



ECONOMÍA | MERCADO GLOBAL | DATOS

RECESIÓN ¿Y DESPUÉS?

A black and white photograph of a brick-paved path covered with fallen, dry leaves, serving as the background for the bottom half of the page.

INFORME DE COYUNTURA
MAYO 2024

INFORME DE COYUNTURA

MAYO 2024

Recesión ¿Y Después?

Luego de seis meses de gestión del presidente Milei, dos aspectos que caracterizaron al funcionamiento de la economía (aunque no los únicos) estarían atravesando un punto de inflexión. Por un lado, la actividad económica habría tocado fondo en algún momento entre marzo y abril. Por el otro, la inflación volvió a registros de un dígito en su comparación mensual tras el shock de los primeros meses. Mientras tanto, el modelo económico sigue en su fase experimental de implementación/transición, aunque se ha topado con algunos de sus límites "esperables" que obligaron al gobierno a recalcular su estrategia a futuro, y que iremos mencionando a lo largo del informe.

Si bien son destacables algunos avances en ciertos rubros macroeconómicos, y reconociendo el rasgo ambicioso de algunas de las propuestas, tanto las que están en marcha como algunas en agenda, es necesario remarcar que el plan económico todavía carece de viabilidad técnica como política, y arroja sombras sobre la sostenibilidad del mismo a mediano y largo plazo. Sus tres principales pilares jurídicos fundamentales (el DNU 70/23, la Ley Bases y el paquete fiscal) tienen un rumbo pero aún no han avanzado de manera significativa en el Congreso. La convivencia institucional con el resto de las fuerzas políticas no ha sido propicia para avanzar en algunos objetivos claros perseguidos por el gobierno, a lo que se suma el desarrollo de la política exterior que presenta áreas con deficiencias notorias.

Concretamente en lo económico, no hay un rumbo claro y plazos concretos para levantar el cepo, mucho menos, ir a una dolarización o más probable competencia de monedas, otra de las grandes promesas de campaña. Se avanzó en el mejoramiento del balance del BCRA y se logró acumular reservas, dos prerequisites anunciados por el gobierno. La liberalización de los precios tuvo que ser temporalmente pausada o revertida, como es el caso de las tarifas (servicios públicos, prepagas), para evitar que el sendero por el cual se desacelera la inflación no encuentre obvias resistencias.

Por último, el gran ajuste por el cual se pretende lograr consistencia fiscal, apelando a la doble estrategia de licuar el gasto y demorar pagos (y no poder bajar impuestos debido a la caída en la recaudación), comienza a mostrar algunas luces amarillas conforme el IPC se



está normalizando, disminuyendo las revoluciones de la licuadora, mientras que algunas partidas del presupuesto no pueden evitarse más y deben ser pagadas (transferencias a provincias, por ejemplo). A futuro, el sostenimiento del superávit fiscal dependerá de la capacidad del gobierno para controlar el gasto y aumentar los ingresos sin sacrificar el crecimiento económico, y en última instancia, el bienestar de la población. Las políticas de ajuste en obra pública, transferencias a provincias y jubilaciones han contribuido a este superávit, pero su prolongación permanente podría tener consecuencias de todo tipo, empezando por las políticas, lo que se traduce en gobernabilidad. Y lograr gobernabilidad es fundamental para cambiar el país en pocos meses como lo pretende el presidente.

Mayo también fue una muestra gratis de los problemas reales que forman parte de la cotidianidad argentina pero no de la agenda oficial: paros nacionales y movilizaciones sectoriales, conflictos provinciales, problemas energéticos, “nerviosismo financiero” y una mini corrida cambiaria, crisis políticas y recambios de gabinete, crisis diplomáticas, en un mundo cada vez más complejo y con riesgos globales crecientes; y hasta eventos climáticos, cada vez más potenciados por el calentamiento global (que el presidente insiste en negar) son un problema para el país: desde las lluvias e inundaciones de los meses previos al adelantamiento del “invierno” actual que estuvo detrás del “gas-gate”.

ACTIVIDAD ECONÓMICA

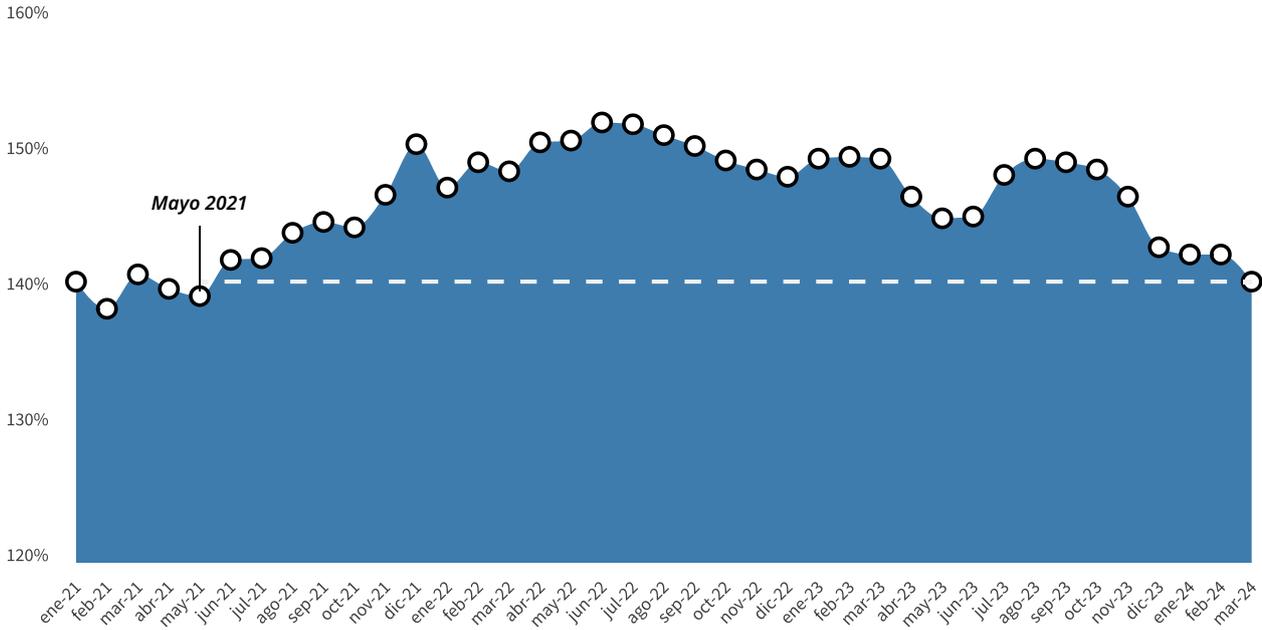
La actividad económica mostró señales de haber tocado fondo en marzo, con algunos sectores comenzando a recuperarse entre abril y mayo. La actividad medida por el Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) mostró para marzo una caída mensual del 1,4% en su medición desestacionalizada, convirtiéndose en el séptimo mes consecutivo en el que la economía no puede crecer con respecto al mes anterior. Esto tiene una implicancia más. Con el dato de marzo se puede afirmar que la economía entró técnicamente en recesión, al acumular dos trimestres consecutivos (desestacionalizados) a la baja. Esto no ocurría desde el comienzo de la pandemia.

