

Resumen

Mejóro la confianza financiera pero aún no hay reactivación económica

- Las expectativas financieras tuvieron un cambio de rumbo en las primeras dos semanas de septiembre permitiendo alejar temores recurrentes en la Argentina (default-corrallito-devaluación agresiva).
- Si bien el mejor clima financiero parece indicar que la rentabilidad cambió de tendencia, eso no ocurrió. El repunte de los mercados obedece más a la presencia de inversores líquidos buscando oportunidades que a señales concretas de la economía.
- De todos modos, la tranquilidad financiera mejoró el ánimo de los empresarios y eso presenta una oportunidad para quebrar la tendencia declinante de la Argentina.
- Diversos indicadores reflejan que la fragilidad productiva continúa: en agosto hubo caídas interanuales de 3,8% en el PIB, de 9,9% en la industria y los cheques emitidos (indicador indirecto de actividad) cayeron 6% en cantidad y 2,1% en monto.
- A su vez, según encuestas realizadas entre industriales PYMES, el 40,0% de las empresas está registrando caídas interanuales en sus niveles de producción en septiembre mostrando la persistencia del ciclo bajista.
- Ya el 56,5% de los industriales PYMES advierte que sus niveles de rentabilidad son negativos o nulos, reflejando que la industria está próxima a su punto límite: o se reactiva la economía o se agravarán los cierres de empresas y despidos.
- A pesar de este contexto, comienzan a operar algunos indicios positivos sobre la economía. En el sector empresarial, mejoraron las expectativas hasta fin de año y el 47,3% de los industriales espera producir más en los próximos tres meses.
- A su vez, si tres meses atrás el 49% de las empresas esperaba un nuevo default en la Argentina, en septiembre solo 20% creen en esa posibilidad. Lo mismo sucede con las expectativas cambiarias: solo 26% de las empresas espera devaluación fuerte en los próximos meses.
- La mejora en la confianza es positiva porque demora cierres y despidos. Pero será elemental materializar esas expectativas dentro de los próximos dos meses.
- La recuperación no vendrá sola. Hay demasiada expectativa puesta en el viento de cola internacional y en la próxima cosecha de soja. Sin embargo, ninguna de esos hechos salvará por ahora a la economía.
- La caída abrupta de las exportaciones en agosto confirmó que en el mundo gobierna la prudencia y el proteccionismo, con lo cual no se puede esperar que el viento externo llegue a la Argentina como lo hizo hasta 2007. Y para que la cosecha derrame crecimiento falta demasiado. El futuro económico queda en manos del gobierno.

Mejóro la confianza financiera pero aún no hay reactivación económica

Agosto fue otro mes malo para la actividad, uno de los peores del año para la industria, aumentó la morosidad y la cantidad de empresas con problemas de rentabilidad. Pero repentinamente, volvió el optimismo en los mercados y en la Argentina, sin hacer demasiado, se descomprimió la presión sobre el dólar y los depósitos bancarios. La mayor confianza financiera no alcanza para reactivar la economía pero mejora el ánimo de los empresarios que, sorpresivamente, anticipan un repunte más próximo. Esto abre una nueva oportunidad para quebrar la tendencia declinante. Lograrlo dependerá de la acción del gobierno. No se puede seguir especulando con el viento de cola internacional en un mundo más proteccionista, y para la soja 2009/2010 falta demasiado.

Las expectativas financieras tuvieron un cambio de rumbo en las primeras dos semanas de septiembre. Repentinamente, se detuvo la fuga de capitales, se descomprimió la presión sobre el dólar y mejoró suavemente la performance de los depósitos bancarios. El mercado financiero luce más tranquilo: mejora la bolsa, los bonos, cae el riesgo país, permitiendo alejar temores recurrentes en la Argentina. Pero el cambio de expectativas ¿anticipa un repunte en la economía real? La respuesta por ahora es negativa, pero se abren algunas posibilidades. Para entender:

