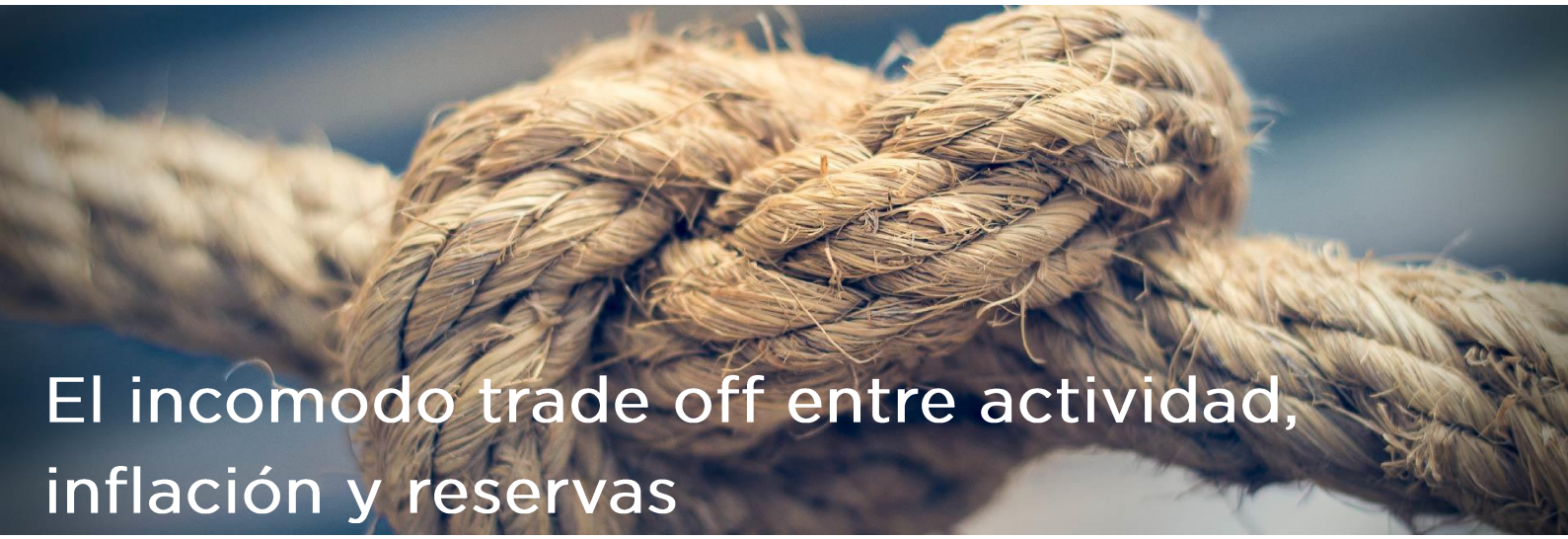


El incomodo trade off entre actividad, inflación y reservas

Resumen y conclusiones

El dólar agro comenzó a tomar impulso en los últimos días, pero con el calendario electoral ya iniciado el gobierno se ve ante una disyuntiva: fortalecer la acumulación de reservas o anestesiar el efecto de la sequía sobre el nivel de actividad liberando pagos de importaciones y moderar asimismo la presión sobre los precios. Los magros resultados obtenidos en el MULC revelan cual fue hasta entonces la decisión del gobierno, aunque el efecto de la sequía eventualmente golpeará al resto de la economía y podríamos ver contracciones del PBI que incomoden en pleno proceso electoral. Y que además empeoren la dinámica inflacionaria.

El gobierno puede anotarse hasta aquí un logro importante con lectura política. La dramática sequía todavía no se hizo evidente en los demás sectores de la economía, y los números de industria y construcción que se conocieron esta semana fueron un reflejo de ello. No obstante, el panorama se complica si consideramos el balance cambiario de los próximos meses.

En este contexto, la pregunta que nos hacemos es ¿será capaz el gobierno de sostener las importaciones para evitar un mayor deterioro en la actividad y un empeoramiento de la dinámica inflacionaria? En todo caso, queda claro que el límite de este *trade-off* lo marca el propio esquema cambiario.