Si bien la actividad económica se estaba contrayendo, se deterioró notablemente desde la asunción del Javier Milei, como consecuencia de la implementación de su plan económico, cuyos efectos negativos sobre el nivel de actividad la ubicaron en su nivel más bajo desde mayo de 2021 (Gráfico 1). Analizando la serie del EMAE original, en el primer trimestre de 2024 la contracción llega al 5,3%, caída que se moderaría conforme avancen los meses, pero sin lograr escapar a una baja de aproximadamente 3,7% para todo el año, según el pronóstico del REM de abril. Esto convertiría al 2024 como el peor año en materia de actividad desde 2009 (exceptuando 2020).



ACTIVIDAD ECONÓMICA MENSUAL (2022 - 2024)

Estimador Mensual de Actividad Económica - Desestacionalizado



Fuente: Elaborado por ElysiumConsultores en base a INDEC

Mirando hacia adentro del EMAE, se observa una cierta heterogeneidad para los datos acumulados al primer trimestre, que auguran una dinámica diferenciada que podría consolidarse con el tiempo. De los sectores que se encuentran en terreno positivo, los que se destacan son las ramas más vinculadas al sector primario y exportador: Agricultura, ganadería, caza y silvicultura; Pesca; y Explotación de minas y canteras, todas con subas que van del 5% al 11%. Estos sectores gozan de ciertos incentivos extras: el campo recuperándose luego de una importante sequía, el sector energético de la mano de Vaca Muerta y el sector minero en franca expansión. En segundo lugar, se ubican algunos sectores de servicios que mostraron subas moderadas (inferiores al 2%) vinculados a salud, educación, administración pública y defensa. Dichos sectores son más estables con respecto a los ciclos económicos.

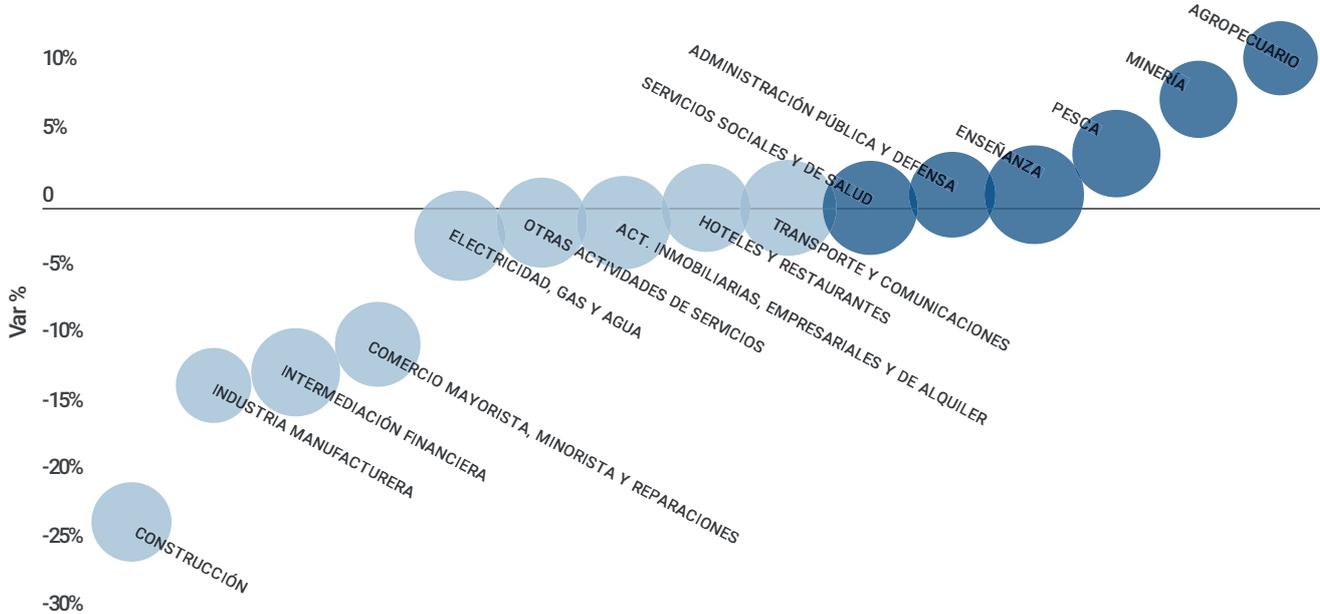
De los sectores que registraron bajas en el primer trimestre también hay dos grupos marcados. El primero, con aquellos sectores de servicios con bajas moderadas (transporte, comunicación, servicios públicos, hotelería, gastronomía), cuyas variaciones negativas alcanzan como máximo al 2,2%. Los cuatro sectores más perjudicados hasta el momento son Construcción (-23,3%), Industria manufacturera (-13,4%), Intermediación financiera (-12,5%) y Comercio (-10,8%), sectores de una gran magnitud que son suficientes para arrastrar al resto de la economía a la baja. Por citar un ejemplo, dichos sectores explican el 85% de la caída del EMAE en marzo.

Estos sectores, más vinculados al consumo interno, son más sensibles a la baja de los ingresos y del empleo. La reversión parcial de ambas dinámicas coincidirán con los primeros signos de reactivación de la demanda, que, sin embargo, esperamos que sea discreta y lenta.



ACTIVIDAD ECONÓMICA ACUMULADA POR SECTOR (PRIMER TRIMESTRE 2024)

Estimador Mensual de Actividad Económica - Variación % con respecto igual período del año anterior



Fuente: Elaborado por *ElysiumConsultores* en base a INDEC

Aunque abril mostró algunas mejoras en algunos índices sectoriales adelantados (en algunos casos subas, en otros, moderación en las contracciones), en mayo se corroboró dicha tendencia, aunque el consenso general entre los especialistas no es una salida de la crisis en forma de “V” como anhela el gobierno.

Si la recesión ha encontrado un piso, lo cual es una buena noticia, persiste la incertidumbre de cara a los próximos meses, en donde pocos elementos aparecen como candidatos a traccionar la tan mentada recuperación. A la situación mencionada del consumo privado, se le suma el fuerte recorte del consumo público (fundamentalmente obra pública y transferencias a provincias). De esta forma, en el horizonte sólo el sector externo y la inversión podrían impulsar inicialmente una recuperación, que dependerá en gran medida de las políticas fiscales y monetarias implementadas en los próximos meses, hoy en discusión. La liquidación de la cosecha gruesa (total o gran parte de ella) en términos comparativos, será otro factor dinamizador del segundo trimestre, y un punto a favor para el gobierno ya que se trata de una campaña “normal” frente la de 2023, fuertemente afectada por la sequía (al menos le garantiza un buen piso de comparación en términos estadísticos).

INFLACIÓN

La Argentina viene experimentando una inflación creciente desde la salida de la convertibilidad y persistentemente alta comparada con el resto de los países de la región. A punto tal que en muchas oportunidades nuestra inflación mensual equivale a la anual de nuestros vecinos.

