

INFORME SEMANAL

ECONVIEWS
ECONOMÍA Y FINANZAS

8 de Marzo de 2024



El **Pacto de Mayo**,
una buena
oportunidad

Pág. 2



¿Por qué **baja el
dólar?**

Pág. 5



A la recesión le
queda poco,
**aunque la
recuperación pinta
lenta**

Pág. 7

(+54 11) 5252-1035
La Pampa 1534
Buenos Aires
www.econviews.com
Twitter: @econviews

Miguel A. Kiguel
Director

mkiguel@econviews.com

Delfina Colacilli
Economista

dcolacilli@econviews.com

Andrés Borenstein
Economista Asociado

aborenstein@econviews.com

Pamela Morales
Economista

pmorales@econviews.com

Alejandro Giacoia
Economista

agiacoia@econviews.com

Rafael Aguilar
Economista

raguilar@econviews.com



Editorial: El Pacto de Mayo, una buena oportunidad

La apertura de sesiones ordinarias del Congreso dejó mucha tela para cortar. Hubo insultos hacia "la casta". **La clase media en general apoyó el discurso y hubo un final conciliatorio. Alivio para las provincias y el Pacto de mayo.** Más allá del estilo particular del presidente, al final todos sabemos que buscar consensos es un punto de partida saludable para reducir la volatilidad de la economía argentina, quizás el síntoma más obvio de los desajustes estructurales.

Los 10 puntos están todos bien. Son demasiado generales, es cierto. Alguno como el de la propiedad privada ya está en la constitución, pero insistimos en que tiene sentido. Si bien en la Argentina se respeta la propiedad privada en sentido legal, muchas veces no se hace en sentido práctico. Los otros principios como el tener una economía abierta, cuentas fiscales en equilibrio, una ley laboral moderna son cosas con las que difícilmente se puede estar en desacuerdo.

El desafío es no desaprovechar la oportunidad y que no se firme un documento con lindos principios, pero pocos cambios de fondo. En ese sentido nos parece que no ayuda discutir el gasto público de 25% del PBI sino pensar cómo construir instituciones fiscales que generen equilibrio fiscal inter temporal. Cómo desarrollar más rápidamente los recursos naturales (lo que en la práctica es un mensaje a las provincias de que paren de burocratizar y sobreactuar regulaciones), pero a la vez cuidar el medio ambiente y la realidad social de los lugares donde se explotan los recursos. Lo simbólico es fuerte, pero si no hay acciones concretas en los meses siguientes será otra oportunidad perdida.

Para entender si esto es un sello de goma o un proyecto para los próximos años, tendremos una muestra en las próximas semanas. Es obvio que poder ejecutivo y gobernadores no llegarán a un acuerdo en todos los temas. Pero si hay progreso, habrá buenas sensaciones. Quizás los lineamientos de la reforma laboral no estén acordados al 25 de mayo, pero si lo macro está ok, será un gran paso adelante. No es que no haya desafíos técnicos en la economía. Pero hoy los economistas estamos mirando muy atentos lo que pasa en la arena política para entender las chances de éxito de Milei. Nada depende de una sola cosa. Pero hoy que el banco central recuperó reservas, el dólar baja y las cuentas fiscales mejoran, la política y la opinión público toman un rol preponderante.

Quizás el canario de la mina sea la nueva propuesta de impuesto a las ganancias de las personas. Creemos que es una oportunidad para reformular el impuesto tal que no sólo recaude más, sino que sea más equitativo en el sentido de que más gente pague, pero no todos paguen el 35% sobre el último peso ganado como era anteriormente ya que el sistema estaba lleno de parches inconsistentes. Decimos que es el canario de la mina, porque tener una buena ley de impuesto a los ingresos será una señal de madurez política. Se pueden discutir los parámetros ya que no hay una sola forma de hacer una buena ley. Lo que no se puede es volver a pensar que "el salario no es ganancia" y trabar la discusión. Lo bueno, las provincias necesitan la plata y esta ley les podría dar fácilmente 0.5/0.6% del PBI. Lo malo: ya escuchamos que no todos tienen voluntad para esta ley.

La otra incógnita está en cuánto está dispuesto a negociar Milei. Para llegar a buen puerto, las dos partes tienen que estar medianamente contentas con el resultado. Los ejemplos e insultos en el congreso pueden haber sido efectivos para la opinión pública. Pero luego hay que sentarse y trabajar. En ese sentido: la convocatoria para hoy fue una buena noticia. Y que hayan ido algunos de los más díscolos también.

