

29 de marzo de 2019

### Nivel de actividad, suba del dólar y pesimismo

La volatilidad cambiaria de marzo junto con la nueva suba de tasas traen los peores fantasmas de dolarización. Cualquier estornudo internacional, esta última semana fue Brasil, provoca que el peso acompañe y los temores hacia una corrida masiva al dólar se despierten nuevamente. Las variables reales (bienes, servicios, etc) y las ventas de los dólares del Fondo a partir del 15 de abril (una especie de populismo para ganarle al populismo) anticipan un exceso de divisas en el mercado de cambios. Sin embargo, sabemos que dada nuestra triste historia siempre contamos con un riesgo latente. Ante el pánico no existen dólares comerciales que neutralicen el efecto sobre el tipo de cambio.

El sistema de flotación impuesto por el FMI hace que la economía camine todo el tiempo por el filo de la cornisa. Cualquier suba del dólar, por motivos locales o externos, amenaza con otra eventual dolarización de carteras. Por más torniquete monetario, pesos siempre hay. La maldición de haber destruido la moneda nacional en los últimos gobiernos hace que las potenciales ventajas de la flotación, se transformen en una constante amenaza. Otra herencia de la “década ganada” que este Gobierno no tuvo la capacidad de resolver.

La suba del tipo de cambio en marzo también amenaza la ligera recuperación, el famoso piso que parecía encontrar la economía. En el siguiente resumen repasamos algunos datos que nos sugerían que la economía había tocado fondo y los riesgos de una nueva suba del dólar sobre las chances de recuperación.

#### Dimensionando la recesión.

En los últimos trimestres la economía argentina está atravesando unas de las peores recesiones desde el colapso de la convertibilidad. El 2018 cerró con una contracción del PBI del 2.5% y un retroceso del consumo privado del 2.4%. Esta caída año calendario se vio amortiguada debido a que durante el primer cuarto la economía creció al 4% anual. Dejando este efecto a un lado, en los últimos

tres trimestres del 2018 la economía se contrajo en un 4.5% promedio anual. Brutal caída.

Por el momento la recesión actual tiene órdenes de magnitud similares a la caída el 2014. La recesión en dicho año alcanzó el 2.5% y el consumo privado cayó un 4.3%. Una diferencia importante se explica por la sequía. De la recesión actual 1 punto porcentual se explica por el efecto de la sequía, mientras que en la recesión del 2014 la cosecha había sido muy buena. Otra diferencia no menor tiene que ver con el efecto en el salario real y el salario en dólares, donde la actual recesión tuvo consecuencias más severas sin todavía un final a la vista.

La caída del producto más marcada (-6%) en la etapa post convertibilidad se produjo en 2009 con la crisis financiera internacional combinada con la fuerte sequía a nivel local. Sin embargo, luego de la fuerte caída la economía experimentó un gran rebote. Durante 2010 se contaba con buen margen fiscal para amortiguar y la suerte ayudó, la soja subió de U\$345 a U\$510 luego de la crisis. Ni los márgenes fiscales ni los altos precios de los commodities parecen hoy opciones disponibles.

Una breve aclaración. Al mirar comparaciones interanuales muchas veces analizamos información desactualizada, en el último mes la economía puede estar creciendo pero en forma interanual continúa mostrando un retroceso. Por eso intentaremos mirar los datos disponibles de forma mensual (siempre analizando datos sin estacionalidad) para intentar ver básicamente la capacidad de reversión de la actividad, si al final del túnel hay algo de luz.

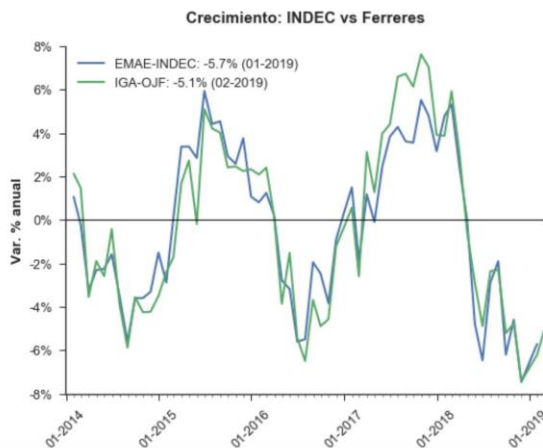
#### Indicadores líderes, sector industrial, construcción, préstamos y otros indicadores.

