

ESEADE



Informe Semanal
Económico

Año 2 – N°44

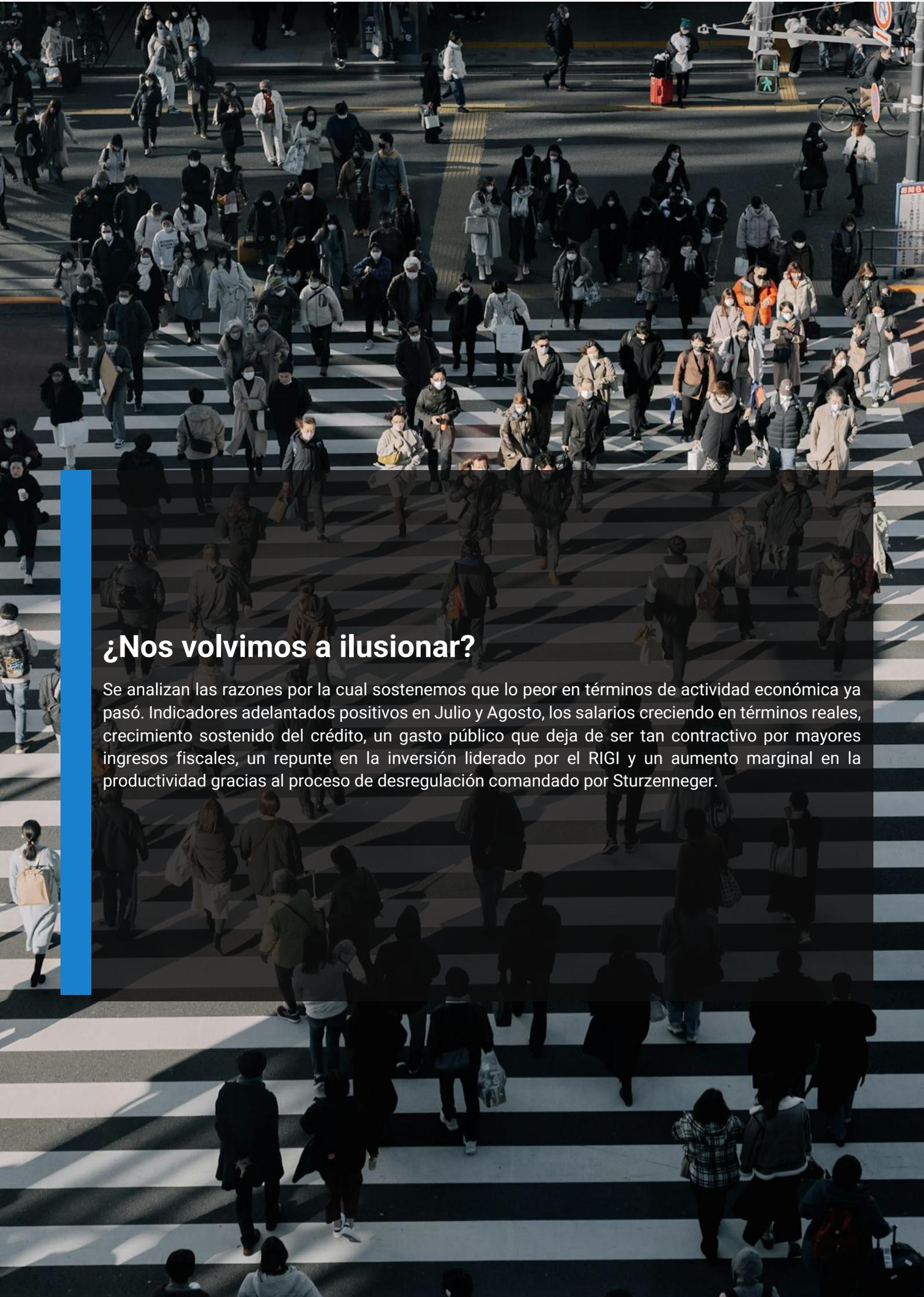
05/09/2024

Informe Semanal Económico



Por Iván Cachanosky

Director Dpto. de Economía y Cs. Sociales ESEADE



¿Nos volvimos a ilusionar?

