

ACTIVIDAD

La crisis cambiaria que emergió en mayo puso de manifiesto lo que desde GERES veníamos señalando hace tiempo, ante el desmedido e injustificado optimismo oficial: los gigantescos déficits fiscal y -centralmente- de cuenta corriente se constituían como serios condicionantes para la marcha de la actividad económica local, y más temprano o más tarde terminarían repercutiendo sobre la dinámica de nuestra economía¹. La crisis cambiaria de mayo precipitó los acontecimientos, llevando al gobierno a reconocer finalmente el fracaso de su programa económico y recurrir como prestamista de última instancia al FMI. Éste impuso severas condiciones a la Argentina a cambio de su paquete de “ayuda”, entre las que se cuentan un gigantesco recorte fiscal y una flotación mucho más libre del dólar, que ha derivado en un nuevo salto en la cotización de la divisa estadounidense².

1. Nivel general de actividad y evolución por sectores

En el **primer trimestre de 2018** la actividad económica se mantuvo todavía en ascenso. Según el **INDEC**, el producto interno bruto (PIB) creció un 3,6% interanual (i.a.) y un 1,1% respecto del trimestre previo (t/t)³ tomando la serie sin estacionalidad⁴.

Desde GERES calculamos que la **merma en la cosecha de soja y maíz** producto de la sequía implica un recorte aproximado de **1,5 puntos porcentuales (p.p.) del PIB en 2018**, considerando tanto el efecto directo como el indirecto en otros sectores inmediatamente afectados de la cadena (transporte, agroindustria).

¹ En el **Informe N° 15** (marzo 2017) afirmamos ante la incipiente reanimación económica local: “Desde GERES consideramos que cualquier recuperación que pueda materializarse este año (por 2017) será limitada y estará muy acotada en el tiempo, tratándose más bien de un repunte con relación a un 2016 fuertemente recesivo, marcado por un drástico ajuste”. En el **Informe N°16** (junio 2017) destacamos: “cuesta vislumbrar factores que puedan afianzar en el tiempo el repunte que evidencia actualmente la economía local (...) los gigantescos déficits gemelos (fiscal y de cuenta corriente) se constituyen como serios condicionamientos al respecto”. En el **Informe N°17** (septiembre 2017) reiteramos: “Los gigantescos déficits gemelos (fiscal y externo) aparecen como serios condicionantes para la marcha de la economía local (...) el creciente rojo de la cuenta corriente se constituye como un fuerte limitante para el avance de la actividad económica (...) Este ritmo de endeudamiento no hará más que postergar en el tiempo el **preocupante déficit de la cuenta corriente**, que de no comenzar a revertirse **terminará repercutiendo seriamente, más temprano o más tarde, sobre la dinámica de la economía local**”. En el **Informe N°18** (diciembre 2017) afirmamos: “Los ciclópeos déficits fiscal y de cuenta corriente siembran gran incertidumbre acerca de la sostenibilidad en el tiempo del repunte que ha exhibido la actividad desde principios de 2017. En última instancia, este se ha mantenido sobre la base de una montaña de endeudamiento público, principalmente en moneda extranjera, para cubrir esos baches. Todo esto exacerba la fragilidad de la economía argentina”.

² Según el diario Clarín (11/6), Dujovne informó a un grupo de economistas que “las metas son exigentes pero no son sanguinarias” (sic).

³ En adelante, todas las variaciones trimestrales (t/t) o mensuales corresponden a series sin estacionalidad, a menos que se aclare lo contrario.

⁴ Resulta de eliminar de la serie original las fluctuaciones que se repiten más o menos regularmente todos los años. Las principales causas de tales fluctuaciones se deben a la cantidad de días laborales del mes (efecto *días de actividad*), los feriados móviles (efecto *pascua*), las características estacionales de la demanda y una disponibilidad estacional de materias primas, entre otras.



Efecto concentrado en el segundo trimestre -época de la cosecha gruesa-, con una incidencia negativa que estimamos en 3,5 p.p. del PIB, contabilizando sólo el efecto directo de la baja en la producción de soja y maíz. A esto se sumó el salto devaluatorio y una drástica intensificación del ajuste fiscal, con el aumento de la inflación y una fuerte pérdida de poder adquisitivo del salario. De esta forma, la actividad económica marcha definitivamente hacia una fuerte caída en el segundo trimestre, que seguramente se prolongará como mínimo durante los tres meses siguientes.

