficit fiscal y proyecta que aumente de 3.9% del PBI este año a 6.1% en 2032, impulsado por el gasto previsional y mayores pagos de intereses. La relación deuda a PBI treparía de 98 a 110%. Justamente, Bianchi señala que en los '80 la Fed tuvo margen para subir tasas por el bajo endeudamiento de EEUU, una ventaja con la que hoy no cuenta.

Otro paper expuesto en la Fed, de Viral Acharya (2022), critica al QE y señala que los bancos privados no canalizaron la expansión monetaria de los 2010' en inversión a largo plazo, sino que aumentaron los depósitos y el crédito a corto plazo. En este contexto, advierte, una suba de tasas rápida puede provocar crisis de iliquidez. **Los dos trabajos coinciden en que la política de la Fed fue demasiado laxa, pero dudan de que las tasas alcancen para bajar la inflación sin la ayuda de factores exógenos como los commodities o el gasto público. A su vez, podría haber un conflicto entre los objetivos de desinflación y la estabilidad financiera.**

De los factores exógenos, la política fiscal no ayudaría mucho. Después de los paquetes de estímulo de 2020 y 2021, los países desarrollados muestran más voluntad de gastar. EEUU proyecta un gasto de 24 puntos del PBI para 2032, casi 4 más que el promedio de los últimos 50 años, y la Eurozona debate rediseñar sus reglas fiscales. Es una reacción lógica ante contingencias como

#### Suba de tasas

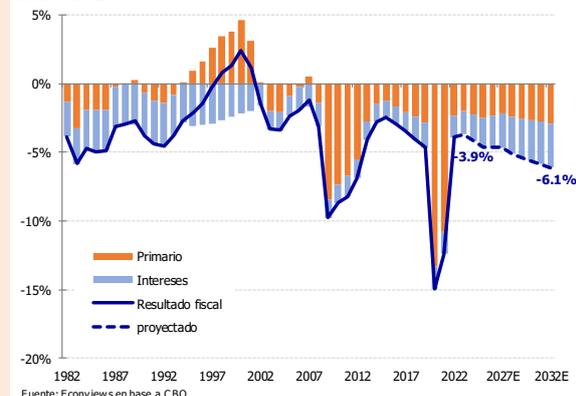
Suba acumulada en la tasa de política monetaria desde sep-21 en bps



Fuente: Econviews en base a varias fuentes

#### Déficit fiscal de EEUU

Cómo % del PBI



Fuente: Econviews en base a CBO

el Covid, la guerra o el cambio climático, pero entra en discordancia con la política monetaria. ¿Habrá mejor suerte por el lado de la energía?

El shock energético -o más ampliamente de commodities- no pegó igual en todos lados. Explica el 47% de la inflación europea (sin contar efectos de segunda ronda) y sumando alimentos llega al 70%. En cambio, en EEUU solo 21% de la inflación se debe al impacto directo de la energía, y energía + alimentos explican el 39%. **Esto se refleja en un mayor spread entre la inflación general y núcleo en Europa (3.6 puntos) que en EEUU (2 puntos).** El caso del Reino Unido es un intermedio.

Desagregando, la energía para uso residencial (gas y luz) y para transporte son dos historias distintas. El petróleo pondera 0.04 en el índice general de ambos lados del Atlántico, aportando un punto a la inflación anual. En cambio, la energía doméstica representa 0.036 del índice en EEUU y casi el doble -0.066- en Europa, donde su impacto (3.4 puntos) cuadruplica al del petróleo. Además, se trata de un mercado más fragmentado. **Hasta 2021 los precios de gas natural y petróleo se movían de forma parecida.** La invasión de Ucrania disparó 126% los futuros de gas europeos (a nivel mundial el gas subió 52%) mientras que el petróleo se abarató 14% desde marzo, aunque no es inmune al riesgo geopolítico como demuestra el recorte anunciado anteayer por la OPEP+.