Los índices líderes son indicadores adelantados del ciclo económico, tienen como objetivo anticipar los cambios de tendencia de la actividad a lo largo del ciclo. Para esto se utilizan un conjunto de series estadísticas con determinados criterios. En argentina este Indicador Líder (IL) lo confecciona la UTDT. Durante el mes de febrero el indicador creció un 0.71% con respecto al mes anterior. El indicador mostró el primer número positivo desde julio del año pasado, un cambio positivo, pero lejos de

convalidar una reversión del ciclo con alta probabilidad.

Otro indicador adelantado es el Índice Coincidente de Actividad Económica (ICAE) que busca adelantar de forma temprana la estimación oficial de la tasa de crecimiento del EMAE (dato oficial del INDEC). EL ICAE de febrero estimó un aumento del 0.61% con respecto a enero de 2019. El dato de enero con respecto a diciembre del ICAE indicaba un incremento del 0.11%. El EMAE ya había mostrado una variación positiva mensual en diciembre y enero (1% y 0.6%, respectivamente). Por último, el indicador adelantado de actividad de Ferreres (IGA OJF) subió un 0.25% y un 0.2% mensual en enero y febrero, respectivamente.

La industria tuvo un 2018 para el olvido con una caída el 4.8% con respecto al 2017. Los datos del EMI (INDEC) para enero mostraron un crecimiento del 4.6% con respecto a diciembre. Para el mes de febrero contamos con los datos de FIEL (IPI) y de Ferreres (IPI OJF), que muestran un crecimiento sin estacionalidad del 1.7% y 0.3%, respectivamente. Los despachos de cemento y la producción automotriz, por su parte, también marcaban un primer bimestre de año positivo en relación a diciembre de 2018. Por último, otro dato que sugería habíamos tocado fondo eran las importaciones, con fuerte elasticidad positiva con el ingreso. La medición de febrero sin estacionalidad marcó el tercer mes consecutivo de crecimiento contra el mes anterior.



Fuente: M&F Consultora y @MatiasCarugati

Los principios de una normalización comenzaban a notarse en el mercado financiero. La reducción de tasas de enero hasta mediados de febrero comenzó a repercutir en una incipiente recuperación de los

préstamos a las empresas. La suba de tasas iniciada en marzo comenzó a matar ese amague de recuperación.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

En los dos semáforos a continuación se resumen aún más datos con una lectura similar. Hasta febrero todo parecería indicar que la actividad había tocado fondo unos meses antes, el cimbronazo cambiario de marzo pone en jaque lo analizado.