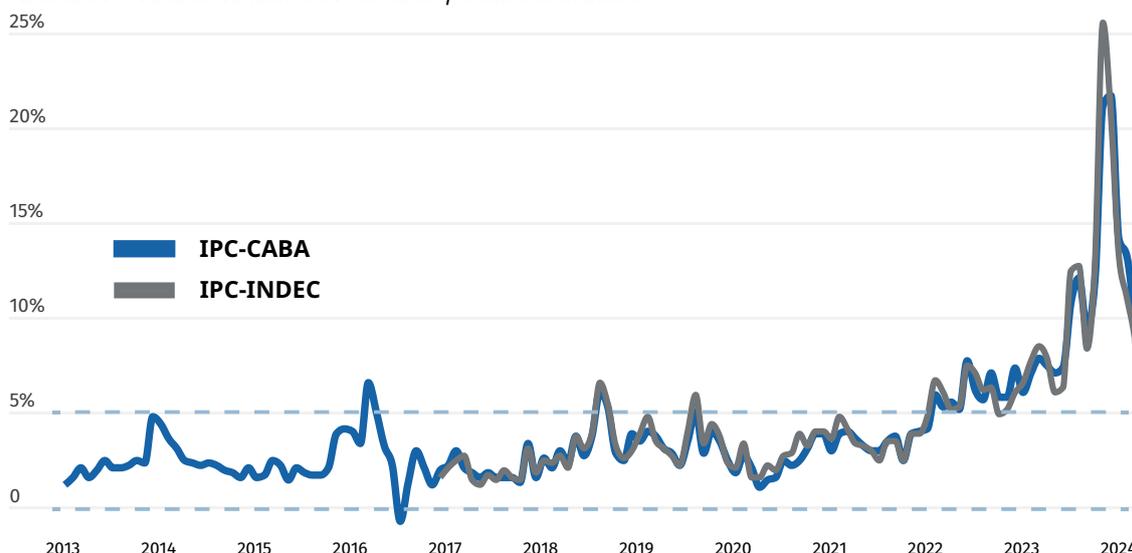


La Argentina tiene una triste y larga historia al respecto, no tan alejada en el pasado a lo sucedido en el resto de Latinoamérica, que nos hizo más tolerantes a niveles de inflación medios/altos, quedando por momentos relegada de los principales problemas económicos de la agenda cotidiana.

El siguiente gráfico ilustra las variaciones del IPC de manera mensual en la última década¹. Salvando algunas excepciones, los precios para todo el periodo analizado oscilaron entre el 1% y el 5%, lo que arroja un promedio mensual de 3,9% y de 2,7% si acortamos el periodo hasta 2021. A partir de 2022 el crecimiento de los precios se aceleró y se estabilizó en un escalón superior que tiene como piso un nivel de 5% mensual y que culmina con la etapa actual, inaugurada a partir de las PASO del año pasado. Desde ese momento pasaron apenas 10 meses, donde en sólo tres oportunidades los precios se ubicaron por debajo del 10% dando por hecho que el IPC de mayo arrojará un valor en torno al 5%/6%).

INFLACIÓN MENSUAL TOTAL PAÍS Y CIUDAD DE BUENOS AIRES (2013/2024)

Indice de Precios al Consumidor. Variación porcentual mensual



Fuente: Elaborado por *ElysiumConsultores* en base a INDEC e DGEYSYC-CABA.

Ahora bien, el último dato publicado por INDEC indica que la inflación volvió a desacelerarse por cuarto mes consecutivo (desde el pico del 25,5% de diciembre), con una variación mensual de 8,8. Es la primera inflación de un dígito de la actual gestión y la más baja de los últimos 6 meses. La inflación interanual se ubicó en 289,4% y acumula un 65% en el primer cuatrimestre del año. Mirando la dinámica por rubros y categorías, los bienes subieron 6,3% vs 16,5% registrado por el rubro servicios. A su vez, al desagregar por categorías se destaca que los precios regulados crecieron 18,4% de manera mensual, los estacionales 9,9%, mientras que la inflación núcleo se ubicó en 6,3%, el registro más bajo de los últimos 15 meses.

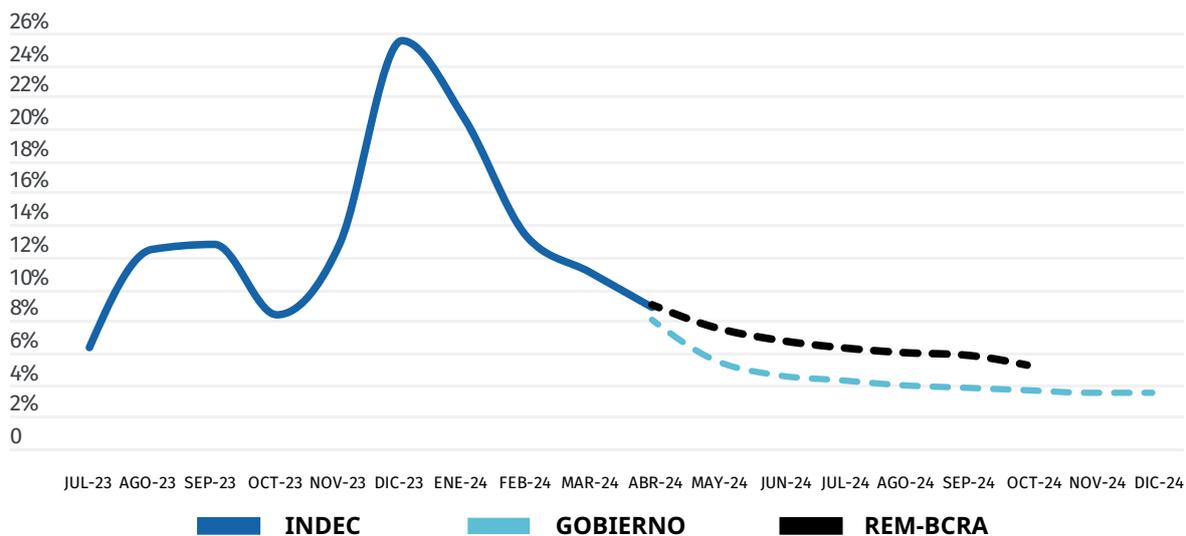
1. Se utilizó el IPC-CABA cuya serie empalmada comienza en 2012, mientras que la del IPC-INDEC arranca en 2017. Si bien ambas series pueden diferir en algunos meses, a largo plazo muestran un grado de correlación del 98%.



Los datos hablan por sí solos y ponen en evidencia que, más allá del carácter generalizado del fuerte incremento de la inflación generada por el proceso de corrección de precios relativos llevado a cabo por el gobierno, esta situación ha sido impulsada principalmente por aumentos en tarifas reguladas, tales como el gas, agua y electricidad, pero también por la importante desregulación en rubros tales como prepagas, combustibles, transporte, etc. De cara al futuro, el escenario más probable que ve el gobierno y que compartimos con otros especialistas es que se mantenga la desaceleración de los precios en los próximos meses. Actualmente los precios corren al 289% de manera interanual y la proyección oficialista se ubica en 125% a fin de año, mientras que el REM arroja un promedio de 161%, valores similares a los de noviembre de 2023. Por escenario más probable entendemos una situación cambiante en donde los factores que han contribuido a la escalada de la inflación, tendrán menos peso frente a factores que actualmente están contribuyendo a la baja.

