

23/02/2024

WE ARE WHAT THEY GROW BEYOND

GABRIEL CAAMAÑO
+54 9 11 5336-1602
GCG@outlier.com.ar

JUAN M. TRUFFA
+54 9 11 3631-8545
JMT@outlier.com.ar

MAY THE FORCE BE WITH YOU.

Para las próximas semanas creemos que la suba de los bonos cortos hard dollar puede haber llegado a un estancamiento y sugerimos cautela. Ya sea priorizar liquidez en dólares (luego de que el viernes el CCL haya mostrado cierta evidencia de un piso en estos niveles) o equity que parecería estar en una posición técnica más favorable que la renta fija en estos momentos. Como comentamos en nuestros informes diarios recomendamos sector energético con principal foco en YPF y para los arriesgados BBAR dentro del sector bancario.

Hacemos énfasis en lo que respecta al tipo de cambio, creemos que estos niveles pueden haberse alcanzado por cuestiones particulares de liquidación de exportaciones y estaríamos más cerca de un piso que de bajas posteriores.

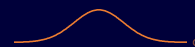
Con los números cerrados para el último trimestre de 2023, ya está claro cuál es el arrastre estadístico negativo para el año en curso y corresponde comenzar a analizar las perspectivas de desempeño de la actividad durante el mismo. Para ello comenzaremos tomando en cuenta el punto de partida, con el objetivo de dar forma a expectativas de desempeño para la economía real y también de los límites que la misma puede llegar a imponer al proceso de licuación, acumulación de reservas y ajuste fiscal en curso.

En particular, el INDEC publicó ayer el EMAE de diciembre con una caída de -4,5% interanual y -3,1% mensual (serie con ajuste estacional). Esto dejó al cuarto trimestre -1,8% por debajo del inmediato anterior (serie con ajuste estacional) y en un nivel -1,5% inferior al del cuarto trimestre de 2022. El año pasado cerró con una caída promedio anual de -1,6%. El arrastre estadístico negativo que deja el 2023 al 2024 es bastante significativo, -1% si se considera para el cálculo el promedio del último trimestre 2024 y -2,6% si se considera sólo el mes de diciembre de 2023.

Aun más, respecto de sectores como la construcción y la industria, en particular, y la mayoría de los productores de bienes, en general, ya tenemos recesiones técnicas declaradas. Esto es porque durante el segundo semestre de 2023, acumularon dos caídas trimestrales consecutivas.

Ahora bien, los primeros datos primarios de 2024 sugieren una continuidad de las caídas mensuales e interanuales para los principales sectores productores de bienes, lamentablemente no inesperada, con excepción de agropecuario, y del producto en general. Con la salvedad que, como ocurrió en el último trimestre de 2023, ahora los servicios no están siendo estimulados vía política fiscal.

Al contrario, el ingreso real disponible está cayendo producto del proceso de ajuste de precios relativos por la vía inflacionaria y el ajuste fiscal. Con lo cual, a diferencia del tercer trimestre de 2023, es de esperar que buena parte de los sectores productores de servicios también contraigan sus niveles de actividad..



PERSPECTICAS PARA LA ACTIVIDAD ECONÓMICA.

Con los números cerrados para el último trimestre de 2023, ya está claro cuál es el arrastre estadístico negativo para el año en curso y corresponde comenzar a analizar las perspectivas de desempeño de la actividad durante el mismo. Para ello comenzaremos tomando en cuenta el punto de partida, con el objetivo de dar forma a expectativas de desempeño para la economía real y también de los límites que la misma puede llegar a imponer al proceso de licuación, acumulación de reservas y ajuste fiscal en curso.

	INDICADORES DE ACTIVIDAD						
	2023	IV Q 23		dic-23		ene-24	
	YoY	QoQ	YoY	MoM	YoY	MoM	YoY
EMAE	-1,6%	-1,9%	-1,5%	-4,5%	-3,1%	S/D	S/D
ISAC	-3,0%	-3,3%	-4,9%	-12,2%	-8,8%	S/D	S/D
IPI	-1,8%	-3,5%	-5,9%	-12,8%	-5,4%	S/D	S/D
Exportaciones (Q)	-16,0%	-0,1%	-18,0%	9,3%	-6,6%	9,3%	21,1%
Importaciones (Q)	-4,0%	-11,2%	-4,3%	-16,3%	-10,6%	-11,3%	0,0%

En particular, el INDEC publicó ayer el EMAE de diciembre con una caída de -4,5% interanual y -3,1% mensual (serie con ajuste estacional). Esto dejó al cuarto trimestre -1,8% por debajo del inmediato anterior (serie con ajuste estacional) y en un nivel -1,5% inferior al del cuarto trimestre de 2022. El año pasado cerró con una caída promedio anual de -1,6%. El arrastre estadístico negativo que deja el 2023 al 2024 es bastante significativo, -1% si se considera para el cálculo el promedio del último trimestre 2024 y -2,6% si se considera sólo el mes de diciembre de 2023.

