



Analytico

01 de Marzo de 2020

N° 544



DIRECTORES

Ricardo Delgado
Rodrigo Álvarez



ECONOMISTA JEFE

Santiago Gambaro

analytica

en todas tus decisiones

PBI: UNA GOLONDRINA NO HACE VERANO

La actividad económica tuvo un pequeño rebote en diciembre que sorprendió al consenso del mercado. Sin embargo, esto se debió a factores puntuales que no vemos sostenibles en el tiempo. Luego del canje de deuda resta conocer la política fiscal; un canje con quita fuerte implicará mayor flexibilidad para el Tesoro y viceversa. Sin embargo, tampoco estimamos que un rebote de la mano del impulso fiscal sea sostenible en el tiempo porque un canje fuerte mantendrá cerrado el mercado de crédito, impidiendo alcanzar el sendero de desinflación y fomento a las exportaciones.

- El dato de actividad económica de diciembre (+0,2%, mensual) implicó una caída trimestral de 0,8% (cuarto contra tercero). Aunque las expectativas del consenso formadas en enero lucen “acertadas” (+0,7%), esto se dio luego de un fuerte proceso de revisión de las estimaciones previas (-1,0% en Dic-19 y -2,0% en Nov-19 para el mismo trimestre).

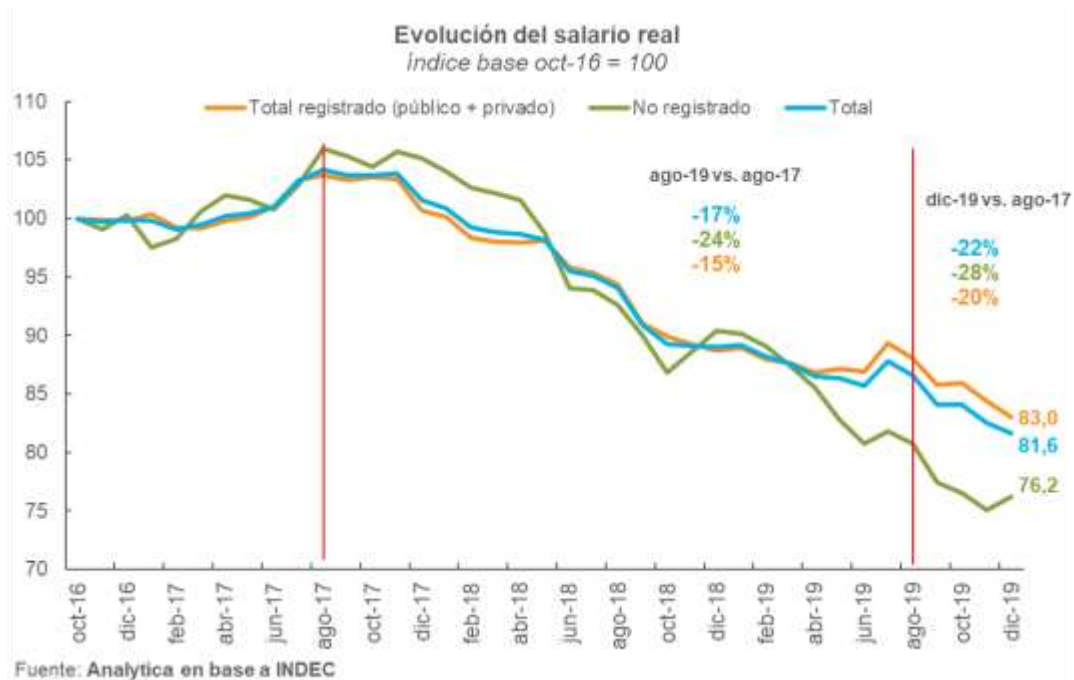
- Esta “sorpresa” se explica por la naturaleza transitoria e inesperada de las medidas que están detrás del comportamiento de los niveles de actividad, básicamente asociados a la política de ingresos. Creemos que esto difícilmente se pueda sostener, máxime sin la ayuda de la política monetaria y fiscal.

- Habrá que esperar entonces el Presupuesto y el acuerdo con el FMI para cerrar las proyecciones del año. En términos de la actividad, una golondrina no hace verano. Un sólo trimestre y los indicadores adelantados, bastante mixtos, van en línea con esta sensación: aunque el cierre del año fue mejor a lo esperado, dejando un mejor piso para 2020, todo está por verse.

- Algo similar ocurre si pensamos más allá de un eventual rebote en el segundo semestre, liderado quizás por un impulso fiscal. Este ocurriría sobre las espaldas de los acreedores privados, a costa de una quita agresiva en la deuda pública, lo cual nos excluye del mercado voluntario de crédito y, por ende, del crecimiento con desinflación en el mediano plazo; o lo que es lo mismo, del crecimiento sostenido. Sería un rebote puntual e insostenible.

¿QUÉ PASÓ EN DICIEMBRE?