1) Lo que cambió en los últimos días: más confianza en el mercado financiero

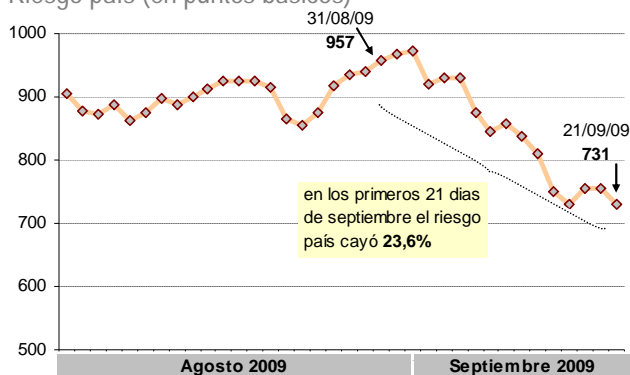
- En el mundo, los indicadores de actividad, confianza y empleo están evolucionando algo mejor a lo esperado. Aunque esos resultados están alentados mediante políticas fiscales y monetarias super expansivas, son utilizados como base para pronosticar el fin de la crisis y tomar posiciones menos conservadoras en los mercados.

- En la plaza local, el gobierno viene mostrando un paulatino acercamiento a los mercados de capitales, al FMI, y avanzan tratativas para alcanzar un acuerdo con los Holdouts (tenedores de deuda en default) y el Club de París.

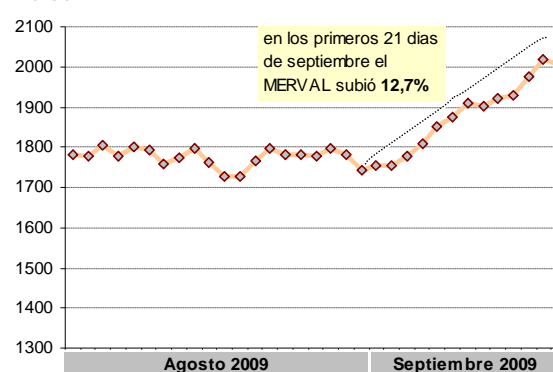
- Esto redujo el riesgo financiero y reactivó el atractivo de algunos activos bursátiles. En los primeros 21 días de septiembre, el riesgo país cayó 23,6%, el Merval aumentó 12,7% y el dólar se mantuvo sin cambios (\$3,85 para la venta), reduciéndose significativamente la demanda de divisas.

Baja el riesgo país, se estabiliza el dólar y suben los mercados

Riesgo país (en puntos básicos)



Índice Merval



Fuente: CERX en base a datos de la Bolsa de Comercio.

El viraje en las expectativas de los inversores abre dos preguntas: 1) ¿es una nube pasajera o hay motivos sólidos para ser optimistas?; y 2) Los mejores indicadores financieros ¿anticipan un repunte en la economía real?

Primera respuesta. Ni nube pasajera ni fundamentos sólidos. El repunte de los mercados internacionales responde a una mejora muy leve en algunos indicadores de la economía real, pero descansa principalmente en razones psicológicas. Esto es:

a) Después de tantos meses consecutivos de caídas y reacomodamiento en los valores de los activos, los inversores están sedientos de riesgos y aprovechan pequeñas señales para volver a 'especular'. Se estima que el inversor tradicional hoy tiene 70% de sus activos líquidos y los activos en fondos de Money Markets rondarían los US\$3,56 billones, duplicando los guarismos habituales. En la medida que la ola de optimismo se expanda, ese dinero podría potenciar alzas en los mercados.

b) Así como en los periodos de auge se suele no contemplar la posibilidad que el ciclo llegue a su fin (naturalmente el hombre tiende a no prever escenarios negativos o catastróficos), en los periodos recesivos de larga duración esa lógica se invierte: cuando el ciclo recesivo perdura, cualquier señal es tomada como una luz que se expande en el deseo de que la crisis sea superada.

c) La crisis es pasado. La noticia hoy es cuándo comienza la recuperación. Eso lleva a los comunicadores a sobre reaccionar frente a mínimas señales del mercado.