Aun más, respecto de sectores como la construcción y la industria, en particular, y la mayoría de los productores de bienes, en general, ya tenemos recesiones técnicas declaradas. Esto es porque durante el segundo semestre de 2023, acumularon dos caídas trimestrales consecutivas.

La razón de por qué no tuvimos recesión a nivel PIB en 2023 tiene que ver con el “plan platita” de Massa y como eso se reflejó en un mayor consumo y nivel de actividad por el lado de los servicios, especialmente durante el tercer trimestre de 2023. En el caso de los bienes, el dinamismo de su oferta estaba afectado por las restricciones a las importaciones y la sequía, así que las presiones de demanda derivadas del “plan platita” se resolvieron vía aumentos de precios. Es decir, inflación.

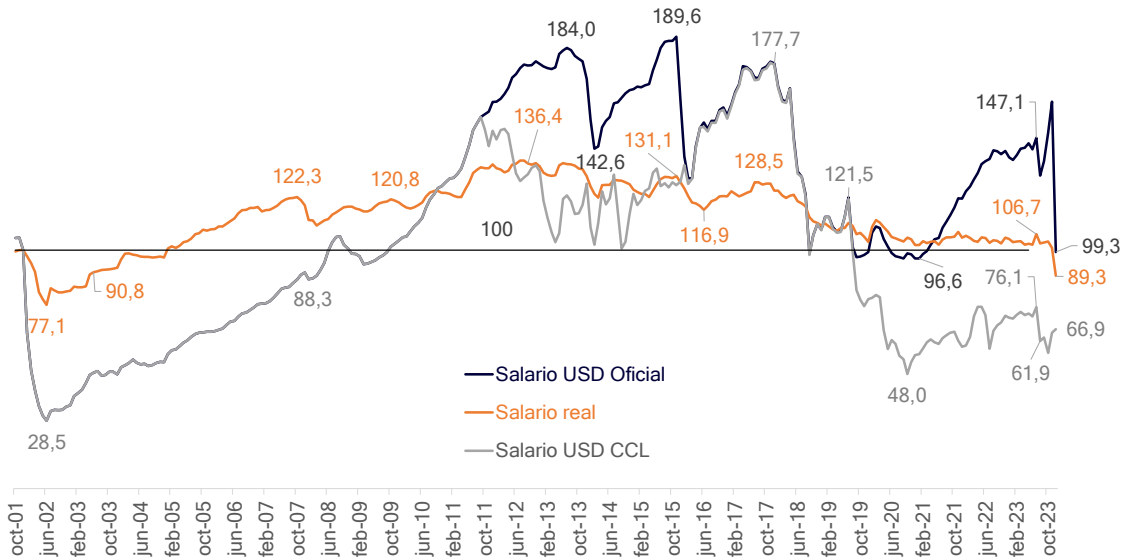
Ahora bien, los primeros datos primarios de 2024 sugieren una continuidad de las caídas mensuales e interanuales para los principales sectores productores de bienes, lamentablemente no inesperada, con excepción de agropecuario, y del producto en general. Con la salvedad que, como ocurrió en el último trimestre de 2023, ahora los servicios no están siendo estimulados vía política fiscal.

Al contrario, el ingreso real disponible está cayendo producto del proceso de ajuste de precios relativos por la vía inflacionaria y el ajuste fiscal. Con lo cual, a diferencia del tercer trimestre de 2023, es de esperar que buena parte de los sectores productores de servicios también contraigan sus niveles de actividad.

Por el lado de la demanda, como resultado de la fuerte caída de los ingresos reales y el ajuste de la inversión pública, se sostienen similares perspectivas para febrero y en menor medida para marzo.