Cuadro 1. Evolución de la Actividad económica según INDEC, Ferreres y GERES

Variación interanual (i.a.) y respecto del período anterior (p.a.), en %

	INDEC (Base 2004)		IGA (Ferreres)		ISAG (GERES)	
	Var. i.a.	Var. p.a.	Var. i.a.	Var. p.a.	Var. i.a.	Var. p.a.
2012	-1,0		-0,3		-0,9	
2013	2,4		3,3		1,9	
2014	-2,5		-2,6		-2,4	
2015	2,7		1,9		2,0	
2016	-1,8		-2,5		-2,8	
2017	2,9		3,8		3,4	
I 17	0,6	1,3	0,4	1,0	1,0	1,8
II	3,0	0,9	2,9	2,1	2,8	0,9
III	3,8	0,7	6,0	1,6	4,8	1,5
IV	3,9	1,0	6,0	0,9	4,9	0,7
I 18	3,6	1,1	4,7	0,3	3,8	0,6
abr-18	-0,9	-2,7	0,4	-5,1	0,5	-3,3
may-18	-	-	-2,8	-0,5	-3,9	-3,5

Fuente: Elaboración GERES en base a INDEC, Ferreres y estimaciones propias.

En **abril** de 2018 el **Estimador mensual de actividad económica (EMAE)**⁵ registró un descenso del 0,9% i.a., luego de trece meses de suba, y una baja del 2,7% respecto de marzo, la primera en ocho meses. La retracción en el nivel general de actividad se explicó por el desplome del sector agropecuario (Letra A), que por sí solo restó 3,8 p.p. al EMAE. También mostraron bajas mucho más leves en la comparación interanual el sector de transporte y comunicaciones (-0,8%), afectado por la menor cosecha, y otras actividades de servicios. Por el contrario, los demás sectores exhibieron subas interanuales de distinta magnitud, creciendo conjuntamente un 3,3% i.a.

Al respecto, efectuamos el siguiente ejercicio para evaluar la evolución en “el margen” del EMAE sin tener en cuenta el efecto del sector agropecuario. Considerando en todos los casos las series sin estacionalidad, si al nivel general del EMAE (dato oficial) le restamos el sector agropecuario (filtrado realizado por GERES)⁶, se obtiene que el “EMAE sin sector agropecuario” disminuyó un 0,8% respecto de marzo. Naturalmente, el descenso del nivel general total fue mucho mayor por la incidencia del sector agropecuario, cuya caída mensual GERES la estimó en un 28,4%.

⁵ Se trata de una estimación provisoria del Producto Interno Bruto (PIB), con frecuencia mensual, que efectúa el INDEC.

⁶ El INDEC no informa las series sin estacionalidad correspondientes a los sectores de actividad económica. Por consiguiente, GERES realizó el filtrado de los datos mediante el programa ARIMA X13 disponible en el EViews, para obtener la serie sin estacionalidad del sector agropecuario.



El **Indicador sintético de actividad GERES (ISAG)⁷** mostró todavía una leve suba del 0,5% i.a. en abril, pero con una fuerte caída (-3,3%) respecto del mes anterior (m/m).

En lo que respecta a **mayo** de 2018, el **ISAG** disminuyó un 3,9% i.a. y un 3,5% m/m. En tanto, el Índice General de Actividad (IGA) de **Ferreres** disminuyó un 2,8% i.a. y un 0,5% m/m. Desde GERES estimamos que el EMAE del INDEC correspondiente a mayo (se publica a fines de julio) arrojará un descenso significativamente mayor al 3% i.a.

En este marco, **abril de 2018 seguramente habrá marcado el inicio de una nueva fase recesiva** (queda por ver si se extiende hasta el año próximo), marcada no sólo por el desplome de la cosecha gruesa, sino también en lo que hace al “EMAE sin sector agropecuario” (excluyendo este sector del nivel general).