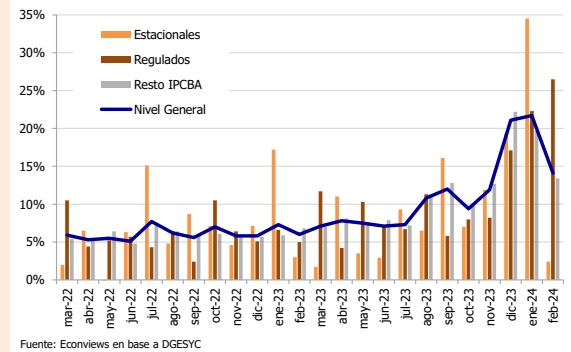
LA SEMANA QUE PASÓ

✓ **La inflación de febrero fue del 14.1% en la Ciudad de Buenos Aires.** Esta cifra representa una desaceleración en la suba de precios, luego de haber alcanzado 21.1 y 21.7% en diciembre y enero.

✓ **Los regulados aumentaron 26,5%.** En febrero se hicieron ajustes en las cuotas de la medicina prepaga, en el boleto de colectivo urbano, en las tarifas residenciales de electricidad y combustibles.

✓ **Los estacionales subieron en promedio apenas 2.4%.** Fuertes aumentos en prendas de vestir y verdulería fueron contrarrestados por caídas en los servicios turísticos (pasajes aéreos, alojamiento en hoteles y paquetes vacacionales).

Inflación en la Ciudad de Buenos Aires
Variaciones mensuales

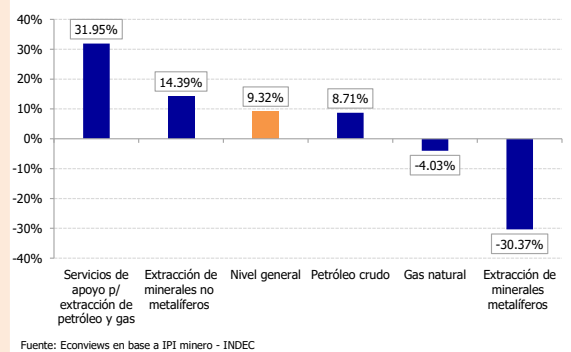


✓ En enero, **la producción minera aumentó un 9.3% respecto a enero de 2023.** En términos mensuales hubo un decrecimiento del 0.9%.

✓ El índice general es empujado por los **servicios de apoyo para la extracción de petróleo y gas (+31.9% i.a.)** y el aumento de **producción del petróleo crudo (+8.7% i.a.)**.

✓ La **extracción de minerales metalíferos** (oro, plata, doré y otros) **sufrió una marcada caída** del 30.4% interanual.

Producción minera por categoría
Variación interanual - Enero 2024



✓ **El complejo soja fue el mayor exportador en 2023,** a pesar de la sequía que provocó una caída del 43.9% en sus exportaciones respecto a 2022.

✓ **El complejo automotriz escaló dentro del ranking, pasando del cuarto al segundo puesto.** Las exportaciones del complejo, que incluye vehículos de transporte de mercancías, de personas y autopartes, creció un 2.6% anual. Representó el 13.3% de las exportaciones totales.

✓ **Las exportaciones del complejo petrolero cayeron un 9.2% respecto a 2022.** Ocupa el tercer puesto del ranking, con un 12.6% de participación en el total de exportaciones.

Top 10 complejos exportadores en 2023

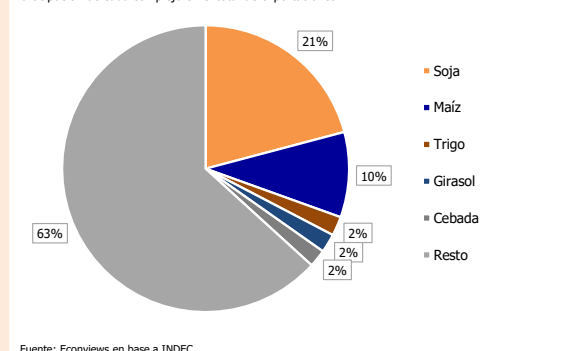


✓ Los complejos que forman parte del **sector molienda y oleaginosas** (soja, maíz, trigo, girasol y cebada) **produjeron un 37% de las exportaciones totales argentinas** en 2023.

✓ **De las exportaciones del complejo sojero, el 90% fue de harina y aceite de soja.** El principal socio comercial de este complejo fue **India**, con exportaciones por US\$ 1,487 millones. Le sigue China con US\$ 1,253 millones.