Se analizan las razones por la cual sostenemos que lo peor en términos de actividad económica ya pasó. Indicadores adelantados positivos en Julio y Agosto, los salarios creciendo en términos reales, crecimiento sostenido del crédito, un gasto público que deja de ser tan contractivo por mayores ingresos fiscales, un repunte en la inversión liderado por el RIGI y un aumento marginal en la productividad gracias al proceso de desregulación comandado por Sturzenegger.

¿Nos volvimos a ilusionar?

En el primer trimestre, la economía sufrió lo peor de la recesión económica, cayendo un 2,1% respecto al cuarto trimestre. En el segundo trimestre, siguió cayendo un 1,7% respecto al primero. De esta manera, el segundo trimestre está 3,8% por debajo del cuarto trimestre. En julio, los indicadores estarían reflejando que lo “peor ya pasó”. Tanto datos de la construcción, como la industria, muestran un crecimiento mensual desestacionalizado. El IGA-OJF, que es una estimación comparable con el EMAE, marca una suba del 0,8% mensual. Para Agosto, los primeros indicadores también son positivos, destacándose la suba el 6% de la confianza del consumidor.

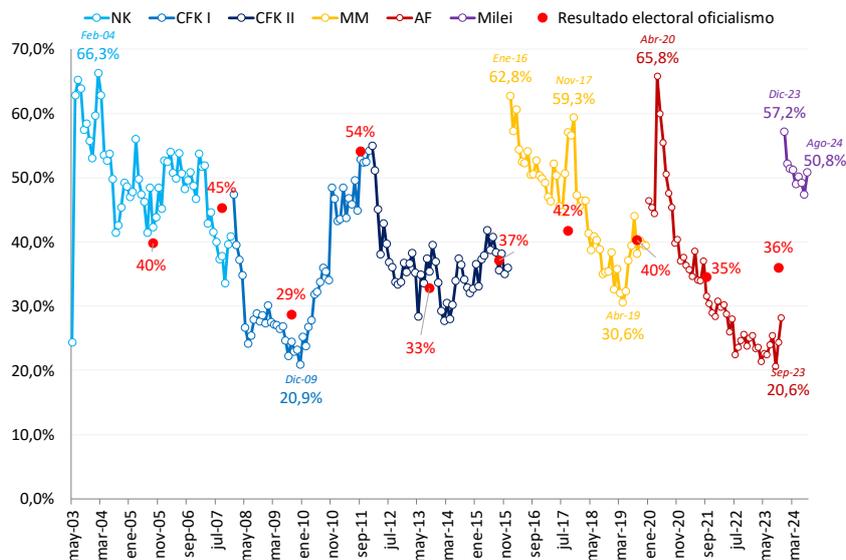
CUADRO I: SEMÁFORO DE ACTIVIDAD

| SECTOR | INDICADOR | sep-23 | oct-23 | nov-23 | dic-23 | ene-24 | feb-24 | mar-24 | abr-24 | may-24 | jun-24 | jul-24 | ago-24 |
|---------------------------|---|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| ACTIVIDAD Y EMPLEO | EMAE (INDEC) | -0,5% | -0,7% | -1,4% | -1,9% | 0,3% | -0,2% | -1,5% | -0,9% | 0,7% | -0,3% | | |
| | IGA-OJF | 0,1% | -1,1% | -0,4% | -1,7% | -2,9% | 1,1% | -1,9% | 1,3% | 0,3% | -0,4% | 0,8% | |
| | Índice Líder (UTDT) | -2,0% | -1,4% | -1,7% | -5,4% | -0,5% | -7,6% | -3,8% | 4,5% | 5,4% | -4,5% | 1,5% | |
| | Recaudación de impuestos ligados a la actividad (AFIP) | 2,4% | -3,1% | -2,8% | -9,4% | -3,3% | 3,5% | 1,3% | 1,5% | -4,4% | 12,4% | -2,1% | 3,9% |
| CONSUMO | Confianza del consumidor (UTDT) | -1,5% | 4,0% | 5,3% | -16,2% | -10,6% | 1,2% | 1,8% | 1,3% | 3,1% | -2,8% | 5,0% | 6,0% |
| | Ventas minoristas (CAME) | -1,1% | 0,0% | -0,9% | -11,2% | -6,5% | -7,4% | -3,2% | 1,6% | 6,6% | 1,2% | -1,6% | |