Gráfico 1. Actividad económica (INDEC)

Años 2011 - 2017, 2004=100



Gráfico 2. Actividad económica (INDEC)

Ene 2006 - Dic 2017, índices desest. 2004=100



JUNIO 2018

Cabe recordar que en julio de 2017 Macri señalaba que la economía argentina estaba “creciendo luego de cinco años de estancamiento”. No obstante, desde GERES veníamos señalando que dicho “crecimiento” se inscribía todavía dentro del contexto de estancamiento prolongado registrado con posterioridad a 2011. La recuperación del año pasado constituía así un nuevo repunte, característico de los años impares (electorales), frente al recesivo 2016; sólo si la recuperación lograba consolidarse en el tiempo significaría entonces un crecimiento genuino. Frente al desmedido optimismo oficial y a una caterva de economistas y otros consultores adictos que afirmaban que en 2018 se “rompía la maldición de los años pares”, consideramos que dicho escenario de crecimiento sostenido aún se encontraba lejano⁸. La realidad es que

⁷ El ISAG se estima a partir de una serie de indicadores representativos de la evolución de la actividad económica, entre los que se cuentan rubros de la industria, indicadores de consumo, inversión, construcción, comercio exterior y servicios, mediante la metodología de “componentes principales”. Cabe recordar que el INDEC, bajo la gestión kirchnerista, comenzó a manipular el dato del Producto Interno Bruto (PIB) a partir del año 2008. En junio de este año - con posterioridad a la primera publicación del ISAG- el INDEC volvió a publicar la serie del PIB, revisando los números de la gestión anterior.

⁸ Ver por ejemplo informe N° 17 (Septiembre 2017), donde señalamos lo siguiente. “Poder hablar de un nuevo ciclo de crecimiento, que deje atrás el marco más amplio de estancamiento prolongado, conlleva mucho más que este nuevo repunte; sólo si la recuperación logra consolidarse en el tiempo podrá implicar entonces un crecimiento genuino. Lamentablemente, desde GERES aún seguimos considerando lejano tal escenario de crecimiento sostenido en el



ahora el propio Ministro Dujovne ha reconocido que la economía crecería este año menos del 1,0%, por debajo del *arrastre estadístico* que dejó el cuarto trimestre de 2017 (+1,3%)⁹. Peor aún, numerosas estimaciones ya dan cuenta de una probable caída del PIB en el acumulado del año. De este modo, **la economía argentina permanece sumida en este largo ciclo de estancamiento iniciado a fines de 2011**: relajamiento fiscal y apreciación cambiaria, con cierto fomento del consumo, en los años impares (electorales); intensificación del ajuste fiscal y saltos devaluatorios, con el correspondiente rebrote inflacionario, fuerte caída del salario real y del consumo (principalmente en rubros masivos) en los años pares, para intentar moderar el creciente déficit fiscal, y lo que es más complicado aún, de la cuenta corriente. Con el agravante de que en los años pares los procesos de ajuste vienen siendo cada vez más intensos, estando teñido actualmente por el funesto acuerdo con el FMI que establece rigurosos compromisos de ajuste fiscal y monetario hasta 2021.

2. Industria

Cuadro 2. Índices de Producción Industrial

Variación interanual (i.a.) y respecto del período anterior (p.a.), en %

	Fiel		Ferrerres		INDEC
	Var. i.a.	Var. p.a.	Var. i.a.	Var. p.a.	Var. i.a.
2016	-4,5		-4,1		-4,6
2017	1,8		2,2		1,8
I 17	-1,9	-0,2	-2,4	0,4	-2,5
II	2,7	1,8	3,8	1,9	2,2
III	5,0	2,1	5,2	0,4	4,4
IV	1,2	-2,4	1,9	-0,7	2,7
I 18	4,1	3,7	2,7	1,0	2,9
abr-18	4,7	-0,5	0,4	-3,4	3,4
may-18	-0,9	-0,9	-3,3	-0,8	-1,2

Fuente: Elaboración GERES en base a INDEC, FIEL y Ferreres.

El **Estimador mensual industrial (EMI)** creció un 3,4% i.a. en **abril**, según informó el INDEC. En paralelo, el Indicador de Ferreres exhibió una suba del 2,1%, en tanto FIEL calculó un aumento notablemente mayor, del 4,7%. De todos modos, tanto Fiel como Ferreres coincidieron en estimar un descenso en el margen de la actividad industrial (-0,5% y -2,0% respectivamente) durante ese mes.

En **mayo**, el EMI observó una disminución del 1,2% i.a, mientras que FIEL y Ferreres estimaron caídas del 0,9% y del 3,3% i.a. respectivamente.

tiempo". Más atrás en el tiempo, en el informe N° 16 (marzo 2017) afirmamos: *Teniendo en cuenta el sesgo recesivo de la política económica oficial, la elevada probabilidad de que el gobierno intensifique sus medidas de ajuste luego de octubre, y el contexto económico internacional más arduo que el registrado durante la década K, desde GERES consideramos que cualquier recuperación que se materialice este año (por 2017) estará muy acotada en el tiempo, tratándose más bien de un nuevo repunte parcial en un contexto más amplio de estancamiento prolongado.*

⁹ El mismo surge de calcular la variación del cuarto trimestre de 2017 con relación al promedio de ese año, tomando para ello la serie sin estacionalidad que publica el INDEC.