✓ Como socios comerciales también se posicionan entre los primeros puestos **Vietnam** en el caso de la **soja y el maíz**, y **Brasil** en el caso del **trigo**.

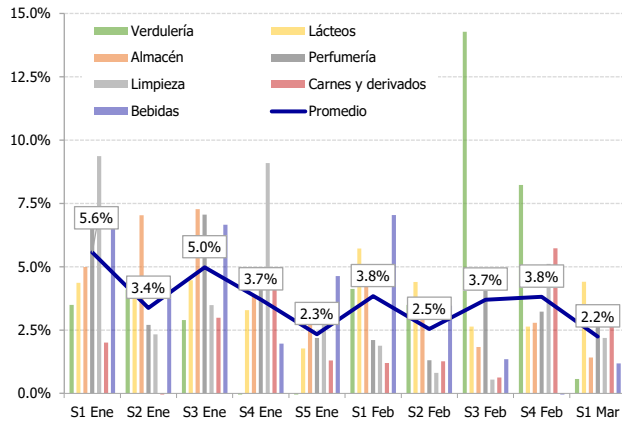
Exportaciones de los sectores oleaginoso y cerealero
Participación de cada complejo en el total de exportaciones



RELEVAMIENTO DE PRECIOS

Inflación de alta frecuencia

Variación semanal de precios en grandes supermercados de GBA



Nota: Las variaciones son de promedio de precio por semana, de viernes a jueves
Fuente: Econviews en base a estimaciones propias

LO QUE VIENE

✓ El **lunes 11** se publicarán las **líneas de pobreza y canastas de consumo para la Ciudad de Buenos Aires** correspondientes a febrero.

✓ El **martes 12** el INDEC publicará la **inflación de febrero**. En Econviews esperamos que de alrededor de 15%.

✓ El **martes 12** también se darán a conocer las **canastas básicas alimentaria y total** de febrero del INDEC.

✓ El **miércoles 13** el INDEC publicará la **utilización de la capacidad instalada de la industria** del mes de enero.

✓ El **miércoles 13** también se dará a conocer el **indicador sintético de servicios públicos** del INDEC de diciembre.

✓ El **jueves 14** el BCRA publicará el **boletín estadístico** de marzo.

✓ El **jueves 14** se conocerá la **valorización mensual de la canasta de crianza** del INDEC correspondiente a febrero.

✓ El **viernes 15** se publicarán los **índices de precios de la construcción de CABA** del mes de febrero.

Resumen de mercado

Variaciones semanales, mensuales y anuales

	UD	s/s	m/m	a/a	
Dólar oficial	846.8	0.5%	1.9%	323.3%	↑
Dólar MEP	1005.6	-4.5%	-15.8%	171.1%	↓
Dólar CCL	1045.4	-3.3%	-17.0%	177.4%	↓
Blue	975.0	-5.3%	-13.3%	161.4%	↓
Tipo de cambio BRL/US\$	5.0	0.6%	-0.2%	-3.1%	↑
Reservas BCRA (millones US\$)	28,216	+882	+1,839	-10,056	↑
Tasa de Política (Leliq)	100.0%	0 p.p.	0 p.p.	+25.00 p.p	=
Tasa Badlar Privada	108.1%	-0.75 p.p.	-1.38 p.p.	+37.75 p.p	↓
Depósitos S. Priv. (billones AR\$)	43.2	8.8%	8.9%	139.8%	↑
Crédito S. Priv. (billones AR\$)	18.4	1.4%	7.6%	144.8%	↑
Merval en \$	1,002	-5.0%	-10.2%	299.5%	↓
Merval en USD	959	-1.8%	8.2%	44.0%	↓
Riesgo país (EMBI)	1,690	4.0%	-13.9%	-19.5%	↑
Soja (US\$/ton.)	430.1	2.4%	-1.9%	-23.3%	↑
Maiz (US\$/ton.)	167.8	3.4%	-1.6%	-32.8%	↑
Trigo (US\$/ton.)	193.5	-5.9%	-10.5%	-21.9%	↓
Petróleo Brent (US\$/barril)	85.9	-0.7%	0.4%	4.3%	↓
Petróleo WTI (US\$/barril)	79.0	-2.4%	3.0%	3.1%	↓
GNL (US\$/MMBTU)	8.6	3.6%	-9.5%	-36.3%	↑
Oro (US\$/oz.)	2,177.2	4.5%	7.1%	20.0%	↑