Pequeñas señales de la economía real que alientan el rebote de la bolsa norteamericana	
1	Producción Industrial La producción industrial de EE.UU. Tuvo un aumento mensual de 0,8% en agosto, por encima del 0,6% estimado. Es el segundo mes consecutivo en alza.
2	Inventarios empresariales Se redujeron más de lo esperado en julio (-1,4% vs -1% esperado)
3	Indice de Actividad Industrial de la FED-Filadelfia Resultó mejor de lo esperado (aumentó a 14,1 frente cuando se esperaba solo 8) y alcanzó el nivel más alto desde junio de 2007
4	Construcción I Los permisos de construcción acumulados en los últimos 12 meses hasta agosto de 2009, alcanzaron las 579.000 unidades, el valor más alto en 9 meses aunque evemente por debajo de lo que se esperaba.
5	Construcción II El Índice NAHB del mercado de viviendas subió hasta los 19 puntos en agosto desde los 18 registrados en julio. Es el tercer mes consecutivo que mejora la confianza de las constructoras y se sitúa en su nivel más alto desde mayo'08

Para reflexionar:

- Por ahora, el repunte de los mercados financieros obedece más a la presencia de inversores sedientos de riesgos y en busca de oportunidades, que a señales concretas de la economía real. Pero los inversores tienen altas posiciones líquidas y eso podría potenciar alzas si la ola de optimismo se expande. Aunque para consolidar esa tendencia en el tiempo, se requieren señales más concretas desde la economía real.

- En el caso Argentina, todo indicaría que el país se encamina a resolver temas pendientes con los mercados. Pero, es muy posible que ninguno de esos conflictos se solucione en 2009. Sobre todo porque hay una cadena que no puede cortarse: para arreglar con el Club de Paris hay que acordar con holdouts y FMI, y para acordar con FMI primero habría que resolver el tema INDEC... y esa tarea viene muy floja.

2) La economía real: sigue igual, pero...

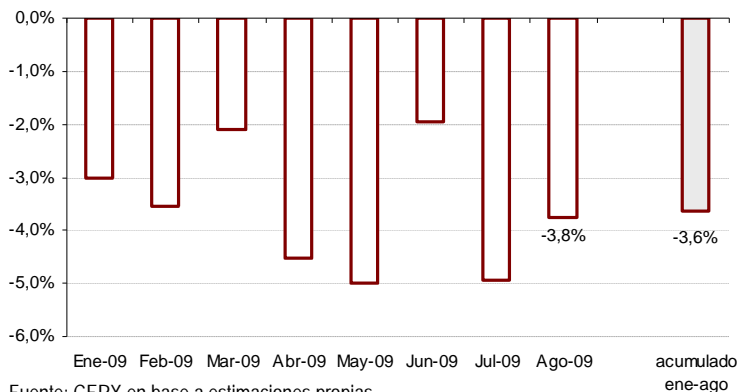
Si en los mercados internacionales el repunte se explica solo muy parcialmente por mejoras en los indicadores de la economía real, en la Argentina no hay ninguna conexión: los mercados financieros están mejorando sin que la economía real muestre señales de reactivación. Sin embargo, la tranquilidad financiera de los últimos días impactó favorablemente en las expectativas, colocando a la economía en un punto donde la situación actual percibida por empresarios y consumidores no es buena, pero el escenario esperado en el futuro cercano mejoró notablemente frente a lo que se esperaba meses atrás.

En otras palabras, la premisa actual parece ser: 'estamos mal pero vamos mejor'.

Estamos mal porque:

- La actividad económica continúa retrayéndose, cumpliéndose en agosto nueve meses consecutivos de caídas. Si bien el INDEC recién reportó caídas interanuales (muy leves) en mayo y junio (-0,3% y -0,4% respectivamente), los indicadores de actividad elaborados por CERX arrojan bajas durante los primeros ocho meses del año. Por ejemplo: en agosto, el PIB-CERX se habría retraído 3,8% frente a igual mes del año pasado, acumulando desde enero una caída de 3,6%.
- La producción industrial registra tasas de deterioro más profundas. De acuerdo al Índice de Producción Industrial que estima CERX, la industria habría caído 9,9% en agosto frente a igual mes del año pasado acumulando en el año un retroceso de 10,4%. Asimismo, indicadores industriales elaborados por cámaras empresariales solo en el segmento PYME, registran un retroceso mayor: 13,3% de caída interanual en agosto¹.