SALARIOS REALES Y EN DÓLARES

Índices Dic'01=100 - Octubre'01 a Diciembre'23

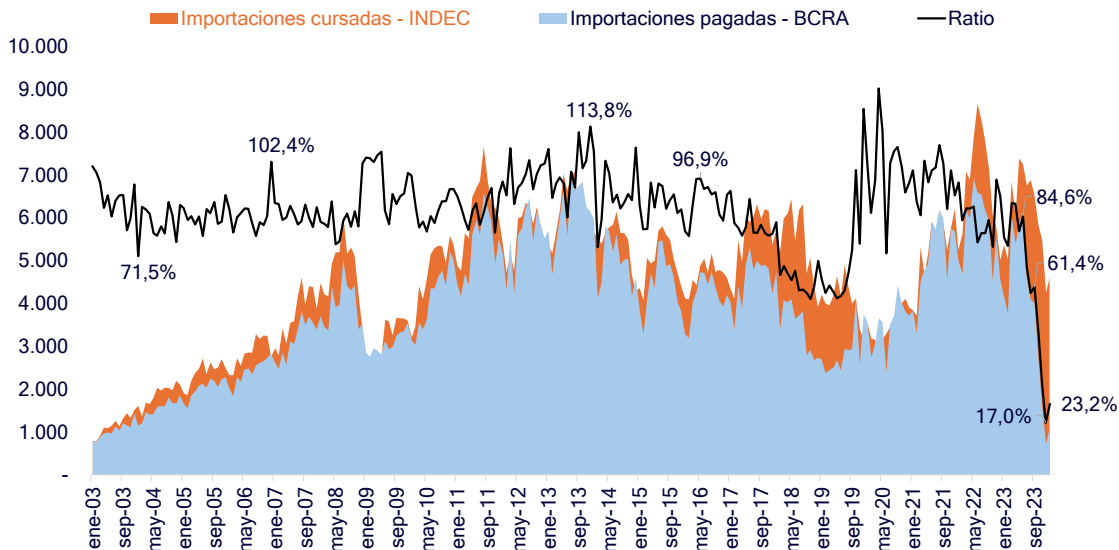


Fuente: [CL] en base a INDEC, datos de mercado y estimaciones propias

Del lado de la oferta, sectores productores aun parecen encontrarse complicados en su dinamismo por el acceso restringido al mercado de cambios para el pago de importaciones y con márgenes de rentabilidad acotados en el caso de la exportación. En consecuencia, se espera un primer trimestre de 2024 con continuidad de la caída respecto del trimestre inmediatamente anterior e incluso respecto del mismo trimestre del año pasado.

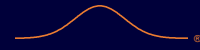
IMPORTACIONES PAGADAS VS CURSADAS (BCRA VS INDEC)

Millones de USD y % - Desde E'03 a E'24 (mensual)



Fuente: Elaborado con datos del BCRA.

Ya mirando al segundo trimestre la principal expectativa positiva viene dada por el lado de la oferta, vía la cosecha gruesa (que el año pasado fue pésima). Pero, la merma en las proyecciones de producción producto del déficit de precipitaciones y las altas temperaturas, por un lado, y la caída de los precios externos, por el otro, están acotando ese esperado efecto

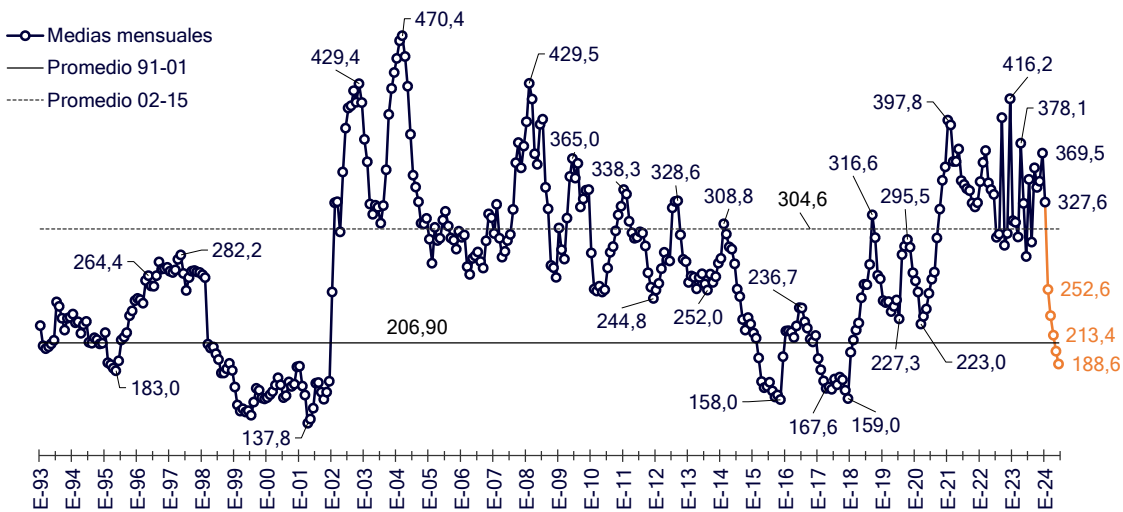


amortiguador. Creemos que hay que remarcar principalmente esto último: no habrá cosecha récord, pero las cantidades son buenas en términos históricos, pero los precios están por el piso.

En tanto, por el lado de la demanda (en términos agregados de la economía) es esperable que tanto el consumo, como la inversión sigan afectadas por niveles de ingresos reales que a lo sumo estarán encontrando un piso. Un mercado laboral que no habiéndose desregulado en lo que hace a la negociación paritaria y los costos de contratación y despido comenzará a explicitar sus rigideces por el lado de un deterioro de los niveles de empleo y formalidad. A ambas hay que sumar la propia dinámica del ajuste fiscal, con una contracción fuerte de la inversión pública. Es decir, todas las partidas de demanda en rojo.