José M. Echagüe
Estratega

Isaías Marini
Analista

Melina Costanzo
Analista

+54 11 2206 2206

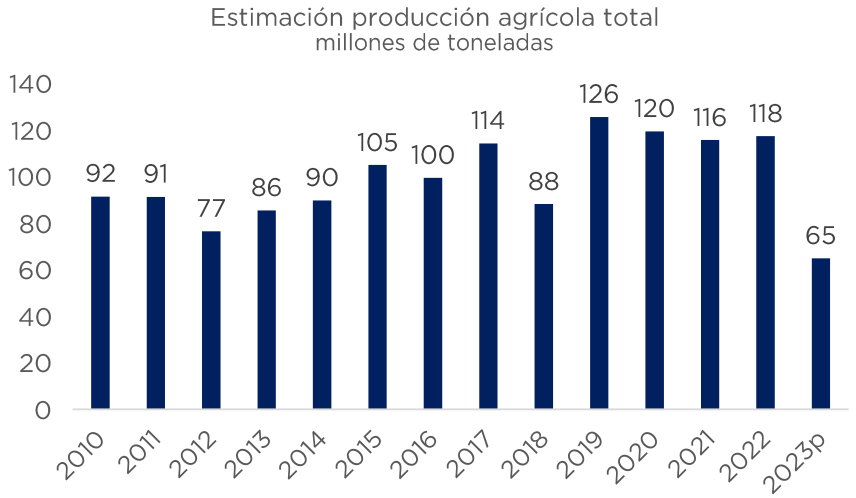
Avda. Ortiz de Ocampo 3302
WO Barrio Parque
Bureaux Módulo IV
3er Piso
C1425DFE

El incomodo trade off entre actividad, inflación y reservas

El dólar agro comenzó a tomar impulso en los últimos días, pero con el calendario electoral ya iniciado el gobierno se ve ante una disyuntiva: fortalecer la acumulación de reservas o *anestesiar* el efecto sobre el nivel de actividad liberando pagos de importaciones, y evitando asimismo mayores presiones inflacionarias.

Los magros resultados obtenidos en el MULC (el Central pudo absorber apenas el 13% de lo liquidado por el agro en el último esquema) revelan una decisión clara: sostener el nivel de actividad al máximo de sus posibilidades y evitar que una retracción de la oferta se traslade a precios. Pero el efecto de la sequía eventualmente golpeará al resto de la economía, y en pleno proceso electoral podríamos ver contracciones del PBI por arriba de 5% interanual -una cifra que incomodaría a cualquier gobierno. Pero principalmente, y en especial tras haberse confirmado un 8.4% de inflación en abril, queda claro también que el gobierno busca evitar cualquier presión adicional sobre los precios.

Y es que, a medida que avanza el año, el contexto macroeconómico se torna cada vez más frágil. La Bolsa de Comercio de Rosario recortó una vez más su proyección de cosecha de soja a un nuevo mínimo histórico de 21.5 millones de toneladas –hay que remontarse al siglo pasado para encontrar números similares. Así las cosas, con los precios internacionales actuales, la cosecha proyectada asciende a 22,000 millones de dólares, unos 24,000 millones menos que la campaña del año pasado y casi 17,700 millones menos que la de 2021.