INFLACIÓN MENSUAL OFICIAL Y PROYECCIONES (2023/2024)

Indice de Precios al Consumidor. Variación porcentual mensual



Fuente: Elaborado por ElysiumConsultores en base a INDEC, MECON y REM-BCRA.

Primero y lo más evidente, es la fuerte caída de la economía y los ingresos de las familias. Segundo, la estabilidad del dólar oficial (si se sostiene la pauta mensual del 2%) y los financieros. Tercero, la ralentización o directamente pausa voluntaria de las subas en tarifas, liberación de precios de algunos bienes y servicios. Cuarto, una mayor apertura comercial. Quinto, las expectativas aún favorables a un contexto de desinflación en donde el gobierno, no sin dificultad, podrá llevar a cabo su política económica. Sin embargo, la fragilidad con la que las variables económicas se comportan en un contexto cambiante como el actual, sumado a los problemas políticos que seguirá teniendo el gobierno para imponer su agenda, sugieren que ahora viene la parte más difícil, dado que hasta el momento gran parte de los resultados en materia de precios representan volver a la situación previa a la asunción de Milei.



Algunas situaciones que podrían amenazar dicho proceso: el efecto de algunos precios indexados, una corrección del dólar, la reanudación de la quita de subsidios y desregulación de precios, la recuperación del nivel de actividad abrirá las puertas a recomposiciones salariales. ¿Salir del CEPO? Regresar al escalón de los precios previos al 2022 y no morir en el intento es el principal desafío actual. Lograr un descenso de la inflación controlado y sostenido en el tiempo, sería el primer logro.

INGRESOS Y EMPLEO

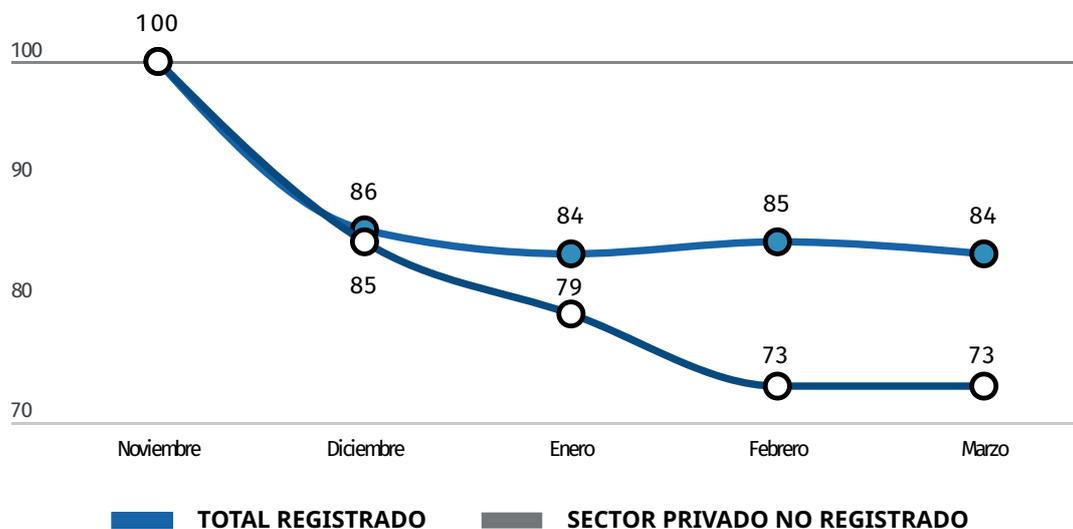
La caída de los ingresos y el aumento del desempleo es un aspecto a seguir, no solo por sus obvias consecuencias en materia económica, sino porque afecta la calidad de vida y la estabilidad social. El contexto recesivo inevitablemente condujo a un aumento del desempleo en términos generales y un marcado deterioro de los indicadores laborales.

Empezando por los ingresos, los salarios de la población ocupada cayeron en los últimos meses independientemente de la fuente que analice (RIPTE, SIPA, INDEC, Convenios). El Índice de Salarios elaborado por INDEC, con datos a marzo, arroja una caída acumulada del ingreso total registrado de 15% en términos reales, tomando como base=100 a noviembre de 2023. La misma medición para trabajadores informales arroja un 27%.

Por su parte, la población no ocupada también ha sufrido las consecuencias de la escalada inflacionaria, empezando por los jubilados y pensionados que en estos meses debieron cargar sobre sus espaldas una importante parte del ajuste y sufrir en promedio (varía según cobren la mínima + bono, o varias mínimas) un recorte de cerca de 25 puntos frente a igual período de 2023. Completan el cuadro, otros ingresos de las familias que también cayeron de manera real, como programas sociales y otras transferencias específicas.

SALARIO REAL REGISTRADO TOTAL Y SECTOR PRIVADO NO REGISTRADO (NOV 2023/MAR 2024)

Base 100 = noviembre de 2023



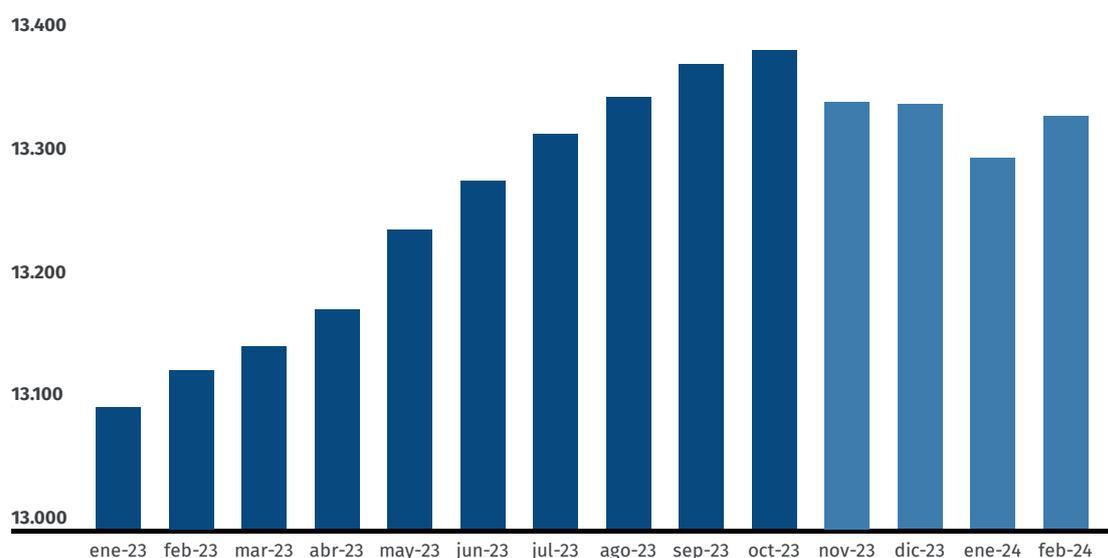
Fuente: Elaborado por ElysiumConsultores en base a INDEC



La crisis también ha llevado a un aumento en los despidos y suspensiones en varios sectores. La recesión económica ha afectado gravemente al empleo en sectores claves como industria, comercio y construcción, y más allá de las implicancias económicas, estamos hablando. La cantidad de personas ocupadas registradas (SIPA) se redujo en los últimos meses, en este caso apenas un 0,4% desde el pico de octubre. Analizando otras fuentes, como por ejemplo la Encuesta de Indicadores Laborales (EIL), la caída neta del empleo acumulada entre noviembre de 2023 y marzo de 2024 fue de 1,4%. Como dato adicional, la caída registrada por esta encuesta para el mes de marzo, es la más baja desde 2002 y comparables a lo registrado en 2009 y 2020.