Nota: flecha según variación semanal

Semáforo de actividad económica

Variaciones desestacionalizadas

		m/m	t/t	UD vs trim previo	
Producción industrial	ene.-24	-1.3%	-6.7%	-7.0%	●
Producción de autos	feb.-24	-4.7%	-12.6%	-7.2%	●
Producción de acero	ene.-24	31.2%	-7.7%	14.0%	●
Producción de pollos	ene.-24	4.2%	-2.4%	0.4%	●
Producción láctea	ene.-24	-4.3%	-5.9%	-6.4%	●
Faena vacuna	ene.-24	12.7%	-2.6%	2.8%	●
Escrituras CABA	ene.-24	-3.8%	-12.7%	-11.8%	●
Producción de Harina	ene.-24	1.5%	-0.8%	-3.4%	●
Producción de petróleo	ene.-24	2.3%	4.9%	4.0%	●
Producción de gas	ene.-24	-9.8%	-8.6%	-10.6%	●
Producción de cemento	feb.-24	-5.8%	-12.3%	-7.7%	●
Construcción	ene.-24	-10.2%	-11.6%	-16.6%	●
Venta de nafta	ene.-24	-0.1%	-4.8%	-5.0%	●
Patentamiento de motos	feb.-24	2.9%	-8.3%	-7.5%	●
Consumo de electricidad	ene.-24	0.6%	-3.3%	-1.4%	●
Viajes en subte	dic.-23	-8.0%	-17.5%	-12.2%	●
Importaciones CIF	ene.-24	-1.7%	-10.9%	-7.2%	●
Exportaciones FOB	ene.-24	9.4%	2.8%	12.5%	●
Préstamos en \$ al s.priv. (real)	ene.-24	-11.5%	-19.7%	-24.9%	●
Recaudación IVA-DGI	feb.-24	5.2%	-11.2%	-2.2%	●
Empleo formal privado	nov.-23	-0.7%	0.3%	-0.5%	●
EIL empleo	dic.-23	-0.4%	-0.1%	-0.5%	●
Confianza del consumidor	feb.-24	1.2%	-18.1%	-12.0%	●
Confianza en el gobierno	feb.-24	-1.5%	119.7%	12.1%	●

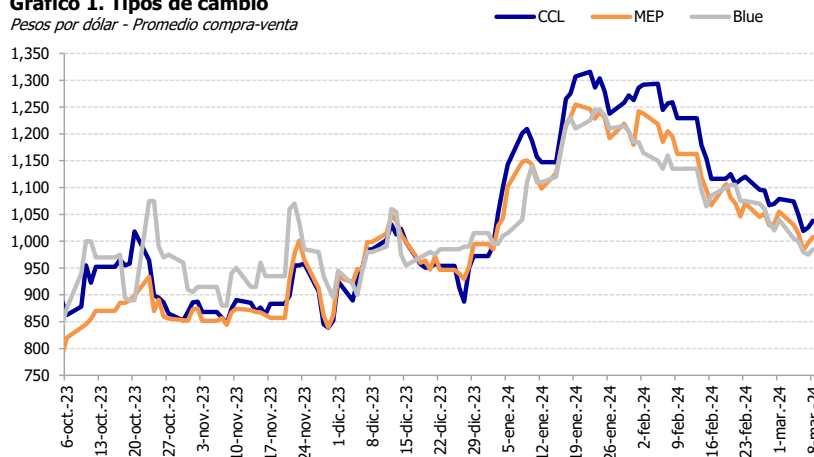
Nota: color de semáforo según UD vs trim previo

¿Por qué baja el dólar?

- ✓ Desde enero el contado con liquidación bajó 300 pesos en términos nominales. Medido en pesos constantes la baja supera los 500 pesos.
- ✓ Tenemos varias hipótesis para explicar la baja: contracción en la cantidad de dinero, corrección del overshooting, mayor oferta de exportadores y desahorro de empresas y familias.
- ✓ La política cambiaria sigue siendo uno de los desafíos que enfrenta el equipo económico en el corto plazo.

La apreciación del peso en los tipos de cambio paralelos viene sorprendiendo al mercado y genera preguntas respecto de sus causas y sobre como puede ser la dinámica a futuro. Pensamos que no hay una única respuesta, sino que son varias las hipótesis sobre la explicación de este hecho.