Cuadro 3. Evolución de la industria por rama (INDEC)

Variación interanual, en %

Industria	2016	2017	I 18	abr-18	may-18
Nivel General	-4,6	1,8	3,0	3,4	-1,2
Tabaco	-8,4	-4,7	-10,6	2,3	9,5
Metálicas básicas	-14,6	9,2	20,4	20,2	8,6
Automotriz	-10,5	5,4	27,0	27,2	7,2
Papel y cartón	-1,2	-0,2	3,3	2,6	6,6
Productos minerales no metálicos	-1,4	6,2	10,4	11,0	5,5
Edición e impresión	-6,7	0,9	1,9	4,9	1,2
Productos de caucho y plástico	-1,5	1,5	-2,7	2,4	-0,9
Alimenticia	-1,2	-1,4	0,3	2,9	-1,9
Refinación del petróleo	-4,2	-1,4	-1,4	-4,9	-3,9
Resto metalmecánica	-5,9	8,5	6,3	1,6	-4,6
Sustancias y productos químicos	-1,0	-1,0	-0,4	-4,8	-6,4
Textil	-4,3	-6,7	-7,2	-4,9	-8,6

Fuente: Elaboración GERES en base a INDEC

En cuanto a la **evolución sectorial** del EMI en mayo, comparando con igual mes del año pasado, seis ramas registraron bajas. Entre ellas, la producción textil mostró la caída más fuerte (-8,6%), en tanto la rama metalmecánica retrocedió por primera vez en catorce meses (-4,6%); la producción de alimentos y bebidas disminuyó un 1,9%.

Los seis sectores restantes mostraron avances interanuales de distinta magnitud. En particular, la producción automotriz subió 7,2% y la de metálicas básicas aumentó 8,6%, pero en ambos casos con una fuerte desaceleración en comparación con abril de 2018.

Gráfico 3. Actividad industrial (FIEL), mensual
Ene 2004 - Abril 2018, Índice desest. 1993=100

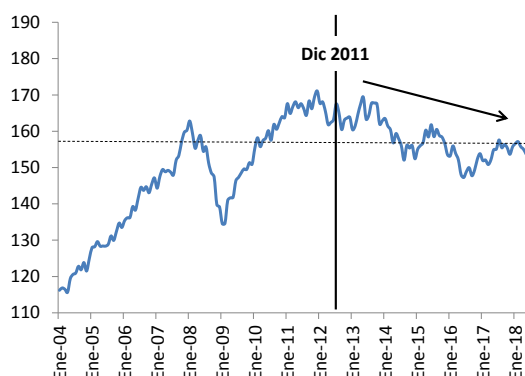
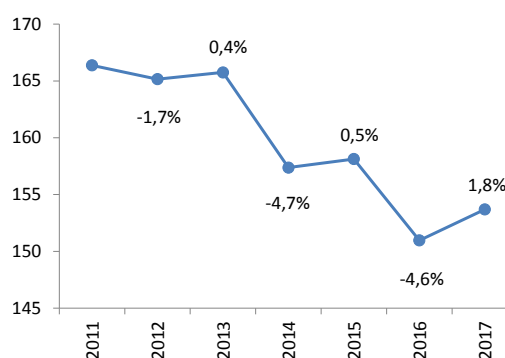


Gráfico 4. Actividad industrial (FIEL), anual
Años 2011-2017, 1993=100



Todo indica que la actividad industrial retomará el sendero bajista que muestra desde fines de 2011, después de la recuperación parcial que había exhibido en los últimos meses. Como puede apreciarse más claramente en el gráfico 3, luego de 2011, a cada retroceso de la actividad industrial que aconteció durante los años pares le siguió un leve repunte en los años impares, que no compensó la caída previa, dinámica que se ha condensado en una preocupante tendencia declinante desde entonces. Así, la actividad industrial se



encuentra actualmente en un nivel inferior al que promedió en 2010, y yendo más atrás aún, por debajo de los picos que logró a mediados de 2008¹⁰.