Sector	Indicadores (sin est.)	Variación mensual					
		sep-18	oct-18	nov-18	dic-18	ene-19	feb-19
Actividad	EMAE - INDEC	-2.0%	0.7%	-1.9%	1.0%	0.6%	
	IGA - Ferreres	-1.6%	0.1%	-1.2%	-0.2%	0.1%	0.2%
Empleo	Empleo - Asalariados Registrados	-0.2%	-0.3%	-0.3%	-0.1%		
	Empleo - EIL	-0.3%	-0.5%	-0.3%	-0.1%	-0.1%	
	Recaudación por Ser. Social	-2.7%	-2.0%	-2.9%	1.4%	1.0%	0.3%
Consumo	Recaudación por IVA	1.9%	1.1%	-15.6%	2.1%	0.9%	0.0%
	Recaudación por ICDB	-1.0%	-0.6%	-1.2%	-2.2%	1.9%	1.4%
	Ventas reales en supermercados	-1.2%	0.5%	-2.4%	1.9%	-1.0%	
	Ventas reales en shoppings	-6.7%	-1.6%	-1.4%	1.9%	1.3%	
	Ventas Autos 0 km	-5.3%	-1.3%	-5.6%	8.9%	-13.0%	6.4%
	Patentamiento de motos	-6.4%	-10.0%	-15.5%	4.1%	9.5%	4.5%
Inversión	Importaciones - Bs. Consumo	-12.3%	3.6%	-20.0%	2.1%	0.9%	4.6%
	Importaciones - Bs. Capital	-18.2%	-4.2%	-5.8%	12.3%	-2.8%	9.2%
Comercio Exterior	Importaciones desde Brasil	-9.6%	-5.2%	-5.2%	-12.8%	7.0%	1.2%
	Importaciones	-12.7%	-3.0%	-6.2%	1.9%	1.1%	3.8%
Industria	Exportaciones	2.8%	4.1%	6.8%	4.9%	-9.9%	2.9%
	Producción Industrial - INDEC	-6.3%	3.2%	-5.2%	-2.6%	4.6%	
	Producción Industrial - FIEL	-0.4%	0.5%	-1.9%	-0.3%	-0.8%	2.5%
	Hierro	7.8%	-10.5%	2.7%	-2.3%	-16.9%	12.4%
	Acero	-1.0%	-4.1%	5.1%	-9.1%	14.5%	-18.3%
	Producción de laminados	-12.7%	1.1%	-6.3%	-13.1%	7.9%	-11.2%
	Demanda eléctrica no residencial	-2.1%	-1.3%	-0.6%	-2.8%	2.0%	1.0%
Producción de autos	-19.1%	-0.4%	-7.8%	0.0%	7.0%	7.2%	
Construcción	Construcción - ISAC	-2.6%	-2.8%	-6.4%	-4.1%	4.0%	
	Construcción - Construya	-1.5%	-7.7%	-8.0%	-3.5%	11.9%	7.4%
	Despachos de cemento	-3.4%	-3.5%	-5.5%	2.0%	1.9%	14.1%
	Despachos de asfalto	-6.3%	-0.5%	-5.3%	10.5%	1.2%	
	Permisos de edificación	1.5%	-11.3%	-0.8%	-3.8%	4.4%	
Sector agropecuario y pesquero	Molienda de trigo	-3.1%	1.8%	-3.1%	12.5%	-3.9%	
	Molienda de soja	4.9%	5.4%	-0.1%	2.3%	-4.1%	9.5%
	Molienda de girasol	35.7%	-16.9%	13.8%	-18.4%	10.1%	2.3%
	Molienda de maíz	0.5%	0.8%	1.2%	11.8%	-15.8%	
	Capturas de pesca	-4.5%	1.7%	-12.2%	0.1%	67.9%	-34.0%
	Faena de carne vacuna (cabezas)	-2.8%	2.3%	-3.0%	1.9%	-2.0%	-0.7%
Actividad inmobiliaria	Faena de aves	-0.9%	1.3%	0.8%	0.4%	1.5%	
	Escrituras - CABA	-12.5%	-9.2%	-1.8%	10.3%	-16.0%	7.4%
	Escrituras - PBA	-2.9%	-1.2%	-9.0%	3.0%	2.5%	0.9%
Difusión (indicadores + / total)		18.9%	40.5%	16.2%	56.8%	66.7%	80.0%

Indicadores (sin est.)	Variación mensual				
	sep-18	oct-18	nov-18	dic-18	ene-19
EMAE - INDEC	-2.0%	0.7%	-1.9%	1.0%	0.6%
Agro	1.1%	0.9%	0.2%	2.0%	3.5%
Pesca	-2.9%	6.5%	-10.8%	-10.2%	63.6%
Minería	0.4%	-0.4%	-0.1%	0.8%	0.5%
Industria	-5.2%	1.5%	-3.9%	-2.3%	3.4%
Electricidad, Gas y Agua	-2.9%	0.2%	-0.2%	-2.9%	1.7%
Construcción	-4.6%	-1.1%	-4.4%	-2.2%	6.5%
Comercio	-4.9%	-1.3%	-1.3%	1.5%	0.1%
Hotelería	-0.6%	0.6%	-1.4%	1.9%	1.1%
Transporte y Comunicación	-0.8%	-0.3%	-1.1%	0.2%	0.0%
Servicios Financieros	-1.4%	-3.7%	-4.0%	3.5%	-3.4%
Actividad Inmobiliaria	-0.7%	0.1%	-0.7%	0.6%	-0.8%
Administración Pública	0.1%	0.0%	-0.1%	-0.1%	0.6%
Educación	0.0%	-0.1%	0.0%	0.1%	0.3%
Salud	0.0%	0.0%	0.0%	-0.1%	0.2%
Otros	-2.1%	0.7%	-0.3%	-1.4%	2.3%
<b>Difusión (ind. + / total)</b>	<b>20.0%</b>	<b>53.3%</b>	<b>20.0%</b>	<b>53.3%</b>	<b>86.7%</b>