| | Ventas de consecionarias (ADEFA) | 24,2% | -2,4% | -20,6% | -14,9% | -1,3% | 35,2% | -15,1% | -10,7% | 6,9% | 3,2% | 16,7% | |
| | Patentamiento de motos (SIOMAA) | -5,9% | 10,7% | -1,9% | -5,9% | -2,2% | 0,0% | -6,7% | 18,2% | 2,0% | -6,2% | 8,6% | 14,1% |
| INDUSTRIA | IPI (INDEC) | -0,7% | -1,5% | -1,6% | -6,4% | -1,8% | 0,2% | -3,5% | 0,0% | -0,3% | -1,6% | | |
| | IPI (OJF) | 1,5% | -4,2% | 2,3% | -2,9% | -1,4% | 2,7% | -3,5% | 0,8% | -1,0% | -0,4% | | |
| | IPI (FIEL) | -1,0% | -3,2% | 0,6% | -3,1% | -0,6% | -4,0% | 1,2% | -2,0% | 0,7% | 0,6% | 0,6% | |
| | IPI-Minero (INDEC) | -0,6% | -0,1% | 0,7% | 3,6% | 1,7% | 1,7% | -2,7% | 0,5% | -0,2% | 0,2% | | |
| | IPI-Pesquero (INDEC) | -7,7% | -20,6% | 26,1% | 23,7% | 4,5% | -7,2% | -5,8% | 0,7% | -12,8% | 21,6% | | |
| | Producción de hierro (CAA) | 4,6% | 1,8% | -14,6% | -22,5% | 37,3% | -3,1% | -36,7% | 47,2% | -3,9% | 3,4% | -16,7% | |
| | Producción de acero (CAA) | 8,1% | -2,2% | -6,8% | -10,7% | 28,1% | -17,2% | -37,7% | 38,7% | -4,6% | -10,6% | 9,5% | |
| | Demanda de electricidad no residencial (Cammesa) | 1,6% | -1,3% | -0,9% | -1,1% | 1,7% | 7,6% | -6,6% | -1,5% | 2,1% | -5,3% | 8,6% | |
| | Producción de autos (ADEFA) | -9,2% | -6,7% | 5,2% | -12,6% | -8,5% | 7,4% | -10,0% | 15,2% | -15,0% | -14,7% | 39,3% | |
| CONSTRUCCIÓN | ISAC (INDEC) | -0,3% | -0,2% | -2,9% | -9,2% | -12,6% | -2,3% | -16,7% | 2,3% | 6,9% | 2,7% | | |
| | Despachos de cemento (AFCP) | -4,1% | -2,1% | -9,1% | -3,7% | -6,9% | -4,6% | -16,1% | 9,0% | 11,7% | -4,7% | 15,3% | |
| | Producción de laminados no planos (CAA) | 7,7% | -4,1% | 5,3% | -16,1% | 17,5% | -19,8% | -44,8% | 34,1% | 4,3% | -9,8% | 7,4% | |
| | Índice Construya (Grupo Construya) | -5,9% | 15,0% | -13,7% | -14,8% | -18,1% | 6,8% | -11,2% | 6,4% | 3,2% | 9,7% | 12,1% | |
| COMEX | Importaciones de bienes de capital - Cantidades (INDEC) | -3,3% | -13,7% | -11,2% | -24,5% | 29,1% | 12,8% | -17,8% | 6,1% | -6,7% | -7,7% | 22,8% | |
| AGRO | Molienda de oleaginosas | 4,6% | -5,8% | 5,0% | 11,5% | 11,1% | 10,8% | 0,0% | 3,8% | -4,1% | 7,9% | | |