3. Construcción

La actividad de la construcción mantuvo un buen desempeño durante los primeros cuatro meses del año, luego de la gran recuperación que exhibió el año pasado, motorizada por un fuerte aumento de la obra pública, pero también de la inversión privada en el sector.

Cuadro 4. Indicadores de actividad de la construcción¹¹
Variación % interanual (i.a.) y respecto del período anterior (p.a.)

	ISAC	Construya		Despachos cemento	
	Var i.a.	Var i.a.	Var p.a.	Var i.a.	Var p.a.
2016	-12,7	-15,1		-10,8	
2017	12,7	13,7		11,5	
I 17	1,7	-0,9	-0,4	5,6	5,4
II	12,6	12,7	10,2	12,2	1,4
III	15,6	21,0	9,6	12,3	4,9
IV	20,5	21,3	0,6	14,8	3,1
I 18	14,3	9,3	-8,3	11,7	1,2
Abr-18	14,0	18,5	9,4	13,3	-5,6
May-18	5,8	7,4	-5,0	-3,9	-8,3

Fuente: Elaboración GERES en base a INDEC, Grupo Construya y AFPC

No obstante, en **mayo** tanto el **ISAC** (+5,8%) como el **Índice Construya** (+7,4%) desaceleraron significativamente, frente a bases de comparación que comienzan a ser más elevadas (la recuperación del sector cobró fuerza a partir de marzo de 2017), mientras que los **despachos de cemento al mercado interno** retrocedieron un 3,9% interanual. Puede haber influido también la gran cantidad de días de lluvia verificados en ese mes.

Hacia adelante, el fuerte recorte en la obra pública programado por el gobierno, en el marco de la aceleración del ajuste fiscal consensuada con el FMI, no trae buenos augurios para el sector, teniendo en cuenta que la inversión estatal ha sido uno de sus motores. Asimismo, la perspectiva recesiva de la actividad económica, en un contexto de fuerte salto del tipo de cambio y encarecimiento del crédito, también inclina negativamente la balanza para el sector privado, con lo cual la construcción difícilmente escape a la evolución general de la actividad económica durante los próximos meses.

¹⁰ Para este análisis de más largo plazo se toma el índice de producción industrial (IPI) de Fiel, debido a que el INDEC aún no ha publicado una serie larga del EMI que revise el indicador elaborado durante la intervención de Moreno. De todos modos, las conclusiones obtenidas a partir del indicador de FIEL se mantienen si se considera alternativamente la serie de valor agregado de la industria (CCNN) del INDEC, que se encuentra disponible desde 2004.

¹¹ Nota: Para los despachos de cemento la desestacionalización la realizó GERES utilizando el programa ARIMA X12.



4. Consumo privado

Durante el **primer trimestre de 2018** el consumo privado continuó con la recuperación que exhibió durante 2017, según la estimación que efectúa el INDEC (+4,1% i.a.), desempeño ratificado por la evolución de la recaudación por **IVA-DGI** (aumentó 15,5% i.a. en términos reales). En abril y mayo la recaudación de IVA-DGI continuó creciendo, si bien con una desaceleración respecto de los meses previos.

En cambio, las ventas en **supermercados**, que vienen de promediar caídas en los dos últimos años, mostraron una leve suba interanual en el primer trimestre de este año contra lo que fue el pozo de 2017, mientras que en **abril** disminuyeron un 2,1% i.a. Consultoras especializadas también registraron caídas en el orden del 2% en los circuitos de **consumo masivo** durante los meses de abril y mayo¹². Asimismo, las ventas en **comercios minoristas**, que también vienen de una larga debacle, se redujeron un 3,0% en abril y un 4,8% en mayo, según informó la CAME¹³.

Cuadro 5. Indicadores de consumo (a precios constantes)¹⁴

Variación % interanual (i.a.) y respecto del período anterior (p.a.)