Evolución del PIB-CERX
Tasas de variación interanual



Fuente: CERX en base a estimaciones propias

- Un indicador indirecto de actividad, son los cheques emitidos: en agosto la cantidad de valores se redujo 6% frente a igual mes del año pasado, y a pesar de la inflación, el monto de esas emisiones bajó 2,1% en relación a un año atrás.
- De encuestas realizadas por CERX en un universo de 350 pequeñas y medianas industrias de todo el país, se desprende que: el 40,0% de las empresas está registrando

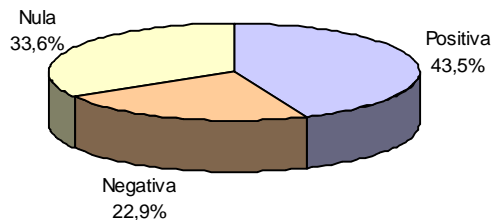
¹ Medición del Departamento de Estudios Industriales de CAME

caídas interanuales en sus niveles de producción en septiembre (según la actividad realizada en los primeros 20 días del mes) en tanto 36,4% se mantienen igual. Es decir, tampoco en septiembre se habría revertido la tendencia declinante de la producción (solo 23,6% de las industrias consultadas reporta subas en la producción avanzadas las primeras tres semanas del mes).

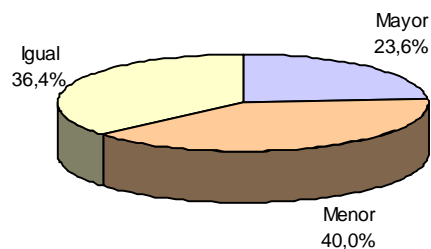
- Asimismo, actualmente el 56,5% de los industriales advierte que sus niveles de rentabilidad son negativos o nulos, reflejando claramente que la industria está muy próxima a encontrar un punto límite: o se reactiva la economía o se agravarán los cierres de empresas y despidos.

Fragilidad en las empresas industriales (Encuesta entre industriales PYMES)

¿Cómo fue la rentabilidad de su empresa durante agosto?



Su nivel de producción en septiembre 2009 frente a septiembre de 2008 está siendo:



- Como reflejo del deterioro en la economía, sigue creciendo paulatinamente la morosidad del crédito. La irregularidad de los créditos al consumo se ubicó en 6,1% del total de financiaciones de ese tipo durante julio, en tanto en el sector corporativo (empresas) promedió el 2,5%, pero con mayores niveles en los segmentos PYMES.

¿Vamos mejor?:

- No hay señales de reactivación, eso es un hecho. Sin embargo, comienzan a operar algunos indicios positivos sobre la economía.

1) En el sector empresarial, mejoraron las expectativas hasta fin de año. Concretamente: de acuerdo con la encuesta a PYMES industriales, el 47,3% espera producir más en los próximos tres meses, en tanto el 35,5% piensa producir lo mismo y solo 17,3% produciría menos.

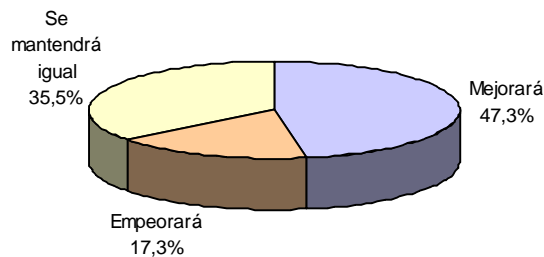
2) Asimismo, si tres meses atrás el 49% de las empresas veía posible un nuevo default de la deuda en la Argentina, en septiembre solo 20% creen que esa posibilidad está latente.

3) Lo mismo sucede con la devaluación: solo 26% de las empresas espera una devaluación fuerte en los próximos meses (58% de las empresas esperaba una devaluación fuerte tres meses atrás).