Gráfico 1. Tipos de cambio
Pesos por dólar - Promedio compra-venta

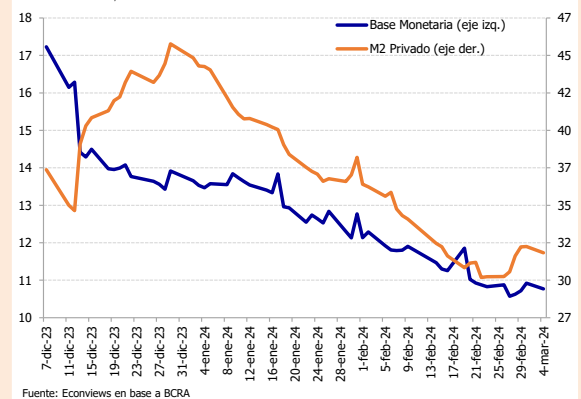


Fuente: Econviews en base a Reuters

En primer lugar, tenemos una política monetaria muy restrictiva debido a que la base monetaria y los agregados monetarios en pesos se mantienen estables. Desde que asumió Milei, la base monetaria creció solamente 6.6% en términos nominales, lo que da una caída real del 37.5%. El M2 Privado, que es una medida más amplia de la cantidad de dinero en la economía, subió 44.6% nominal (mayormente debido a la alta estacionalidad de diciembre) pero cae 15% ajustado por inflación (ver gráfico 2). Por lo tanto, hay evidencia de una baja en la masa monetaria, pero también hay señales contradictorias porque por otro lado la tasa de interés se mantiene en el nivel de la tasa de política. Si hubiera un apretón monetario fuerte la tasa debería subir, algo que no se ve. La tasa interbancaria estuvo en torno del 90-95% desde mediados de diciembre sin mostrar subas bruscas (ver gráfico 3).

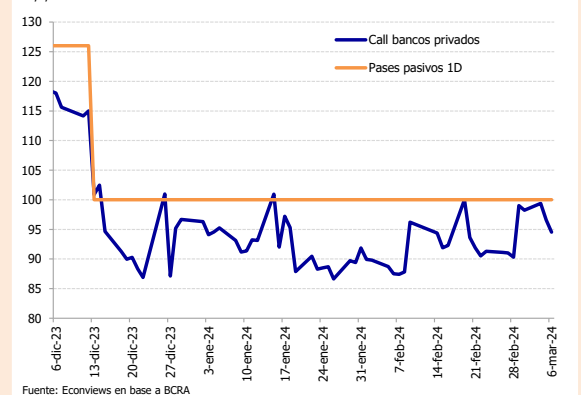
La segunda idea es que se trate de una corrección del overshooting que se dio al principio del programa. El tipo de cambio se suele mover en overshooting y undershooting. En el pasado hemos visto episodios de overshooting. Generalmente había un anuncio o una medida que generaba un

Gráfico 2. Base monetaria y M2 Privado
En billones de AR\$ de mar-24



Fuente: Econviews en base a BCRA

Gráfico 3. Tasas de interés
En p.p.



Fuente: Econviews en base a BCRA

aumento del tipo de cambio que se potenciaba por temores a que estuviera descontrolado. Cuanto más subía más gente compraba hasta que en algún momento el mercado percibía que había subido mucho y se estabilizaba. **Ahora podemos estar ante un fenómeno inverso, en el que la baja de los tipos de cambio paralelos genera expectativas de que va a bajar más y la gente vende con lo cual se profundiza la caída.**

En octubre el contado con liquidación había llegado a valer unos 2,100 pesos medidos en plata de ahora. Como referencia, el tipo de cambio máximo tras la salida de la convertibilidad (junio de 2002) sería de 1,750 pesos (ver gráfico 4). Es decir que las cotizaciones del año pasado eran un reflejo de la incertidumbre política y económica, algo que hoy está mucho más aplacado. Por eso también resulta lógico pensar que el dólar paralelo baje.

El tercer punto es que la apreciación puede haber sido disparada por el límite que se puso a compras de dólares en el CCL a las empresas extranjeras. De hecho, el comienzo de la apreciación coincide con la implementación de esa restricción. En otras palabras, esta medida implica menor demanda que a su vez se combina con un mayor flujo de oferta producto del esquema de liquidaciones de exportaciones 80/20. Estimamos que en las últimas semanas hubo un aumento en este canal de liquidación (ver gráfico 5).