TIPO DE CAMBIO REAL EFECTIVO SOJA

FOB Soja neto DEX en \$AR'93 - Desde E'93 a E'24 (mensual) y F'24 a J'24 (proyección)

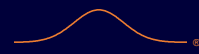


Fuente: Elaborado con cotizaciones mercado, IPC oficial y TCN mayorista BCRA.

El segundo semestre es el que tiene los principales interrogantes. Si hay unificación que implica una normalización definitiva del acceso al mercado de cambios para pagar importaciones (entre otros fines) y una nueva corrección del tipo de cambio oficial, se espera un mayor dinamismo para la oferta de bienes y la inversión.

Sin embargo, la magnitud del ajuste adicional del tipo de cambio nominal y las características del plan de estabilización que se seguiría desde entonces son puntos más que relevantes a la hora de definir si habrá una nueva caída de los ingresos reales y cual será su magnitud. Consecuentemente, cuanto más se tardarían en recuperar el consumo. Ninguna de esas cuestiones está hoy demasiado clara, lamentablemente. Lo cual implica que todavía hay un nivel de incertidumbre considerable al respecto.

De hecho, como señalamos en informes anteriores, tampoco queda claro como se encarará el proceso de unificación que apunta a realizarse en junio 2024 en un contexto donde la tasa de interés real en pesos se mantiene bien negativa. Además, parecería que el BCRA está más enfocado en sostener los precios de los bonos para garantizar la migración de la liquidez bancaria al Tesoro que en propiciar que dicho ajuste de la tasa real en pesos se produzca de forma progresiva. La forma en que realiza esa tarea es proveyendo al mercado de puts de liquidez de los títulos que emite el MECON y asumiendo un compromiso de intervención en



t+2 en el secundario para sostener los precios de los bonos y letras en torno a 2% de las licitaciones.

Si bien no son riesgosos en el mejor de los casos, si vemos un selloff de la curva soberana podríamos tener unos apabullantes niveles de liquidez entrando al mercado de un día para otro, por lo que el riesgo (si es que alguna vez lo fue) de “emisión futura” no se disipó absolutamente.

Exactamente lo mismo ocurre con el ritmo crawling peg, este parece más enfocado para funcionar como ancla cambiaria de las expectativas de inflación en una previa a la unificación y alentar la liquidación de divisas durante las primeras semanas que en minimizar el ajuste del TCN oficial en el evento de unificación. Pero en algún momento tendrán que acelerar o saltar y eso no es muy auspicioso para las expectativas, ni ahora ni en el momento de hacerlo.

Por eso, el consenso parece indicar que, con unificación en junio/julio, la recuperación de la actividad recién llegaría en el último trimestre del año. Y ese parecería ser la forma de pensar del gobierno, ya que el ministro Caputo así lo comentó esta semana en entrevistas televisivas.

En cambio, si no hay unificación en el segundo semestre, el dinamismo de la oferta y la inversión seguirán acotados y en todo caso sería una recuperación anticipada, pero más lenta y menos sustentable, de los ingresos reales y el consumo. Esta recuperación será la que tendrá que poner piso a la actividad económica. Aunque claro, la pérdida de credibilidad será importante y, además, no parece que 2025, año electoral, sería propicio políticamente para avanzar en dicho sentido.

Es difícil pensar en sostener el duro control de cambios durante tanto tiempo más sin tener que reincidir en prácticas aún más represivas que las que ya vimos en 2021-2023, y un ajuste adicional (ya sea directo o vía desdoble) del tipo de cambio de exportación. Todo esto contribuiría a mantener acotada la actividad y desgastaría al gobierno (y como marcamos más arriba en caso del 2025 sería aún más riesgoso por tratarse de un año electoral). De más está decir que no parece ser la mejor opción, ni desde el punto de vista del dinamismo de la actividad, ni de la inflación. Pero el diablo está en los detalles y para salir del control de cambios duro hay que enfocarse en eso, tanto por el lado del TCN, como de la tasa de interés. No se estaría viendo eso aún en el accionar del gobierno. Con lo cual, si bien ese no es nuestro escenario base, tampoco lo podemos descartar.

Por todo lo dicho sostenemos nuestra perspectiva de caída de 3% real de la actividad durante 2024, con recuperación en el segundo semestre y, en particular, en el último trimestre. En términos de inflación, ajustamos la proyección levemente a 220%, con tasas de un dígito mensual en el segundo semestre. Todo esto condicionado a que se materialice la salida del control de cambios entre fines del segundo y principios del tercero antes.