N° 568 – 16/08/2020

Analytico

Ricardo Delgado - Rodrigo Álvarez
Directores

LA "V" DEL REBOTE INDUSTRIAL ES EFÍMERA

• **En agosto la producción industrial sigue en ascenso, aunque continúa por debajo de los niveles pre-pandemia. Por las restricciones a la movilidad tocó piso en abril y a partir de ahí fue recuperándose mes a mes. Sin embargo, el rebote se sostiene principalmente por efectos transitorios. Desde la oferta por la recuperación de inventarios, mientras que desde la demanda la incertidumbre incentiva el consumo de bienes que actúan como reserva de valor. Lo que sucede en la industria automotriz es un buen ejemplo de estos efectos. Recién cuando el salario real y la inversión muestren signos de recuperación podremos ir hacia un sendero de crecimiento sostenido.**

• Durante la primera quincena de agosto el consumo de energía de la industria aumentó 5% respecto del mismo periodo de julio. Este indicador que provee CAMMESA es fundamental porque dada su alta correlación con los índices de actividad industrial que publica el INDEC sirve para seguir el pulso del sector semana a semana.

• La industria destina gran parte de su producción al mercado interno. En un contexto en el cual el salario real caerá -11% al finalizar 2020-, y continúa la destrucción de empleo, ¿es sostenible la recuperación de la industria?

EL IMPULSO DE LOS INVENTARIOS

• Una de las principales diferencias entre el mercado de bienes y de servicios es la capacidad de almacenamiento. En el primero, la acumulación de stocks permite que la oferta y la demanda difieran en el tiempo. La capacidad de acumulación implica dinámicas más volátiles, porque algunos sectores no pueden funcionar sin inventarios; incluso para niveles de demanda débiles.

• A la hora de proyectar la actividad en un contexto de tanta incertidumbre y volatilidad como el actual debe tenerse en cuenta un hecho estilizado bastante robusto[1]: cuando aumenta la volatilidad macro, la necesidad de acumular inventarios crece. Esto ocurre tanto del lado de la demanda (insumos intermedios) como de la oferta (para poder abastecer a tiempo).

• Como resultado de la pandemia disminuyeron los inventarios en numerosos sectores industriales y la producción cayó más que la demanda. En consecuencia, el nivel de actividad industrial tiende a sobrerreaccionar para recomponer los niveles perdidos y, en algunos casos, dada la alta incertidumbre llevarlos a una instancia superior.

• Un claro ejemplo es la industria automotriz. En julio la producción alcanzó las 21.000 unidades, mismo valor que un año atrás, y apenas por debajo de los niveles pre-pandemia. El rebote en el nivel de producción se explica por diferencia de inventarios y no por un aumento de la demanda. Los patentamientos de autos acumulan una caída anual del 39% a julio. La menor demanda de los consumidores, también se trasladó a las automotrices. Este año vendieron un 27% y 40% menos al mercado interno y al exterior respectivamente.

• Así las cosas, el rebote en la producción de autos se explica por la recomposición de inventarios. De las 6.000 unidades de inventarios que perdió entre abril y mayo, en los últimos dos meses repuso la tercera parte.