	Consumo privado (CCNN)		Supermercados		Centros de compras		IVA DGI		Ventas min.
	Var. i.a.	Var. p.a.	Var. i.a.	Var. p.a.	Var. i.a.	Var. p.a.	Var. i.a.	Var. p.a.	Var. i.a.
2016	-1,0		-7,5		-11,2		-8,7		-7,0
2017	3,5		-1,8		-1,7		5,7		-1,0
I 17	1,2	1,7	-6,7	-0,7	-7,5	-0,7	0,3	0,6	-3,7
II	4,1	3,2	-1,3	1,2	-6,2	1,7	5,8	6,6	-3,4
III	4,2	-1,3	0,3	0,6	1,7	3,7	7,3	-0,4	-0,7
IV	4,5	1,4	0,3	-0,8	3,7	-0,7	9,4	2,3	1,0
I 18	4,1	2,3	1,8	0,9	9,3	4,4	15,5	6,5	-1,5
abr-18			-2,1	-6,1	6,0	-0,4	4,0	-6,1	-3,0
may-18			-	-	-	-	8,9	7,3	-4,8

Fuente: Elaboración GERES en base a INDEC, Dirección General de Estadística y Censos de CABA, y CAME.

La aceleración de precios en los últimos meses, apuntalada por el salto devaluatorio y los fuertes ajustes tarifarios, ha redundado en un significativo recorte en términos reales de salarios, jubilaciones y otros ingresos. Los cierres de paritarias efectuados hasta el momento, lejos de recuperar lo perdido, apuntan a consolidar esta situación de debacle salarial en el tiempo (ver apartado de empleo e ingresos). De no mediar una reapertura de paritarias, esta penosa evolución salarial indefectiblemente repercutirá con mayor fuerza en el consumo.

¹² Según Scentia el consumo en supermercados, autoservicios y almacenes disminuyó un 2,2% en abril y un 1,7% en mayo. De acuerdo a Skanntech, los comercios minoristas registraron una caída del 2% en abril y del 4% en mayo.

¹³ Confederación argentina de la mediana empresa.

¹⁴ En todos los casos la desestacionalización fue realizada por GERES utilizando el programa ARIMA X12. Para el caso de supermercados y centros de compras, hasta el primer trimestre de 2016 las series a precios constantes, a partir de las cuales se calculan las variaciones interanuales, surgen de deflactar las series a precios corrientes del INDEC por índices de precios construidos por GERES según el peso relativo de los bienes comercializados en ambos segmentos (tomando los capítulos del IPC CABA y las ventas por rubros de bienes que publica el INDEC). A partir del segundo trimestre de 2016 las ventas a precios constantes son datos del INDEC.



5. Inversión

El INDEC informó que la **inversión en equipo durable de producción** subió considerablemente en el primer trimestre (23,5% i.a.), con un fuerte sesgo hacia el segmento importado (+31,4% i.a.), tal como aconteció durante 2017. Por su parte, **Ferreres** estimó un aumento más moderado de la inversión en equipo durable (12,3% i.a.), también con mayor preponderancia de las compras al exterior, encontrándose este rubro más en línea con las **importaciones de bienes de capital** que registra el propio INDEC en sus estadísticas de intercambio comercial (+15% i.a.). En cambio, por el lado de la oferta, **FIEL** estimó un retroceso del 1,8% i.a. en la **producción de bienes de capital**.

Naturalmente, hay un antes y un después en la economía argentina a partir de mayo de este año. El actual panorama recesivo, apuntalado por el salto devaluatorio y la suba de tasas, también incidirá negativamente sobre la inversión durante los próximos meses. Se trata además de una variable usualmente mucho más elástica que el consumo privado. Una primera señal ya se ha visto en **mayo**, con un estancamiento de las **importaciones de bienes de capital**, que hasta abril crecían fuertemente alentadas por la apreciación cambiaria que se verificaba hasta ese momento, y con la disminución de la **producción de bienes de capital** (-9,0%) que estimó **FIEL**.

Cuadro 6. Indicadores de inversión en equipo durable de producción (a precios constantes)

Variación interanual, en %

	INDEC (CCNN)			Ferreres			INDEC (ICA)	FIEL
	E.D. total	nacional	impo	E.D. total	nacional	impo	Impo Bs K	Prod. Bs K
2017	11,0	2,6	17,6	13,6	11,3	15,5	16,0	9,1
I 17	5,3	-4,5	13,0	10,9	6,3	14,7	15,2	9,3
II	6,8	-0,5	12,6	7,8	6,9	8,7	8,9	12,2
III	12,9	1,0	21,6	19,5	12,2	25,2	25,9	12,4
IV	18,7	13,8	22,5	15,5	18,6	13,1	13,4	2,4
I 18	23,5	11,6	31,4	12,3	9,6	14,3	15,0	-1,8
Abr-18				-	-	-	16,6	-0,7
May-18				-	-	-	0,6	-9,0

Fuente: Elaboración GERES en base a INDEC, Ferreres y Fiel.