El último factor, y tal vez el más importante, es que la recesión y la caída en los ingresos reales lleva a individuos y a algunas empresas a vender dólares para afrontar gastos en pesos. De acuerdo con las paritarias de los principales gremios, estimamos que la pérdida de poder adquisitivo entre noviembre y marzo irá del 3 al 34% dependiendo del sector (ver tabla 1). Pagar prepagas, ABL, escuelas o nafta en un contexto donde los ingresos es pesos no siguen la inflación forzó a la gente a desahorrar. Y como la mayoría de los argentinos ahorra en dólares, esto se tradujo en una mayor oferta. Hasta que los ingresos hagan el catch up con los gastos, estas presiones vendedoras seguramente van a seguir.

En síntesis, no nos casamos con un solo motivo, sino que creemos que hay una combinación de varios. Mirando hacia adelante, la brecha en 20% parece estar cerca del piso, aunque tampoco es algo obvio. Si tenemos en cuenta que el dólar para los importadores equivale al oficial más el 17.5% de impuesto PAIS podríamos pensar que sí. Sin embargo, los importadores si compran CCL pierden el acceso al MULC por 90 días, por lo que para hacerlo deberían tener un incentivo grande. Por una diferencia de unos pocos puntos no sería buen negocio. **La realidad la conoceremos cuando se unifique el mercado cambiario, se eliminen las restricciones y en ese momento tendremos una mejor idea de que tipo de cambio se necesita para que el sector externo funcione normalmente.**

Nuestra visión es que Argentina necesita un tipo de cambio competitivo (alto) en un entorno en que el Banco Central tiene que acumular dólares. Los poco más de US\$ 9,000 millones que se compraron hasta ahora fueron en el contexto de un cepo que sigue estricto, y en el que se siguen acumulando deudas por importaciones no pagadas. En los próximos meses, los pagos de importaciones empezarán a normalizarse y si el tipo de cambio real se sigue apreciando habrá incentivos a que las importaciones crezcan por encima de lo

Gráfico 4. Tipo de cambio a precios constantes
A precios del 7-mar - Ajustado por ITCRB

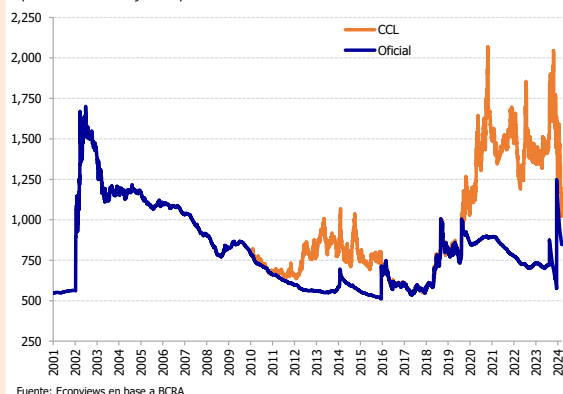


Gráfico 5. Liquidaciones de exportaciones vía CCL
En millones de US\$

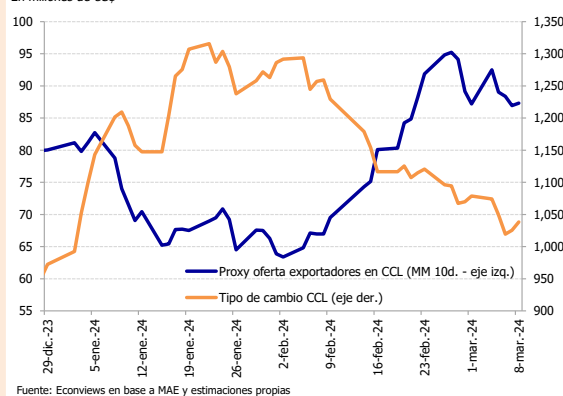


Tabla 1. Pérdida de poder adquisitivo
Acumulada entre noviembre y marzo

	Variación real
Comercio	-3%
Bancarios	-4%
Sanidad	-5%
Encargados de edificio	-6%
Construcción (UOCRA)	-14%
Camioneros	-14%
UTEDyC	-15%
Metalúrgicos (UOM)	-23%
Gastronómicos	-34%

Fuente: Econviews en base a varias fuentes

necesario. Por el contrario, no habrá motivación para liquidar las exportaciones. La combinación de estos dos hechos implica que será más complicado para el BCRA recomponer el stock de reservas. Llevando la tasa de devaluación a un ritmo más cercano al que suben los precios esto podría solucionarse sin mayores inconvenientes y sin un costo inflacionario grande.