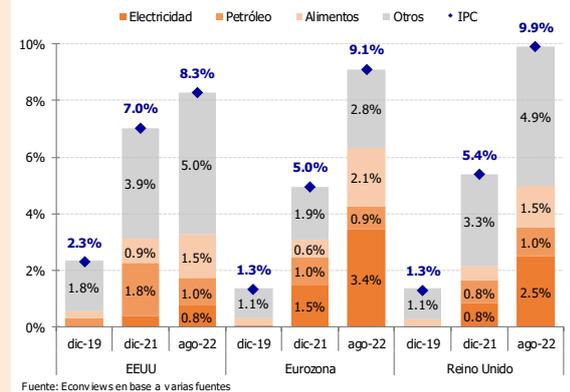
**La suba de tasas y la alta inflación también alimentan el temor de una nueva recesión global.** El Banco Mundial espera que el crecimiento mundial se desacelere de 2.9 a 2.4% el año que viene, o 0.5% en su escenario negativo. La Fed bajó sus estimaciones para EEUU de 1.7 a 0.2% en 2022 y 1.2% en 2023, mientras que el BCE proyecta crecimiento de apenas 0.9% para la Eurozona en 2023. En los próximos días, el FMI publicará su World Outlook actualizado. Hay un pequeño consuelo: el clima pesimista –sobre todo la perspectiva de una desaceleración china- está bajando los precios de los commodities. Los índices de metales industriales (-23%) y bienes agrícolas (-6%) de Bloomberg vienen cayendo desde marzo, aunque el de energía sigue 18% arriba. **Si la energía volviera a valores de 2019, la inflación podría bajar a 6% en EEUU y 4% en la Eurozona.**

**De las proyecciones de la Fed, se infiere que el resto del trabajo lo hará el mercado laboral.** La entidad espera que la tasa de desempleo suba desde el 3.7% actual a 4.4% en 2022 y economistas como Larry Summers hablan de un nuevo equilibrio más cerca del 5%. Entre julio y agosto se redujeron en más de un millón los puestos vacantes en EEUU y los pedidos de seguro de desempleo semanales saltaron de 170,000 a 220,000 en el último semestre. Y el mercado tuvo una reacción positiva a estos datos, porque cree que acercan el final del ciclo de alzas.

**La pregunta es si sin la ayuda de una desinflación energética –que depende de factores geopolíticos impredecibles- los bancos centrales igual forzarían una baja de la inflación hasta su meta de 2% a costa de un desempleo mucho mayor, o si se conformarían con que se estabilice en un nivel en torno al 3-4% anual, similar a que había antes de la crisis de 2008. Nosotros creemos que este segundo escenario es el más probable.**

### Misma inflación, distintas causas

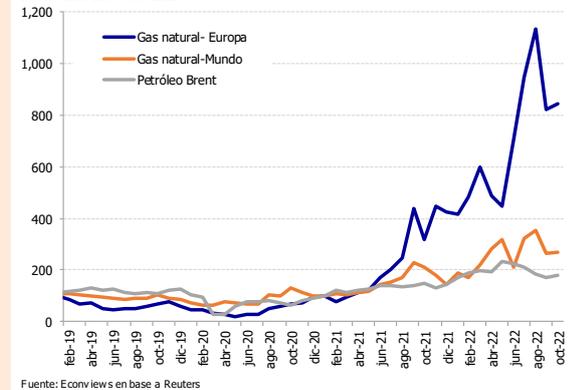
Aporte de cada subítem a la variación anual



Fuente: Econviews en base a varias fuentes

### El gas en Europa se disparó en los últimos meses

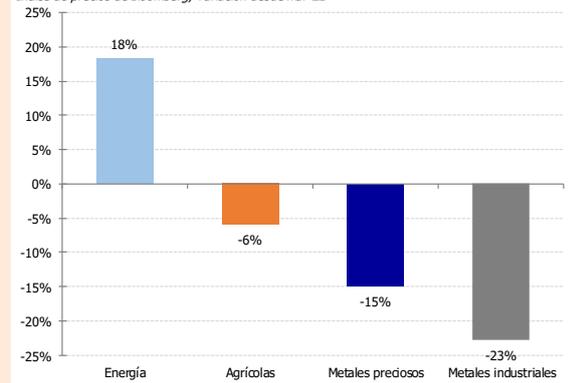
Índice - Base 100= ene-2021



Fuente: Econviews en base a Reuters

### Commodities

Índice de precios de Bloomberg, variación desde mar-22



Fuente: Econviews en base a Bloomberg

## La industria resiste

- ✓ La actividad industrial rebotó 0.4% en agosto, tras haber caído 0.7% en julio. Se mantiene en buenos niveles a pesar del evidente estancamiento y en promedio crecerá arriba de 5% este año.
- ✓ La construcción cayó 2.1% mensual tras haber subido 2.5% un mes atrás, y continuará con un sendero de subas y bajas, pero con tendencia a la desaceleración.