PERSONAS CON TRABAJO REGISTRADO. TOTAL PAÍS (2023/2024)

Serie Desestacionalizada. Totales en miles.



Fuente: Elaborado por *ElysiumConsultores* en base a SIPA

POLÍTICA FISCAL

En materia de política fiscal, el programa de gobierno tiene enfoque en equilibrar las cuentas públicas, acomodando el gasto a niveles absorbibles por la recaudación, y con la clara convicción de revertir la utilización de la emisión monetaria como herramienta para financiar déficit fiscal.

En los primeros 4 meses del año, se logró mostrar resultados de superávit en forma continuada, algo que no se alcanzaba desde el año 2008, mientras que el último en forma no continuada desde 2012. Estos, fueron bien recibidos por los mercados, con caída del riesgo país y la consecuente suba en el precio de los bonos soberanos, mostrando desde el ejecutivo un sendero consistente y coherente con su decisión de corregir los desequilibrios fiscales y monetarios. No obstante, existen dudas en relación a su sostenibilidad. La continuidad de la política fiscal en equilibrio, depende en el corto plazo en gran parte de la suerte del paquete fiscal enviado al congreso de la nación, que ya cuenta con media sanción



en diputados y dictamen en senado, pero que parece estar todavía sujeto a modificaciones y sin los votos garantizados para aprobarse. Los puntos principales del proyecto, desde una mirada recaudatoria, pasan por el blanqueo de activos y la moratoria impositiva, esto en el corto plazo, ya que se estipula en el texto el pago de impuestos en escalas por etapas, con mayores incentivos para quienes “entren antes”. También, el proyecto plantea el regreso al universo de contribuyentes alcanzados por el impuesto a las ganancias a los trabajadores en relación de dependencia, dentro de la 4ta categoría, lo que proporcionaría mayores ingresos por recaudación, con flujo mensual por las retenciones que el empleador estaría obligado a realizar al liquidar salarios.

Con este panorama, dependerá de lo que suceda con la mencionada ley para entender si el gobierno será capaz de seguir sosteniendo el equilibrio fiscal a través de mayores ingresos tributarios, ya que, de no prosperar, podrá leerse como incapacidad para alcanzar consensos políticos y lograr cambios estructurales, siendo difícil también pensar en la continuidad de los ajustes, ya que no queda casi lugar ni partida en dónde aplicarlos, en un contexto de fuerte caída de la actividad y salarios.

A continuación, hacemos un análisis desglosado de la ejecución de gastos realizada entre diciembre y abril, para luego abordar la recaudación.

Ejecución de gastos

El ajuste del gasto público llevado a cabo por el presidente Javier Milei, es sin duda significativo y con pocos precedentes en la historia de nuestro país. La principal explicación del resultado fiscal, está en el “achicamiento” de las erogaciones del estado, con incremento en la recaudación en términos reales (tomando datos de mayo) en ganancias y una merma en impuestos ligados a la actividad, como consecuencia principalmente de la recesión económica. El resultado primario acumulado de los primeros cuatro meses del año 2024 representó el 16,8% de los ingresos (\$4.133.256 millones de pesos), mientras que el resultado financiero, luego del pago de intereses fue de 4,68%, ambos positivos luego de más de 10 años.

Las principales variaciones negativas y en términos nominales, analizando el primer trimestre del año en curso, se observan entre enero 2024 y diciembre 2023 en Prestaciones Sociales (-14,03%), dentro de las cuales se encuentra como concepto más relevante Jubilaciones y Pensiones (-53,72%), subsidios económicos (-63,84%), siendo relevantes energía (+171,55%) y transporte (58,02%), los gastos de funcionamiento, entre los cuales se encuentran los salarios (-27,47%), transferencias corrientes a provincias (-78,99%), transferencias a universidades (-60,36%) y gastos de capital (-75%). De esta manera, el resultado financiero pasó de -\$2.400.353 millones de pesos en diciembre de 2023 a \$518.408 millones de pesos en enero de 2024, con el gasto primario total descendiendo en 33 puntos porcentuales.



Si se analiza el mes de febrero respecto a enero, y marzo en relación a febrero, se observa una recuperación en la ejecución de partidas, pero con un ajuste que, si bien se modera, persiste. Al final, tomando la variación entre abril (el último mes cerrado con datos oficiales al momento de la confección del informe) y diciembre, vemos que el Gasto Primario total creció un 4,97%, muy por debajo de la inflación del período, con caídas de -32.6% en jubilaciones y -77% en transferencias corrientes a provincias. Algunas partidas crecieron, como educación (+47,64%), subsidios al transporte (+80,7%) y energía (+1853%). Para el resto, el crecimiento entre abril y diciembre fue porcentualmente por debajo de la inflación del mismo período, por lo que en términos reales se ajustaron.

Es importante hacer foco en algunas partidas cuyas variaciones dificultan la sostenibilidad de la tendencia, como el caso de las transferencias corrientes y de capital a provincias y municipios, que pasaron a representar sobre el gasto primario total del 4,8% en diciembre 2023 al 1% en 2024 (acumulado 1er cuatrimestre). La importancia es por razones políticas, ya que este ajuste recae en los gobernadores de las provincias, quienes contabilizan en sus presupuestos los fondos recortados, y tienen peso en el senado para negociar la aprobación del paquete fiscal y la ley BASES. Es difícil pensar que pueda sostenerse el ritmo de ajuste hacia estas. Mismo análisis para los casos de remuneraciones y prestaciones de la seguridad social, con caídas significativas que afectan de manera directa el poder adquisitivo de empleados, jubilados y pensionados. Por otra parte, mencionamos que los intereses netos descendieron entre diciembre de 2023 y el primer cuatrimestre de 2024 un 39,48%, síntoma de la licuación de pasivos y el alargamiento de plazos de pagos.

Recursos

Por el lado de los ingresos del estado, la recaudación de los primeros 5 meses de 2024 fue de \$44.718.920 millones (al cierre del informe AFIP publicó la recaudación de mayo), creciendo respecto al mismo período de 2023 un 341%. Entre el mes de enero del corriente año y diciembre de 2023, la recaudación general creció un 31,95%, explicada por crecimientos en ingresos por impuesto al valor agregado de 37%, impuesto solidario (PAÍS) 50%, impuesto por ley 25413 (débitos y créditos) 8,4%, seguridad social 54%, mientras que el impuesto a las ganancias varió -2,34% y bienes personales -78,4%. Por el lado de los recursos aduaneros, sumando derechos de exportación e importación, el crecimiento mes contra mes fue de 62,7%. La intención de mostrar lo ocurrido entre los dos primeros meses de gestión luego del cambio de gobierno, para los principales impuestos, es la de evidenciar que el primer superávit de gestión, de enero, fue producto de una combinación entre un importante ajuste en las partidas de gastos, con una recaudación que se mantuvo en crecimiento traccionada en parte por impuestos transitorios, como el impuesto PAIS.