A la recesión le queda poco, aunque la recuperación pinta lenta

- ✓ *La economía atraviesa una recesión desde octubre del 2023 aunque si miramos el componente tendencial de la serie, la baja comenzó en agosto del 2022.*
- ✓ *Los indicadores sectoriales de febrero son poco alentadores: caída en producción de autos, despacho de cementos, ventas minoristas y recaudación.*
- ✓ *En enero se contrajo la actividad industrial y de la construcción con bajas mensuales de 1.3% y 10.2% respectivamente.*

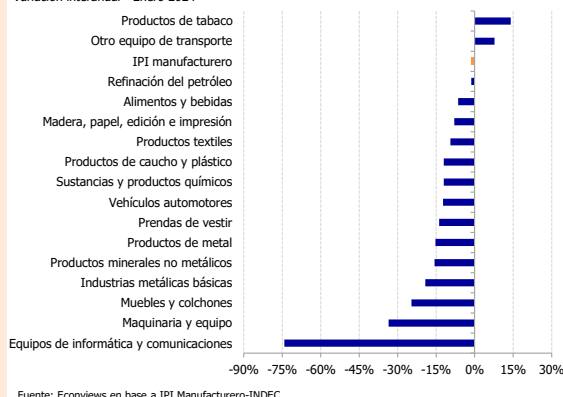
Economía sin fuerza. El declive en la actividad económica que comenzó en octubre parece mantenerse al menos en el primer trimestre del año. Las señales son claras: la producción industrial y la construcción tuvieron un mal desempeño en enero. Aunque aún no tenemos datos oficiales de febrero, algunos indicadores sectoriales muestran que las cosas no han mejorado. Las ventas minoristas, la producción de autos, los despachos de cemento, los patentamientos de motos y los ingresos fiscales sufrieron fuertes caídas (ver semáforo de la pág. 4 para más detalle).

En enero, la producción industrial experimentó una contracción del 12.3% en comparación con el mismo período del año anterior, marcando así la octava caída consecutiva. Aunque 14 de las 16 divisiones industriales registraron una disminución en su producción respecto al año anterior (ver gráfico 1), ciertos productos fueron los principales responsables de esta tendencia a la baja. Entre ellos se destacan los neumáticos y manufacturas de plásticos, el cemento, las maquinarias agrícolas, los productos lácteos y las bebidas como gaseosas y aguas, entre otras. Este fenómeno es consistente con el impacto de la sequía en el sector agropecuario y la reducción de la obra pública que ha afectado significativamente al sector de la construcción.

En términos mensuales, la caída de la industria fue del 1.3% en relación con diciembre, así acumula cuatro meses consecutivos de declive. Sin embargo, al analizar la tendencia de la serie, se evidencia que **la recesión en la industria**

Gráfico 1. Sectores de la industria en 2024

Variación interanual - Enero 2024



Fuente: Econviews en base a IPI Manufacturero-INDEC

inició en junio de 2022. Esto sugiere una cierta **anticipación** por parte del sector industrial en comparación con el conjunto de la economía, ya que según el Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE), la contracción generalizada comenzó en agosto de 2022 (ver gráfico 2).

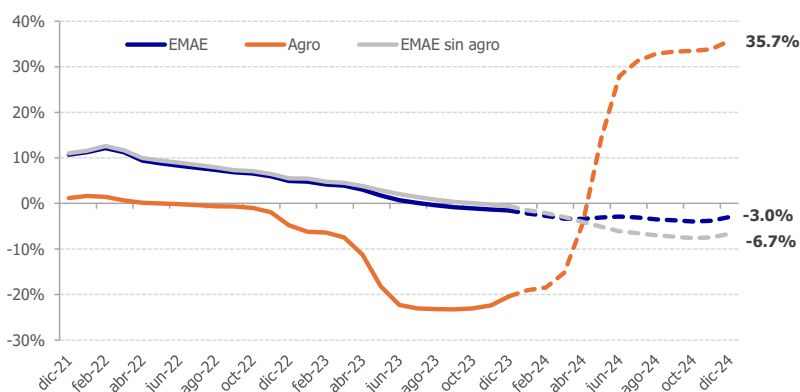
La actividad de la construcción registró una baja mensual del 10.2% en enero, el cimbronazo más fuerte de los últimos 10 años exceptuando el 2020. Esto se tradujo en una pobre demanda de insumos. Las bajas más importantes se dieron en hierro redondo y aceros para la construcción (-21.8%), ladrillos huecos (-20.5%) y yeso (-19.4%). Los únicos que se demandaron más fueron la categoría resto (15.1%) que incluye grifería, tubos de acero sin costuras y vidrio plano (ver gráfico 3)

La construcción está en recesión desde mayo de 2022. Al analizar la dinámica de la tendencia de la serie, se observa que el declive comenzó en el segundo trimestre de 2022, pero se registró una mejora en los primeros meses de 2023 que finalizó en el segundo semestre. De manera similar al sector industrial, la **construcción anticipó la recesión generalizada**.