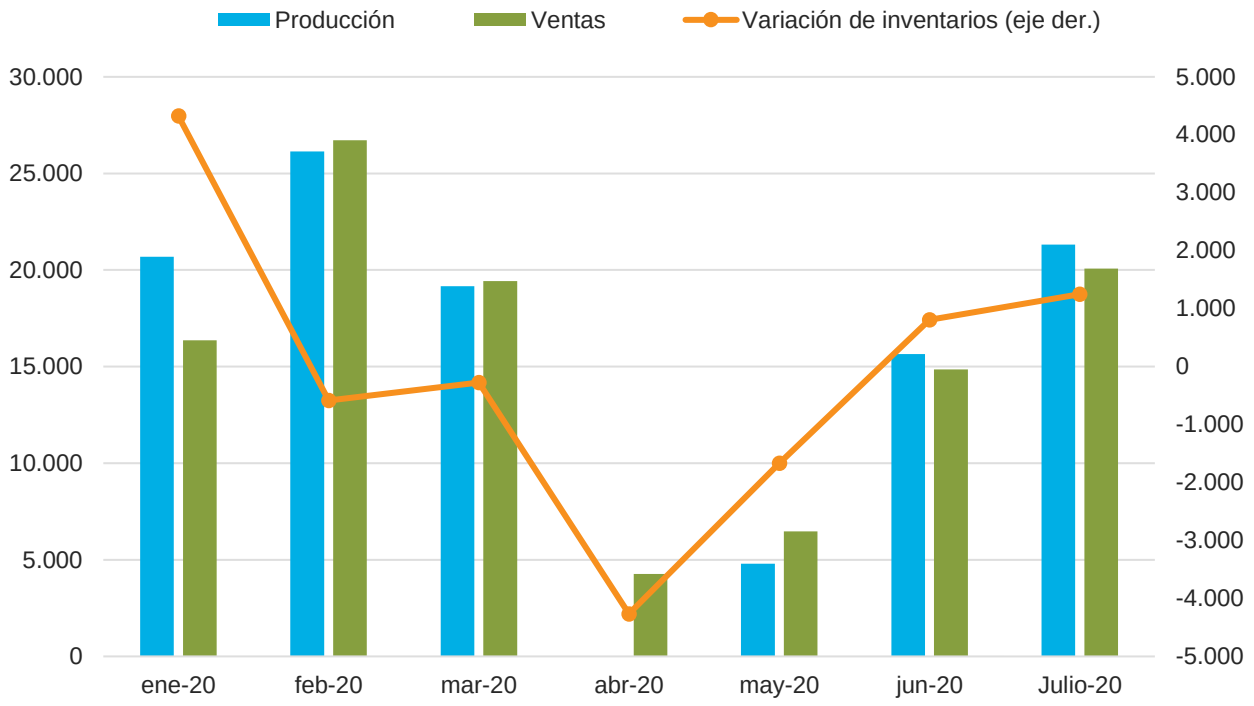
• En los próximos meses la industria automotriz tenderá a alcanzar el stock de equilibrio. A partir de entonces, es probable que su producción se ubique en un nivel inferior al de 2019, proporcional a la caída en la demanda. La recuperación de inventarios es necesaria para responder a la demanda que aún persiste; la caída en los patentamientos de julio respecto a junio (-18%) se explica en parte porque las concesionarias no disponían de unidades para entregar.

• Desde el punto de vista regional, la dinámica de inventarios además puede ser una gran noticia para la provincia de Buenos Aires, ya que concentra gran parte del complejo industrial; especialmente PYME.

[1] El economista argentino Guillermo Veracierto escribió un trabajo muy interesante al respecto en 2002 "Plant-Level Irreversible Investment and Equilibrium Business Cycles" American Economic Review, 92 (1): 181-197.

OFERTA Y DEMANDA DE VEHÍCULOS Y VARIACIÓN DE INVENTARIOS

En Unidades



Fuente: Analytica en base a ADEFA

CONSUMIR PARA NO PERDER VALOR

• A este efecto de recomposición de stocks desde la oferta se suma otro factor relevante desde la demanda. En un contexto de alta inflación (a la baja, pero aún por encima del 1,5% mensual) y cepo cambiario, las familias y las empresas buscan a través de la compra de bienes durables e insumos resguardar el poder adquisitivo de sus excedentes en pesos.

• La industria automotriz sirve también para ilustrar está dinámica. Los patentamientos en de autos importados de alta gama caen a una tasa promedio del 17%, menos de la mitad respecto de la producción nacional y que dominan el parque automotor argentino.

• La búsqueda de dolarizar ahorros en los segmentos de mayor poder adquisitivo también impacta en la producción local. En lo que va del año, el segundo auto más vendido (apenas 142 unidades detrás del primero) es una 4x4 de producción nacional.

• Ahora bien, las empresas también buscan canalizar su liquidez para cubrirse de la inflación y de las expectativas de devaluación. Por caso, los insumos para construcción son una de las actividades que lideran la recuperación de la industria y aquellos con capacidad de stock aparecen como los que más aumentaron su producción en los últimos meses (ladrillos huecos, pisos y cerámicos, yeso).

• Al igual que la acumulación de inventarios, el impulso de la demanda por medio de este tipo de consumo precautorio es transitorio. Si la economía no sale de la recesión, la liquidez a nivel agregado caerá. A su vez, la compra de insumos y de bienes durables tiene límites físicos evidentes.

• Y debe recordarse además que la producción de bienes, incluidos como es obvio los industriales, representa apenas 40% del PBI. En el resto, los servicios, las consideraciones de una demanda futura débil se mantienen en tanto no se recuperen los ingresos reales y permanezcan las restricciones a una operación normalizada de esas actividades en lo que resta del año.