TABLA 1: RECAUDACIÓN TRIBUTARIA SEGÚN CONCEPTO (1º CUATRIMESTRE DE 2024)				
CONCEPTO	\$	%	ACUM%	VAR.% ABR/DIC
IVA Bruto 2/	\$11.729.765,90	34,50%	34,50%	58,62%
SEGURIDAD SOCIAL	\$9.295.118,61	27,34%	61,85%	77,21%
Ganancias	\$4.419.977,17	13,00%	74,85%	19,37%
Comercio Exterior	\$2.617.023,62	7,70%	82,55%	0,47%
Impuesto Solidario (PAIS)	\$2.250.265,94	6,62%	89,17%	63,69%
Cuentas Corrientes Ley 25413	\$2.246.915,17	6,61%	95,78%	43,23%
Internos	\$741.828,96	2,18%	97,96%	41,62%
Combustibles Total	\$336.990,39	0,99%	98,95%	156,71%
Bienes personales	\$206.038,91	0,61%	99,56%	-46,93%
Monotributo - Recursos Impositivos	\$48.200,98	0,14%	99,70%	190,26%
Ganancia mínima presunta	\$4.934,40	0,01%	99,71%	-115,46%
Tasas Aduaneras	\$17,14	0,00%	99,71%	-12,02%
Resto	\$97.687,90		100%	

Fuente: Elaborado por **ElysiumConsultores** en base a AFIP

Entre abril y diciembre, la variación en la recaudación fue de 48,1%, donde observamos:

- Los primeros 6 impuestos representan más del 95%.
- Impuesto PAIS + Ley 25.413 suman el 13,2% del total de la recaudación, siendo ambos transitorios y de emergencia.
- El Impuesto PAIS representó en el primer cuatrimestre apenas 1 punto porcentual menos que lo recaudado por comercio exterior (derechos de exportación e importación). A su vez, creció más de 1200% entre enero 2024 y enero 2023.
- El peso relativo del impuesto PAIS sobre el total de la recaudación, pasó de un promedio de 3% entre enero y noviembre de 2023 al 4,9% en diciembre del mismo año, mientras que en el primer cuatrimestre de 2024 alcanzó el 6,6%, lo que permite observar el aporte para el 1º cuatrimestre de \$2.250.266 millones, y haciendo que sea más difícil la liberación del cepo cambiario.
- El promedio de variación de los 3 impuestos más importantes (74,8% del total) entre abril y diciembre fue de 51,3%.

En materia de política fiscal, en conclusión, se mantuvo en los primeros meses de 2024 un fuerte ajuste del gasto público, cuyo gasto primario total creció apenas un 4,97%, con incremento para el mismo período de la recaudación de 48%, explicando el superávit del período. En mayo, se mantuvo la tendencia recaudatoria a excepción de ganancias, con una recaudación por dicho impuesto de \$5.511.952, un 426% superior a diciembre de 2023, y 585,7% respecto a mayo del año anterior, con crecimiento en términos reales.



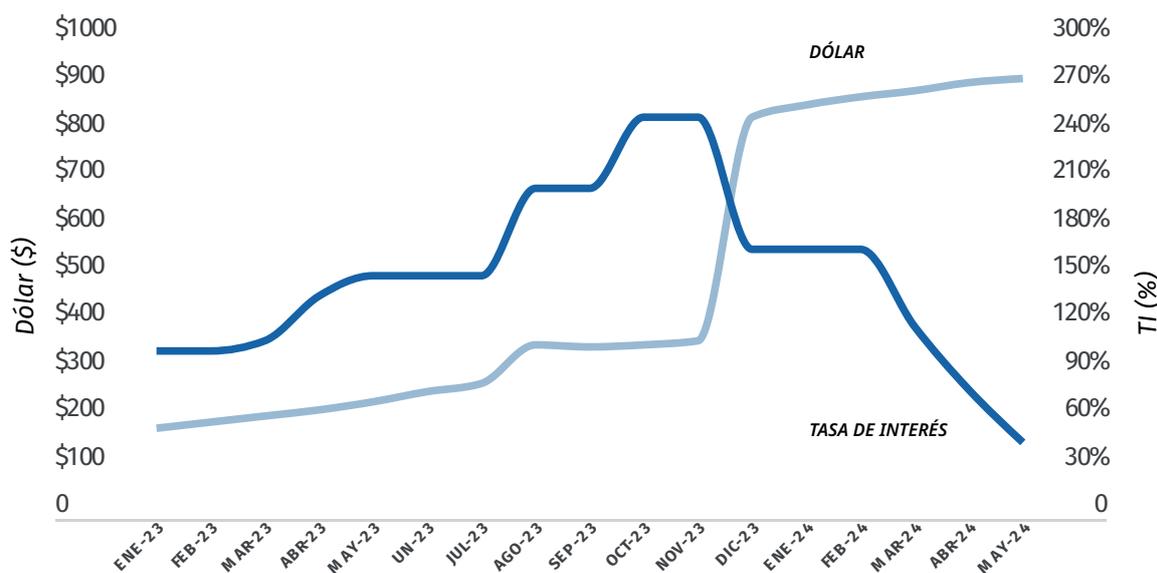
Hacia adelante, es difícil pensar en mayores ajustes sobre remuneraciones, jubilaciones y pensiones, fondos para universidades y transferencias a las provincias sin conflictos sociales y políticos. De aprobarse la ley BASES y el paquete fiscal, el gobierno podría encontrar oxígeno a través del blanqueo y el aporte del impuesto a las ganancias de 4ta categoría, no obstante, los próximos meses serán difíciles de maniobrar y con múltiples frentes abiertos en materia no sólo fiscal, sino cambiaria, en dónde vislumbramos una mayor necesidad del ejercicio de la política para lograr consensos e inversiones.

POLÍTICA MONETARIA Y CAMBIARIA

La tasa de política monetaria se movió desde diciembre en forma descendente, situándose a fines de mayo en 49,15% efectiva anual, 205 puntos menos respecto a diciembre. Esto constituye una de las apuestas más fuertes del gobierno en materia de política económica, ya que el movimiento de tasa de interés desde su asunción es antagónico al crecimiento del tipo de cambio, con una inflación que se aceleró entre diciembre y enero para luego comenzar a ceder.

EVOLUCIÓN DEL DÓLAR MINORISTA (\$) Y TASA DE INTERÉS (%) - PERÍODO 2023/2024

Tasa de política monetaria (Tasa efectiva anual) y Tipo de cambio minorista (promedio)



Fuente: Elaborado por Elysium Consultores en base a BCRA.