Si analizamos las últimas crisis que experimentó Argentina podemos ver que la duración de las recesiones ha sido notable. En promedio, estas han persistido por un poco más de un año, con la excepción de la crisis iniciada en 2018 que se prolongó debido a la pandemia.

¿Cuándo llegan las mejoras? Desde Econviews estimamos que la actividad hará piso en el segundo trimestre del año y de ahí en adelante comenzará a despegar. La recuperación estará principalmente impulsada por el sector agropecuario (ver gráfico 4), pero no será suficiente para que la economía mejore su situación con respecto al año anterior. Estimamos que el PBI caerá 3% este año, aunque si le sacamos el efecto del agro la caída llega al 6.7%.

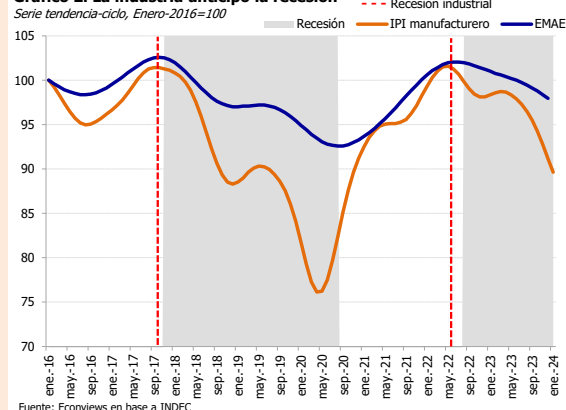
Gráfico 4. Actividad impulsada por el agro
Variación acumulada 12 meses



Fuente: Econviews en base a INDEC y estimaciones propias

En el corto plazo, es esencial vigilar de cerca los sectores líderes. Estos sectores suelen mostrar señales de mejora varios meses antes que el resto de la economía, lo que puede servir como indicador adelantado de una mejora generalizada. Dentro de este grupo, se destacan el sector de hoteles y restaurantes, así como el sector del transporte, especialmente las ventas de nafta (ver gráfico 5).

Gráfico 2. La industria anticipó la recesión



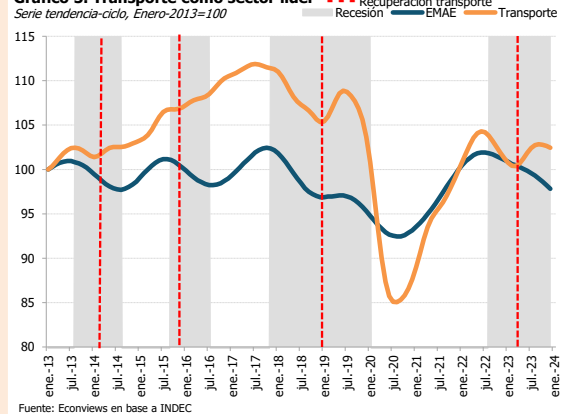
Fuente: Econviews en base a INDEC

Gráfico 3. Consumo de insumos de la construcción




Fuente: Econviews en base a ISAC - INDEC

Gráfico 5. Transporte como sector líder



Fuente: Econviews en base a INDEC



Otro punto importante para tener en cuenta es que la recuperación económica no suele ser inmediata. En promedio, toma alrededor de 14 meses para que la economía alcance el nivel que tenía antes de la crisis. **Desde Econviews anticipamos que la recuperación no será rápida**, y esto se debe a diversos factores.

En primer lugar, **las políticas fiscales y monetarias de la administración actual son no expansivas**, lo que implica que las medidas implementadas por el gobierno tienden a reducir el gasto y la liquidez en la economía. Es decir, que la demanda agregada no tendrá impulso por este lado. Además, con un **tipo de cambio real por debajo del promedio histórico**, las exportaciones y el sector de la construcción se ven desalentados. Otro factor que podría retrasar la recuperación es la **falta de entrada de capitales y de inversión extranjera**, lo que limita el flujo de recursos financieros que podrían impulsar el crecimiento económico.

También es crucial destacar que no todos los sectores se recuperan simultáneamente. Algunos pueden experimentar una recuperación más lenta, como es el caso de la industria manufacturera. Si bien en recesiones pasadas el consumo se recuperó relativamente rápido, en la crisis actual es posible que se observe un rezago, especialmente si la alta inflación persiste y los salarios no se recuperan.