La actividad industrial se mantuvo estable en agosto, y hasta se recuperó levemente tras la caída de julio. El IPI manufacturero rebotó 0.4% mensual sin estacionalidad tras haberse contraído 0.7% un mes atrás y se ubicó un 2.4% arriba del nivel de diciembre pasado. La dificultad de hacerse de divisas y las trabas para importar dificultan la actividad (aunque no de todos los sectores), pero la performance de los últimos meses resultó mejor a lo esperado. Y aunque vemos claros signos de estancamiento, en el año terminará cerrando con un crecimiento promedio superior al 5% que, contrarrestará en parte la merma en el consumo y la actividad comercial de los próximos meses. **En este sentido, el PBI podría cerrar el año por encima de lo esperado por tanto el mercado como el gobierno.**

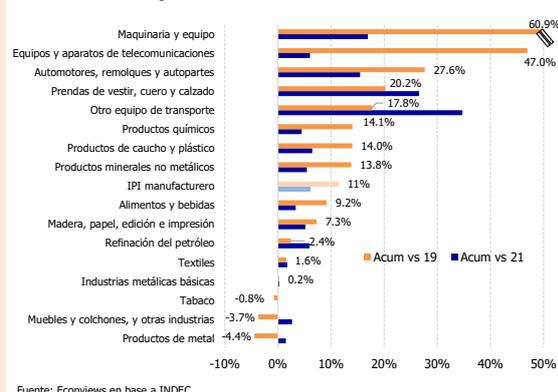
**En el acumulado de enero y agosto, la producción industrial creció 6.1% contra igual período de 2021 y 11.9% versus 2019, pero no a todos los sectores les fue igual.** Comparando contra 2019, en el top del ranking se encuentra la producción de maquinaria y equipo con un crecimiento acumulado de 60.9% y de 16.9% versus 2019, favorecida por la brecha cambiaria y la inversión en maquinaria agrícola como forma de resguardo frente a la inflación por parte del campo. Le sigue en el ranking la producción de equipos y aparatos de telecomunicaciones (47% vs 2019 y 6.1% vs 2021) que a pesar de ser un sector demandante neto de divisas, se ve más que compensado con el cierre de importaciones y los beneficios impositivos de producir en Tierra del Fuego.

De hecho, las industrias que lideran el crecimiento son aquellas con mayor protección frente al comercio internacional: maquinaria fabricada en el país, automotores, prendas de vestir y motocicletas (parte de la división “otro equipo de transporte”).

**Pero la escasez de divisas augura mayores dificultades.** La expectativa del Banco Central de que a partir de septiembre dejaría de perder reservas -al caer las importaciones energéticas- sólo se cumplió gracias al esquema del dólar soja, y en los primeros días de octubre ya vendió 44 millones de dólares. La respuesta: apretar el cepo aún más, lo que sólo puede beneficiar a un puñado de sectores, a costa de los consumidores. Aún así, esperamos que en el último trimestre el Central tenga que vender 4 mil millones de dólares.

**Mientras tanto, la construcción se contrajo 2.1% m/m sin estacionalidad en agosto y continúa mostrando una evolución en forma de zig-zag.** En los

**Evolución sectorial de la industria**  
Variación acumulada ene-ago



**Contribución al crecimiento mensual**  
Por insumo - ago-22



primeros ocho meses del año, acumula un crecimiento de 6.4% frente a igual período de 2021 y de 7.5% frente a 2019.

La caída mensual fue explicada principalmente por una merma en la demanda de pinturas (-9.2% m/m s.e., contribuyendo en -1.1 p.p.), de hierros y aceros (-5% m/m, contribuyendo en -0.5 p.p.) y en cemento (-3.6% m/m, contribuyendo en -0.52 p.p.). Para lo que queda del año, esperamos que la actividad continúe el sendero de subas y bajas, pero se encuentra en una posición relativamente mejor a la de la industria -aunque en gran parte atada a ella- frente a la escasez de divisas.

**Los primeros datos de actividad de septiembre no son auspiciosos.** La producción automotriz se contrajo 9% mensual sin estacionalidad y los préstamos al sector privado cayeron 3.6% real s.e., aunque la recaudación se mantuvo firme y el IVA-DGI se recuperó 9% tras la caída de 6.4% en agosto, pero puede estar sobrestimada si el dato de inflación resulta mayor a lo que inicialmente esperábamos.