El incomodo trade off entre actividad, inflación y reservas

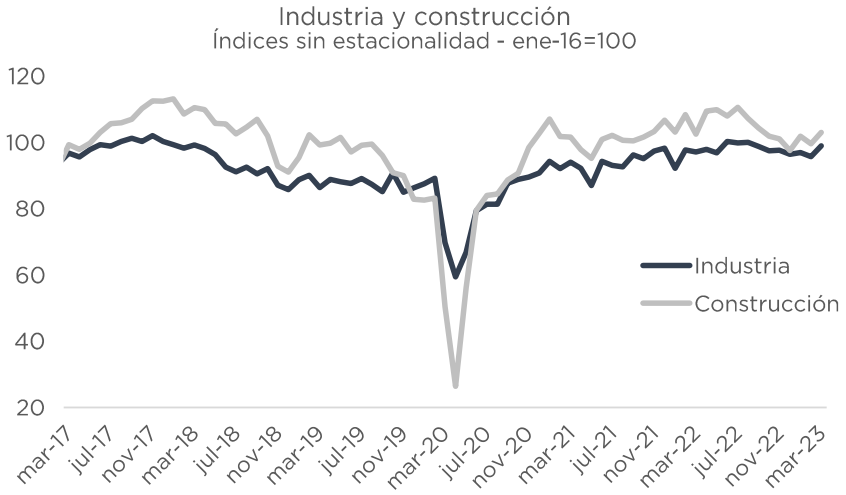
En este contexto, nos preguntamos cuál será el impacto sobre el resto de la economía. Si nos apoyamos en la evidencia histórica, en años de sequía (2009, 2012 y 2018) el nivel de actividad se contrajo hasta 3.2% interanual promedio con una contribución del sector agropecuario de -1.5% promedio y un efecto indirecto por sobre el resto de la actividad de aproximadamente -1.7% promedio. Con una producción agrícola que promete deteriorarse a un ritmo bastante mayor que en ese entonces y su contagio al resto de los sectores, la actividad podría deteriorarse hasta 3.4% interanual en 2023. Esta proyección está en línea con las estimaciones de mercado (REM) conocidas el viernes pasado, que empeoraron la expectativa de caída de la actividad desde 2.7% interanual en la edición pasada a 3.1%.

	Prom años de sequía	2023p
Caída de la prod agro (a/a)	-23,9%	-44,7%
Caída del PBI (a/a)	-3,2%	-3,4%
Cont del sector agro	-1,5%	-2,9%
Efecto indirecto aprox	-1,7%	-0,5%

El gobierno puede anotarse hasta aquí un logro importante con lectura política. La dramática sequía todavía no se hizo evidente en el resto de la economía, y los números de industria y construcción que se conocieron esta semana fueron un reflejo de ello. Si bien ambos sectores habían caído en febrero, el rebote de marzo -anticipado por otros indicadores adelantados- fue mayor al esperado.

La producción industrial rebotó 3.4% mensual y la actividad de la construcción un 3.5% mensual, y ambos indicadores -sin estacionalidad- se ubicaron por encima de su nivel en diciembre, aunque cómodamente por debajo de los picos de 2022. Pero no estamos aquí hablando de un cambio de tendencia. En todo caso, lo que muestran estos números es que la producción se mantiene relativamente estable, cuando unos meses atrás el mercado esperaba que a esta altura el impacto de la sequía ya se hubiera extendido a otros sectores de la economía.

El incomodo trade off entre actividad, inflación y reservas

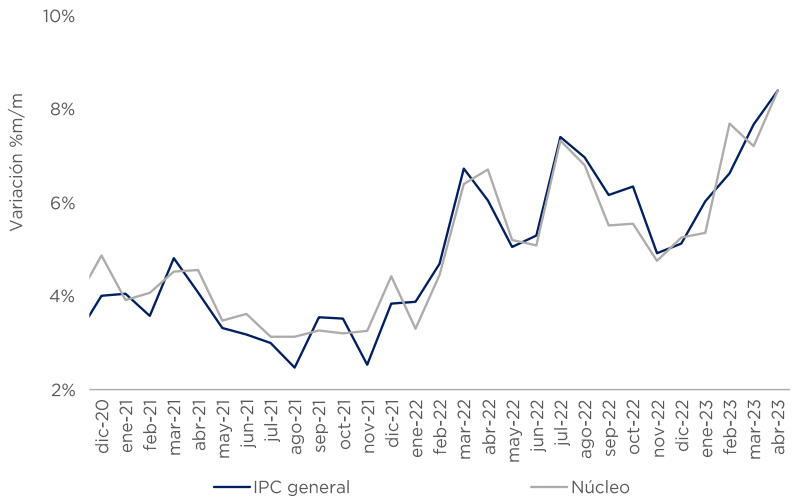


Por supuesto, existen factores microeconómicos que inciden en estos números y además esconden un elevado grado de heterogeneidad en su interior. En particular, los subsectores que mejor desempeño mostraron fueron el automotriz (cuya demanda local se mantiene firme), el de metálicas básicas (ligado a la producción automotriz y la construcción) y el de maquinaria y equipo, con una fuerte incidencia de la maquinaria agropecuaria a pesar de la sequía.

Paradójicamente, la inflación y la brecha pueden incidir favorablemente sobre la demanda de estos sectores: la suba de la brecha abarata en dólares el costo en pesos de los bienes durables y además estos proveen una cobertura contra la escalada de precios.