- El leve rebote en la actividad económica estuvo principalmente explicado por la dinámica de los servicios y la industria manufacturera. Los primeros dependen de los ingresos reales y la última fue afectada especialmente por el rubro Alimentos y Bebidas.
- La suba en los ingresos se explica por un shock transitorio: ese mes tuvimos el aumento extraordinario de \$5.000 a los jubilados de la mínima y de \$2.000 por beneficiario de la AUH, además de los aguinaldos que perciben los trabajadores registrados. En tal sentido, el índice de salarios de diciembre publicado este viernes es elocuente: 2,6% versus 3,7% de inflación en ese mes, profundizando la caída del cuarto trimestre en los ingresos reales de los trabajadores (4% trim/trim) y acumulando -22% respecto del pico de agosto de 2017, que explicó, en gran parte, la buena performance de Cambiemos en esas elecciones.
- En cuanto a la producción de alimentos y bebidas el aumento se debe a que los productores se anticiparon al aumento de las retenciones. Esto es así ya que dentro del rubro se destaca la dinámica de Carnes y Molienda, lo que a su vez coincide con la duplicación de las liquidaciones de exportaciones de cereales y oleaginosas (según CIARA).



¿CUÁLES SON LAS SEÑALES DE ENERO?

Los datos anticipados de enero muestran un desempeño mixto. Por el lado positivo, la producción de autos creció 32% mes sobre mes para la serie sin estacionalidad, liderada por las exportaciones. Algo similar ocurre con la producción de acero crudo (+2,2% mes sobre mes) Por el lado negativo, los insumos de la construcción caen 1,7% contra diciembre para el índice agregado y 0,6% la producción de cemento. A su vez, por el lado del consumo, los préstamos al sector privado continúan cayendo (1,4% en términos reales).

Indicadores adelantados de la actividad económica, *variación mensual sin estacionalidad*

	ene-19	feb-19	mar-19	abr-19	may-19	jun-19	jul-19	ago-19	sep-19	oct-19	nov-19	dic-19	ene-20
Producción Acero	13,2%	-17,2%	4,8%	10,4%	-5,2%	3,3%	0,8%	0,2%	-3,9%	-11,9%	-0,3%	1,7%	2,2%
Producción de Autos	2,3%	13,5%	-24,4%	4,4%	-4,6%	-10,1%	-3,5%	7,5%	-4,4%	13,6%	-9,7%	4,6%	31,7%
Consumo de Cemento	6,8%	8,6%	-9,1%	4,4%	1,5%	-10,4%	11,0%	-4,6%	-7,5%	0,1%	-4,5%	-1,6%	-0,6%
Construya	10,6%	3,2%	-3,7%	1,6%	1,2%	-4,5%	3,2%	-1,7%	-2,3%	9,0%	-2,9%	-3,9%	-1,7%
Recaudación Seguridad Social	0,6%	0,5%	-2,9%	0,5%	-1,7%	-0,3%	-0,7%	0,4%	-5,0%	0,4%	2,3%	0,0%	-5,1%
Préstamos reales	-3,5%	-2,7%	-3,5%	-2,4%	-2,4%	-2,9%	-2,1%	-2,1%	-2,6%	0,1%	-1,1%	-2,1%	-1,4%
Patentamiento Autos	-25,3%	23,7%	-19,5%	2,8%	-12,5%	10,3%	16,2%	-13,2%	-9,7%	-1,0%	2,2%	24,5%	-45,0%
Patentamiento Motos	4,8%	6,2%	-21,2%	11,2%	-7,9%	4,8%	16,4%	-15,0%	-30,5%	11,1%	-12,9%	11,4%	-21,4%
Confianza Consumidor UTD	-10,6%	13,7%	-3,8%	1,6%	5,3%	9,7%	6,5%	-5,5%	0,8%	2,6%	-5,4%	4,1%	-0,4%

Fuente: Analytica

¿QUÉ ESPERAR PARA 2020?

Los trascendidos respecto del programa económico, especialmente los relacionados con las intenciones de no dejar apreciar el tipo de cambio real, no nos permiten ser muy optimistas en cuanto al desempeño del PBI. Con estos niveles de inflación, más tipo de cambio implica menores salarios reales y, sin crédito en moneda doméstica, una caída en los niveles de consumo y actividad.

La otra variable capaz de empujar el producto es la política fiscal y va a depender del resultado del canje. Si es expansiva porque el canje fue agresivo, podremos ver un rebote en el segundo semestre, pero sus efectos no van a ser sostenibles.

Mientras tanto, si la apuesta es utilizar el incremento de los impuestos que se desprenden de la Ley de Solidaridad para dar un impulso fiscal, puede servir para estabilizar la economía estos meses y contrarrestar en parte el efecto de la caída en los salarios reales. Esto necesariamente tensa la cuerda con los acreedores ya que se esperan fuertes quitas que acompañen la impronta de la política fiscal de cara a la renegociación.

En resumen, aunque la política fiscal puede sacar a la economía del pozo, esto será a costa del crédito externo y la postergación del proceso de desinflación. Teniendo en cuenta las limitaciones impuestas por el calendario electoral, luce razonable, aunque todavía no se vislumbra más que un rebote. El crecimiento sostenido depende de bajar la inflación y de aumentar las exportaciones, para lo cual es indispensable el crédito externo. Sin estos ingredientes, parece difícil cambiar el rumbo.