Como se observa en el gráfico, a diferencia de lo que podría indicar cualquier manual clásico de economía, se bajó la tasa de política monetaria fijándose negativa (en términos reales), mientras el tipo de cambio real y nominal creció. El objetivo, con buenos resultados hasta el momento, fue el de “licuar” deuda del BCRA y en simultáneo “sanear” su balance, siendo la contrapartida el paso de pasivos del BCRA al tesoro.

En términos de reservas, las mismas crecieron entre fines de noviembre y fines de mayo un 35,69%, pasando de u\$d 21.513 millones a u\$d 29.191 millones, siendo uno de los puntos más



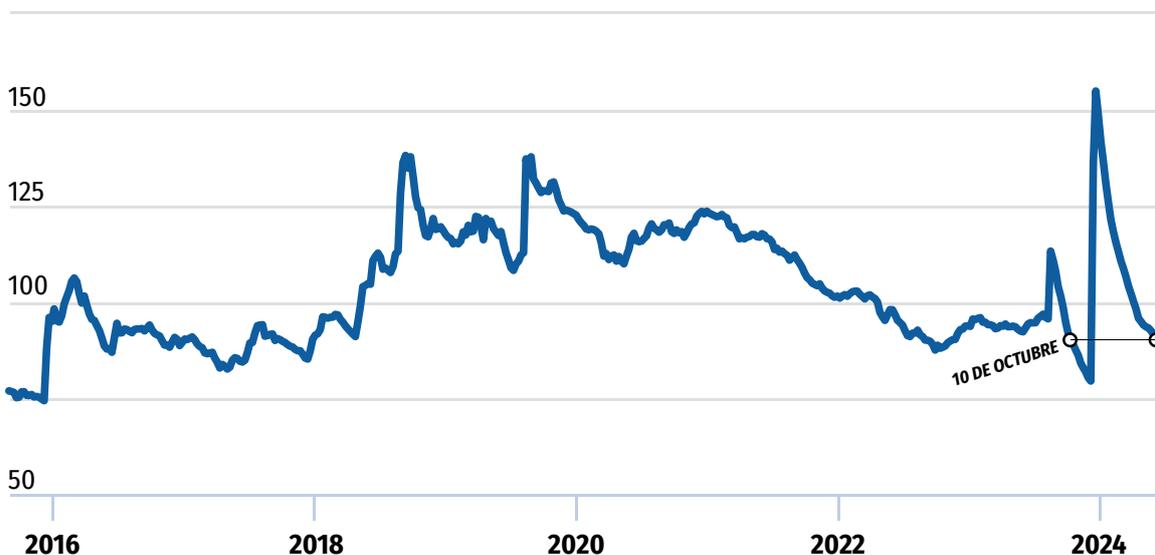
importantes su reconstrucción, no obstante, debemos advertir las menores erogaciones por pago de importaciones por caída de actividad, y la cancelación de compromisos en cuatro tramos de 25% de las nuevas compras de empresas a proveedores del exterior. A pesar de esto, entendemos que el camino del gobierno de acumular reservas es correcto y necesario.

Las liquidaciones de divisas de los industriales oleaginosos y los exportadores de cereales, acumulan en 2024, entre enero y abril (último dato de CEC), u\$d 9045,4 millones, un 4,28% menos respecto al mismo período de 2023, año de sequía histórica, y -40,9% respecto a igual período de 2022. Ponemos atención en la liquidación del sector agropecuario por la importancia en materia de generación de divisas en un contexto en el cual, el gobierno manifiesta su intención de sostener un crawling peg de 2% mensual frente a una inflación que se estima para mayo entre 7 y 8 puntos porcentuales según el relevamiento de expectativas de mercado (REM). Las liquidaciones del mes de abril del corriente año, resultaron un 21,57% menores respecto al mismo mes del año anterior (de sequía), y casi un 40% si tomamos también abril, pero de 2022 (año récord).

Uno de los frentes que tiene actualmente el gobierno está entonces en el cambiario, ya que como se puede observar en los números, la tendencia es de una liquidación de divisas menor a la esperada, siendo evidente que el dueño del activo agropecuario está observando el tipo de cambio real, que subió con la devaluación en shock llevada adelante en el mes de diciembre, pasando el tipo de cambio nominal de \$390 a \$832 por dólar, ganando competitividad y generando incentivos, pero que, a partir de la utilización del tipo de cambio como ancla de expectativas, con un ritmo de devaluación mensual de 2%, fue perdiendo esa competitividad, llegando actualmente a niveles de octubre del año 2023.

EVOLUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO REAL MULTILATERAL - 2016/2024

Base 100 = 17 de diciembre de 2015



Fuente: Elaborado por ElysiumConsultores en base a BCRA.



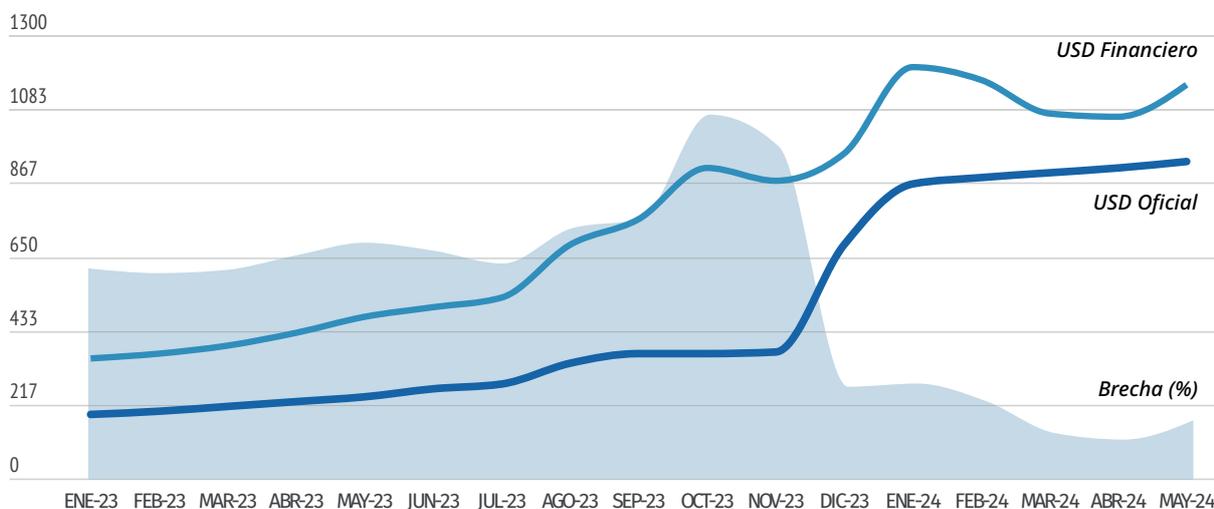
Si el tipo de cambio real es o no competitivo, merece un estudio aparte, pero lo que debe analizarse es que es muy difícil que las variables inflación y tasa de interés efectiva mensual converjan en el sendero del 2% que plantea el gobierno. Esto último, es lo que mira el mercado y se traduce en el crecimiento de la brecha cambiaria, y lo que también analiza el productor agropecuario, esperando liquidar en el corto plazo a un tipo de cambio mayor y con mejores precios. Por lo tanto, la política cambiaria está también en cierta forma sujeta a la aprobación del paquete fiscal y la ley BASES, que implicaría un ingreso mayor de divisas por vía de blanqueo e inversiones.