Pero en términos políticos la inflación tiene un mayor peso que la actividad. La suba de 8.4% tanto en la inflación general como la núcleo fue casi un punto superior a la mediana del REM (7.5%), y mayo además capturará parte del efecto de la corrida junto con el impacto de la suba de tarifas energéticas. Algunas mediciones privadas oscilan en torno a 3.5% sólo para la primera semana. En este contexto, es esperable que el gobierno quiera evitar mayores disrupciones sobre la oferta de bienes.

El incomodo trade off entre actividad, inflación y reservas

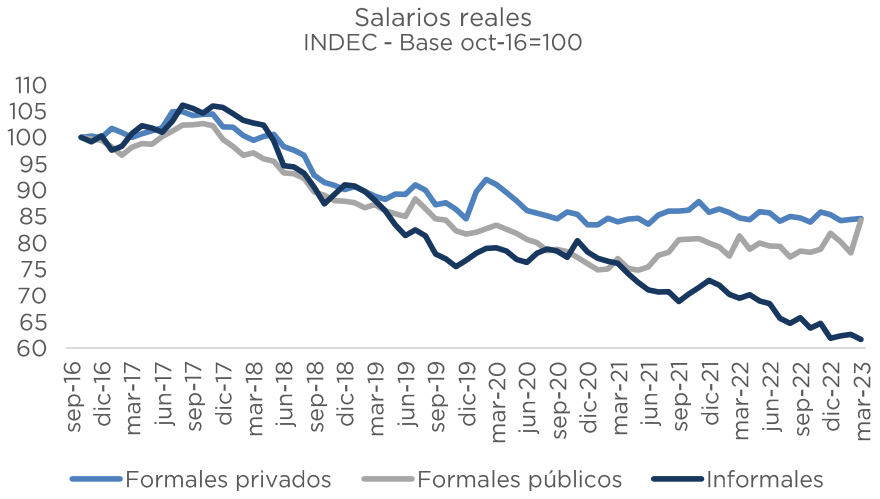


Los números del último dólar agro ilustran el *trade-off* al que se enfrenta el gobierno. Si bien la liquidación viene creciendo por debajo de lo que se esperaba originalmente, en términos nominales no es muy diferente al esquema de diciembre, con la diferencia de que la acumulación de reservas en este caso ha sido marginal. De los 2,326 millones de dólares que se liquidaron, el BCRA apenas pudo retener 301 millones. Todo lo demás fue destinado a atender las necesidades del mercado.

Existen otros factores que han contribuido a evitar un mayor deterioro de la actividad. Desde un enfoque de los ingresos, los trabajadores formales todavía mantienen relativamente estable su capacidad de consumo, aunque la situación para los informales continúa empeorando. En marzo los salarios formales en el sector privado fueron apenas 0.2% más bajos que un año atrás en términos reales, mientras que los salarios del sector público anotaron un crecimiento real de 3.7% interanual. Mientras, los salarios del sector informal cayeron 11.3%.

Esto tiene fuertes implicancias políticas, porque la aceleración del costo de vida -particularmente de alimentos, que crecieron al ritmo de 10.1% en abril- combinada con una fuerte caída real de los ingresos en los sectores informales deriva en un aumento de la pobreza en la previa de las elecciones.

El incomodo trade off entre actividad, inflación y reservas



El panorama se complica aún más si consideramos el balance cambiario de los próximos meses. La liquidación del "dólar agro" comenzará a menguar a medida que nos aproximemos a su fecha de finalización que a su vez coincide con el fin de la cosecha gruesa. Además, el gobierno se enfrenta a un vencimiento de intereses de bonos en dólares por mil millones en julio. La pregunta que nos hacemos es ¿será capaz el gobierno de sostener las importaciones para que la actividad no se deteriore y que la inflación suba aún más? Sin fondos frescos, la batalla está prácticamente perdida.

En los últimos días resonó fuerte que el FMI estaría dispuesto a adelantar los desembolsos programados para lo que resta del año, pero la intención del organismo no sería sostener la situación actual sino forzar modificaciones con un mayor respaldo. En todo caso, queda claro que el límite de este *trade-off* lo marca el propio esquema cambiario.