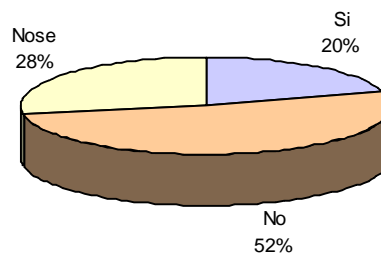
4) Frente a esas expectativas, se puede anticipar que el freno a la inversión en el sector PYME está casi estrictamente ligado a la demanda y no a la incertidumbre como sucedía meses atrás.

Mejoran las expectativas industriales (Encuesta realizada entre PYMIS del país)

¿Cómo cree que evolucionará su producción en los próximos tres meses?



¿Cree posible un nuevo default de la deuda en el gobierno actual?



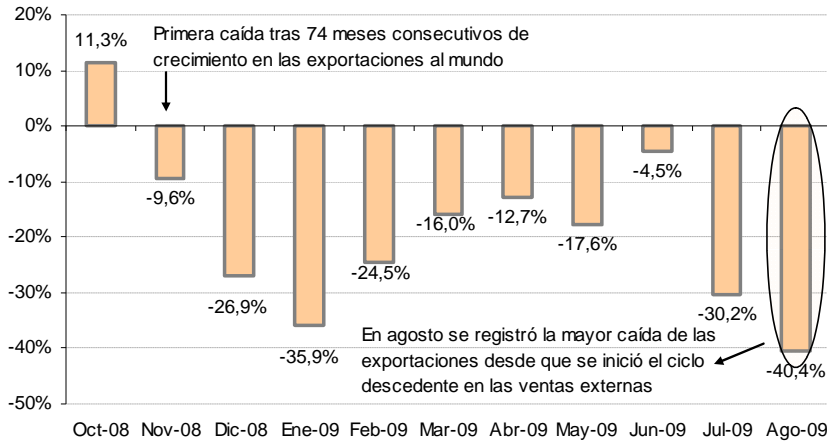
Tendencia: el repunte en los mercados de alguna manera ayudó a mejorar el ánimo en el sector empresarial. No hay señales de reactivación pero sí menor pesimismo y expectativas de un quiebre de tendencia. Eso es positivo porque demora despidos a la espera de un mejor escenario y ayuda a sostener un mercado de trabajo en evidente deterioro. Será elemental en los próximos dos meses materializar esas expectativas con un repunte efectivo en la demanda. Pero claramente, la recuperación no vendrá sola, sin políticas que la estimulen. Una cuestión es cómo se van a financiar las mejores expectativas.

3) Lo que viene y lo que no

- El repunte de los mercados no está apoyado sobre bases sólidas y menos en el caso de la Argentina. Sin embargo, ayuda a derramar confianza y alejar temores recurrentes en el país (default-corrallito-devaluación agresiva). Por lo pronto, frenó la fuga de capitales y eso en sí mismo es positivo. Si bien por ahora los dólares que dejan de fugarse no irán a inversión productiva, descomprime la presión sobre los indicadores monetarios y financieros (dólar, depósitos y reservas principalmente).
- ¿Qué sucede con la economía real? El mejor clima financiero parece indicar que la rentabilidad cambió de tendencia. Pero eso no ha ocurrido. Las empresas siguen en la misma situación de fragilidad que meses atrás, aunque mejoró levemente el ánimo y eso presenta una nueva oportunidad para quebrar la tendencia declinante de la economía argentina.
- La recuperación, sin embargo, no vendrá sola. Hay demasiada expectativa puesta en el supuesto viento de cola internacional y en la próxima cosecha de soja. Sin embargo, ninguna de las dos cosas salvará a la economía en tiempo y forma.
- La economía internacional podría llegar a consolidar las señales hiper incipientes que manifiesta. Pero como venimos sosteniendo en informes anteriores, en el mundo de hoy gobierna la prudencia y el proteccionismo, con lo cual no se puede esperar que el viento de cola que sopla fuera llegue a la Argentina como lo hizo hasta 2007.
- Esto quedó reflejado en las exportaciones de agosto: a pesar de cierto repunte en la demanda mundial, las ventas externas del país se desplomaron en agosto al caer 40%

frente a igual mes del año pasado. Es la mayor caída desde que se inició el retroceso en las exportaciones, en noviembre del año pasado.