Fuente: elaboración propia en base a diversas fuentes

El repunte de la actividad es fundamental para poder sostener políticamente las medidas del Gobierno. En Agosto, la imagen del Gobierno se mantiene en niveles elevados a pesar del ajuste fiscal y la recesión. El índice de confianza del gobierno es un buen estimador de su intención de voto. En Agosto, la confianza del gobierno iguala a la de Macri en el mismo momento de la gestión y llega al 50,8%, subiendo 6,8% respecto al mes anterior.

GRÁFICO I: ÍNDICE DE CONFIANZA EN EL GOBIERNO



Fuente: elaboración propia en base a UTDT

El rebote económico llega liderado por tres factores:

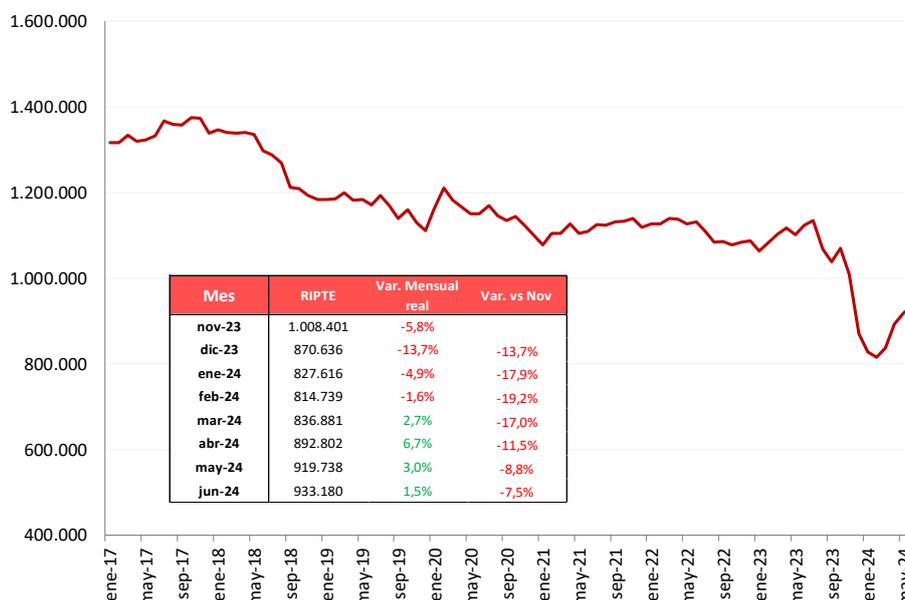
1) La suba de los salarios reales

El RIPTE, que mide un salario promedio estable de los trabajadores registrados, creció por cuarto mes consecutivo en términos reales (marzo a junio) luego de la gran caída en diciembre. De esta manera, los salarios se ubican “solamente” 7,5% por debajo del nivel de Noviembre. No obstante, comparando con el último techo relativo (Noviembre del 2017), el salario es un 32% menor. Este dato es importante, porque si bien el salario se recupera, lo hace desde un piso muy bajo.