Algo es seguro. La caída de la actividad que se evitó hasta ahora, si se cumplen los pronósticos, será más fuerte en el segundo y tercer trimestre, y en pleno proceso electoral podríamos ver contracciones del PBI por encima del 5% anual, agravada por una inflación que corre al 8% mensual. Hay que ser demasiado creativos para encontrar alternativas de continuidad en el plan aguantar.

INSTITUCIONALES & PARTNERS
Ingrid Epp
iepp@consultatioinvestments.com

INSTITUCIONALES
Martín Deluca
mdeluca@consultatioinvestments.com

ATENCIÓN BANCA PRIVADA
Hernan Rodríguez
hrodriguez@consultatioinvestments.com

ATENCIÓN MINORISTA
Adriana Caceres
asesores@consultatioinvestments.com

ESTRATEGIA
José Echagüe
jechague@consultatioinvestments.com

APERTURA DE CUENTA
apertura@consultatioinvestments.com

Nota de responsabilidad

El presente documento es propiedad de Consultatio Investment S.A. y Consultatio Asset Management Gerente de Fondos Comunes de Inversión S.A. (ambas en conjunto, "Consultatio"), no pudiendo su contenido ser modificado, transmitido, copiado, y/o distribuido sin el consentimiento expreso de Consultatio. El presente tiene un fin exclusivamente informativo y se ha basado en información proveniente de fuentes públicas, siendo que Consultatio no ha verificado su veracidad, integridad y/o exactitud, ni ha sometido la misma a un proceso de auditoría. Consecuentemente, Consultatio no efectúa declaración alguna, ni otorga garantía alguna, sobre la veracidad, integridad y/o exactitud de la información sobre la cual se basa este informe. Todas las opiniones y estimaciones aquí expresadas están sujetas a cambio sin previo aviso.

El presente no constituye asesoramiento en inversiones ni una invitación a operar con valores negociables a través de Consultatio. Cualquier persona interesada en analizar y, en su caso, operar los valores negociables aquí descriptos, deberá consultar la información contenida en sus documentos de emisión. La información aquí inserta ha sido confeccionada exclusivamente para la República Argentina, no debiendo interpretarse destinado a cualquier otra jurisdicción o territorio. Se advierte que parte de la información del presente documento está constituida por estimaciones futuras. Debido a riesgos e incertidumbres, los resultados reales o el desempeño de los valores negociables podrían diferir significativamente de lo expresado en las estimaciones futuras. La información aquí contenida está sujeta a cambios y modificaciones y no puede ser considerada definitiva por aquellas personas que tomen conocimiento de ella. El receptor deberá basarse exclusivamente en su propia investigación, evaluación y juicio independiente para tomar una decisión relativa a la inversión en valores negociables.

Consultatio Investments S.A es Agente de Colocación y Distribución de Fondos Comunes de Inversión Matrícula Nº 18 Disposición Nº 3190 de fecha 23-12-2016 , Agente de Liquidación y Compensación Integral Matrícula Nº 351 Resolución Nº 19996 de fecha 23-01-2019 y Agente de Colocación y Distribución Integral de Fondos Comunes de Inversión Matrícula Nº 47 Disposición Nº 3321 de fecha 29-05-2017 , en todos los casos de la CNV. Los rendimientos pasados manifestados por valores negociables son un indicador y no implican, bajo ningún concepto, promesas de rendimientos futuros.

Los rendimientos pasados manifestados por valores negociables son un indicador y no implican, bajo ningún concepto, promesas de rendimientos futuros. En particular ha de tenerse presente que las inversiones en cuotapartes de fondos comunes de inversión no constituyen depósitos en el agente de custodia de tales fondos a los fines de la Ley de Entidades Financieras ni cuentan con ninguna de las garantías que tales depósitos a la vista o a plazo puedan gozar de acuerdo a la legislación y reglamentación aplicables en materia d e depósitos en entidades financieras. Asimismo el agente de custodia los fondos comunes de inversión se encuentra impedido por normas del Banco Central de la República Argentina deasumir, tácita o expresamente, compromiso alguno en cuanto al mantenimiento, en cualquier momento, del valor del capital invertido, al rendimiento, al valor de rescate de las cuotapartes o al otorgamiento de liquidez a tal fin.