Las exportaciones se desplomaron en agosto Tasas de variaciones interanuales



Fuente: CERX en base a INDEC

- En el caso de la cosecha, se espera un fuerte salto en la producción de la campaña 2009/10. Si el clima ayuda, la cosecha superaría los 50 millones de toneladas, 18 millones más de las que dejó la campaña 2008/2009 (32,2 millones de tn). Sin embargo, en primer lugar, la economía no puede esperar tantos meses para iniciar su recuperación, y en segundo, los riesgos de depender de un cultivo siempre están presentes: en la campaña 2008/2009 también se esperaba inicialmente un récord de producción que la sequía no permitió.

- Así las cosas, el tiempo de revertir el ciclo es ahora pero con racionalidad propia y gestión de gobierno. De lo contrario, dependemos de variables externas que solo oxigenan, pero sin renovar el mismo aire tóxico que disparó la caída profunda en la economía.

Indicadores		2005	2006	2007	2008	2009	2010
Actividad							
Producto Interno Bruto (PIB)	Mill. \$ corrientes	531.939	654.439	812.072	1.038.188	1.145.060	1.360.148
Producto Interno Bruto (PIB)	Mill. \$ (precios 1993)	304.764	330.565	359.189	384.201	373.091	384.767
Crecimiento del PIB	Var. % i.a.	9,2	8,5	8,7	7,0	-2,7	2,4
Crecimiento de la Inversión	Var. % i.a.	22,7	18,2	14,3	8,3	-12,8	3,5
Crecimiento del Consumo Privado	Var. % i.a.	8,9	7,9	9,0	6,7	-2,6	2,1
Precios							
Índice de Precios al Consumidor (oficial)	Var. % i.a.	12,3	9,8	8,5	7,2	5,9	s/d
Índice de Precios al Consumidor (estimado)	Var. % i.a.	12,3	12,8	24,3	26,1	14,5	17,0
Tipo de Cambio Nominal	\$/US\$ a fin de año	3,02	3,06	3,17	3,4	4,1	4,7
Fiscales							
Recaudación Tributaria Nacional	Mill. \$ corrientes	119.252	150.009	199.781	269.375	308.434	358.092
Crecimiento de la Recaudación	Var. % i.a.	21,2	25,8	33,2	34,8	14,5	16,1
Crecimiento del Gasto Primario del SPN	Var. % i.a.	21,7	26,8	42,6	32,1	20,9	21,5
Superávit Primario	Mill. \$ corrientes	19.661	23.165	25.719	32.529	16.110	16.900
Superávit Primario	% del PIB	3,7	3,5	3,2	3,4	1,4	1,2
Superávit Financiero	Mill. \$ corrientes	9.418	11.623	9.296	14.655	-5.989	-980
Superávit Financiero	% del PIB	1,8	1,7	1,5	1,4	-0,5	0,0
Sector Externo							
Exportaciones de Bienes	Mill. US\$	40.014	46.456	55.933	70.021	56.087	61.695
Crecimiento de las Exportaciones	Var. % i.a.	15,8	16,1	20,4	25,5	-19,9	10,0
Importaciones de Bienes	Mill. US\$	28.692	34.151	44.780	57.423	39.737	46.293
Crecimiento de las Importaciones	Var. % i.a.	27,8	19,3	31,1	28,4	-30,8	16,5
Balanza Comercial	Mill. US\$	11.322	12.306	11.154	12.598	16.350	15.402
Balanza Comercial	% del PIB	6,2	5,8	4,4	4,1	5,4	5,0
Socioeconómicos							
Tasa de Desempleo (al IV trim de cada año)	% de la PEA	10,5	8,7	7,5	7,3	9,8	10,5
Tasa de Empleo (al IV trim de cada año)	% de la Población	41,7	42,1	42,1	42,6	s/d	s/d
Tasa de Actividad (al IV trim de cada año)	% de la Población	46,4	46,1	45,6	46,0	s/d	s/d