La dinámica ascendente genera cierto optimismo, pero este a su vez se va desacelerando. El incremento de los salarios se da básicamente por el proceso desinflacionario. Dado que las paritarias se establecen mirando la inflación pasada, con inflación descendente los salarios van a subir. Por ejemplo, si la inflación de Agosto es del 3,8% y las paritarias se establecen en base a la inflación de Julio que fue del 4%, entonces va a haber un crecimiento real de los salarios en Agosto. A medida que la inflación se “estacione” en un 4%, los salarios desacelerarán la suba ya que tanto los precios como los salarios crecerán al 4%. Para romper la “inercia inflacionaria” creada por el crawling peg al 2%, jubilaciones creciendo al 4%, tarifas de servicios públicos creciendo al 4%, entre otros factores que se fueron indexando, el gobierno bajó el impuesto PAIS 10 p.p. sin compensar esa baja con una devaluación (Ver ISE 42). Naturalmente habrá un impacto en los precios que debería hacer que la calesita de los precios relativos baje un escalón. El gobierno tiene la posibilidad de coordinar con el sector privado para que esa baja de precios se de en gran medida en Septiembre.

GRÁFICO II: RIPTÉ

Ene-17-Jun-24 – Serie a precios constantes de Jun-24



Fuente: elaboración propia en base a Ministerio de Economía

Por otro lado, recordemos que el consumo se recupera en la medida que la cantidad de trabajadores también se recupere. En este marco, todavía no se observan síntomas alentadores ya que el empleo privado formal continúa cayendo hasta el último dato disponible del mes de Mayo.

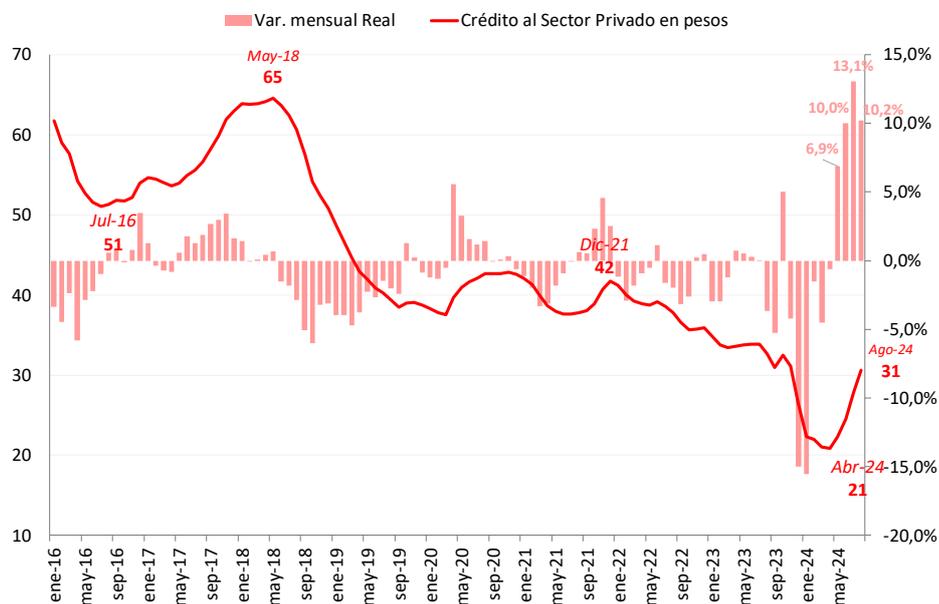
2) El crecimiento del crédito

Los bancos empiezan a volver a actuar de bancos. ¿Qué quiere decir esto? que en vez de usar los depósitos de clientes en comprar Leliqs o Pases, los bancos empiezan a mover a sus oficiales comerciales para conseguir clientes a los cuales prestarles los depósitos que ya no se colocan en deuda del sector público (BCRA y Tesoro). Debido a la elevada inflación y a la incertidumbre política, la demanda de crédito alcanzó niveles mínimos de varias décadas, situándose en apenas el 5,3% del PBI en marzo de 2024. De hecho, el crédito en relación al PBI era una cuarta parte de los niveles observados en la década de 1990 (25% del PBI en 1999), cuando el sistema de convertibilidad dio lugar a una inflación estable y baja. Ahora, desde mayo de 2024, el crecimiento real del crédito al sector privado está rondando la tasa del 10% intermensual (Ver GRÁFICO III). La recuperación del crédito sí va a ser en forma de V debido al efecto *crowding in* del ajuste fiscal que obliga a los bancos a relocalizar la liquidez. 5

Sin embargo, dado que los créditos sólo representan un monto menor en torno al 5 del PBI, la recuperación en V no se verá reflejada en el nivel de actividad ya que es un motor débil.