Fuente: M&F Consultora y @MatiasCarugati

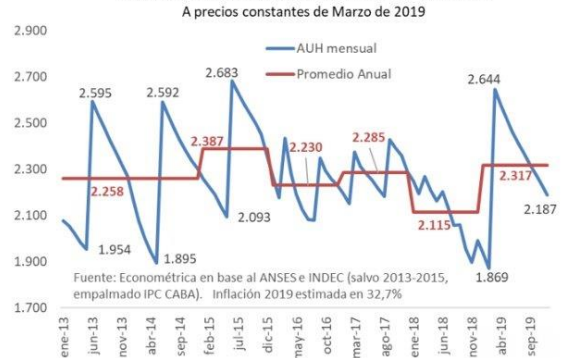
## Salarios, AUH y jubilaciones.

Para dar impulso a la actividad, el repunte de las exportaciones no será suficiente. De largo plazo es la variable más importante en mi opinión, pero en el corto plazo sus efectos son acotados. La inversión en un año electoral lleno de incertidumbre y con bajo uso de la capacidad instalada en varios sectores tampoco traicionará. Si bien notamos un buen ritmo de inversión en ciertos sectores como energía y algunos transables, su efecto sobre la actividad es acotado.

Por el lado del sector público, aunque estamos en pleno proceso de acomodar las finanzas públicas, podremos tener cierto impulso sobre el consumo. Como se puede ver en el gráfico a continuación, la AUH recuperará todo el terreno perdido en 2017 y 2018 en términos reales, luego de la decisión del ejecutivo de adelantar los incrementos del año a abril, dando un incremento del 48%. Más importante que la AUH en términos de consumo son las jubilaciones. Los aumentos ya anunciados de 11,8% a partir de marzo y un 10,8% en junio, acumulan un 24% en el primer semestre.

Por el lado del poder de compra del sector privado la recuperación luce más compleja en un escenario de estancamiento con contracción en márgenes. En 2018 la contracción del salario real fue muy marcada y el desplome del salario en dólares extremadamente grotesco.

## Evolución Real del monto de la AUH



Fuente: Econometría y @rcas1

## -Niveles-



Fuente: Ecolatina y @mollfederico

La reactivación de enero y febrero, modesta pero suficiente como para anticipar que la actividad había hecho piso a fines del año pasado, nuevamente se ve amenazada con la escalada del dólar en marzo. El dólar le pone un piso más alto a la inflación y un freno a la recuperación de los salarios reales. Clave será el comportamiento en los próximos meses. Básicamente es el termómetro de todo, síntoma de nuestro fracaso como país. En cualquier escenario de normalización es necesaria la estabilidad del dólar. Tanto para la reactivación como para evitar otra escalada del billete producto de otra oleada de dolarización. En las próximas semanas la oferta del agro y del Tesoro será más que considerable en relación a los flujos genuinos operados en el mercado de cambios en marzo. Pero más allá de esta importante oferta, dado el diseño del FMI de flotación con techo muy alto, no hay oferta suficiente ante una demanda de pánico, por más fuerte que sea el torniquete monetario, pesos siempre hay. Con las elecciones tan cerca, en las próximas semanas será clave para monitorear esta dinámica.

Buen fin de semana,

Juan Battaglia  
Economista Jefe