GRÁFICO III: CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO EN PESOS

En billones de pesos – A precios de julio de 2024



Fuente: elaboración propia en base a BCRA

3) El gasto sería cada vez menos contractivo

El gasto público dejaría de caer en las magnitudes que lo hizo en el primer semestre. Esto se debe a que los ingresos, a medida que la actividad se recupere, empezarán a crecer. En septiembre, el anticipo de cinco años de Bienes Personales, que está teniendo una gran aceptación según especialistas contables, y los ingresos por el blanqueo, aumentarán los ingresos en septiembre de este año. Así, el ajuste necesario para lograr un superávit financiero no necesita de ajustes tan fuertes como lo fueron en un principio. De esta manera, no se dice que el gasto público será expansivo sino que dejará de ser tan contractivo y quizá levemente expansivo en el margen como por ejemplo, aumentando el gasto real en jubilaciones debido a la fórmula previsional establecida por decreto. En términos concretos, no será un motor de crecimiento, pero dejará de funcionar en reversa.

Podríamos también tener en cuenta otros dos factores, aunque de mediano-largo plazo:

4) La inversión lentamente empezaría a traccionar

Los préstamos a empresas están creciendo fuertemente. Los Documentos están 62% arriba en términos reales respecto a marzo de este año, los Adelantos 24,4% y los Prendarios 44,8% por encima de ese nivel. Y a medida que se vaya reglamentando el RIGI, las empresas de sectores como infraestructura, energía, Oil & Gas, minería, tecnología, turismo, silvicultura, siderurgia empezarán a desplegar proyectos ya anunciados (tienen que ser superiores a US\$ 200 millones). Además de un período de 30 años de estabilidad fiscal, el RIGI propone incentivos fiscales, tributarios y aduaneros, incluida una reducción del impuesto de sociedades del 35

al 25%. Hay un periodo de dos años y unos requisitos razonables para participar en el programa. A medida que se vayan iniciando estos proyectos, la inversión empezaría a traccionar la actividad económica. Sin embargo, mucho dependerá de que se continúe en el camino de las reformas estructurales para que estas inversiones puedan materializarse. El futuro es prometedor si el gobierno es exitoso en su tarea de realizar las reformas, lo que representa un desafío mayúsculo.

5) *La desregulación económica*

El DNU 70/23 y medidas que el nuevo Ministerio de Desregulación, comandado por Federico Sturzenegger, ayudan a que haya un incremento en la *Total Factor Productivity*, lo cual genera que, con la misma cantidad de factores de producción (capital y trabajo) se produzcan más bienes y servicios. Si bien no se puede decir que con lo que se hizo es suficiente para notar un incremento de productividad que genere un impacto notable en el PBI, el camino es el correcto y hay algunos sectores que empiezan a dinamizarse como el inmobiliario, gracias a la eliminación de la ley de alquileres. Además, la eliminación del impuesto PAIS juega a favor de este incremento de la productividad ya que reduce en gran medida los costos de producción de aquellas empresas que requieren insumos o bienes de capital importados.

Estas micro-desregulaciones generan aportes muy marginales, pero que si se sostienen en el tiempo, en el mediano y largo plazo aportarán su grano de arena.

Iván Cachanosky

Director del Departamento de Economía y Ciencias Sociales

Director de la Maestría en Economía y Ciencias Políticas