En materia de balance del banco central, dos consideraciones. Por un lado, entre enero y mayo de 2024, se observa un cambio en la relación entre la utilización de los instrumentos financieros Letras y Notas en moneda extranjera, siendo al 7 de enero de 97,7% Letras y 2,3% Notas, mientras que al 23 de mayo la relación finalizó en 8% Letras y 92% Notas. La diferencia es el horizonte de inversión, siendo las Letras de corto plazo, menores a un año, mientras que las Notas tienen un horizonte de mediano y largo.

A pesar de ser esto una correcta gestión desde el punto de vista financiero, alargando los períodos, se debe mencionar que estos instrumentos en moneda extranjera crecieron entre mayo y principios de enero un 312% (pesificado). Al analizar Letras y Notas diferenciando entre instrumento de moneda nacional y extranjera, entre el 7 de enero y el 23 de mayo del corriente año, observamos que la relación \$/u\$d sobre el total pasó de un 92,7% en moneda nacional en los inicios de enero, y un 7,3% en moneda extranjera, a 73,5% y 26,4% respectivamente, lo que evidencia una tendencia hacia la dolarización de los pasivos en la entidad monetaria.

EVOLUCIÓN DEL DÓLAR OFICIAL, FINANCIERO Y BRECHA (%) - 2023/2024

Dólar CCL, Dólar promedio minorista y brecha expresada en % sobre el dólar oficial

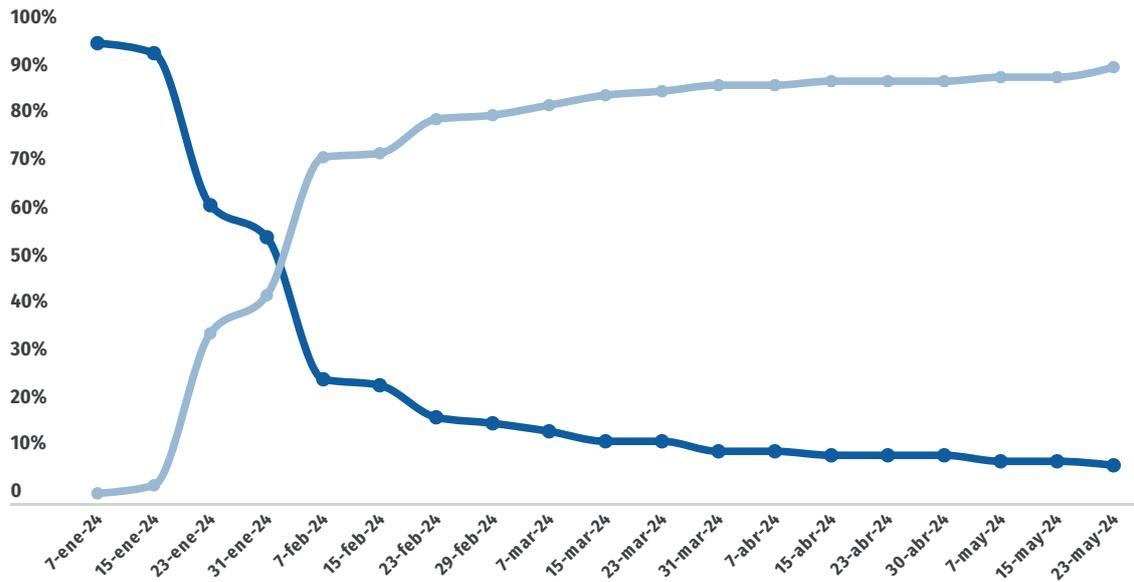


Fuente: Elaborado por *ElysiumConsultores* en base a BCRA.



EVOLUCIÓN DE LETRAS Y NOTAS DEL BCRA - AÑO 2024

Expresadas en participación % sobre el total (ME)



Fuente: Elaborado por ElysiumConsultores en base a BCRA.

Hacia adelante, es importante observar cómo evoluciona la liquidación de divisas del sector agropecuario y lo que suceda en el senado con la ley BASES y el paquete fiscal. A su vez, con la persistencia de los subsidios económicos y la probable modificación del esquema de actualización de ingresos a jubilados y pensionados, entendemos que la desaceleración inflacionaria puede encontrar un piso mayor al 2% mensual que el gobierno establece y defiende como crawling peg, limitando la posibilidad de convergencia de variables en ese sendero.

COMERCIO EXTERIOR

En abril de 2024, las exportaciones argentinas totalizaron 6.527 millones de dólares, evidenciando un incremento del 10,7% en comparación con el mismo mes del año previo. Este crecimiento se debe principalmente a un aumento del 21,6% en las cantidades enviadas al exterior, pese a una reducción del 9,0% en los precios. En términos desestacionalizados, las ventas al exterior registraron un incremento del 1,0% y una mejora del 1,9% en la tendencia-ciclo respecto a marzo de 2024.

El análisis sectorial muestra un rendimiento notable en los productos primarios (PP), que subieron un 53,8% hasta alcanzar los 1.557 millones de dólares, impulsados por un aumento del 58,2% en las ventas de cereales. Las manufacturas de origen agropecuario (MOA) también crecieron, aunque a un ritmo más moderado del 4,3%, sumando 2.391 millones de dólares. En contraste, las manufacturas de origen industrial (MOI) experimentaron una baja significativa del 15,7%, situándose en 1.635 millones de dólares.



Por otro lado, las importaciones argentinas disminuyeron un 22,7% en abril de 2024, totalizando 4.708 millones de dólares. Tanto las cantidades adquiridas como los precios mostraron descensos del 16,4% y 7,7%, respectivamente. En términos desestacionalizados, las compras en el exterior decrecieron un 0,4% y la tendencia-ciclo se redujo un 2,8% en comparación con marzo de 2024. El descenso más pronunciado se registró en combustibles y lubricantes (CyL), con una caída del 58,9% debido a una reducción del 66,8% en las cantidades compradas.

La balanza comercial de abril mantuvo un saldo positivo de 1.820 millones de dólares, continuando la tendencia favorable observada desde diciembre de 2023 y acumulando un superávit de 6.157 millones de dólares en el primer cuatrimestre del año. Al considerar los valores FOB, el saldo de abril resultó superavitario en 2.057 millones de dólares.

El comercio internacional de Argentina en abril de 2024 reveló que el 77,5% de las exportaciones tuvieron como destino China, el USMCA (EE.UU., México y Canadá), la Unión Europea y el Mercosur. Las ventas a China disminuyeron un 21,0% en comparación con abril de 2023, mientras que los envíos al Mercosur representaron el 32,3% del total, con un aumento del 12,3% en el valor unitario.

En términos de sectores específicos, las exportaciones de productos derivados del cultivo de soja registraron un superávit de 1.237 millones de dólares. En contraste, el sector automotriz presentó un déficit de 324 millones de dólares. El capítulo 27, que incluye combustibles, aceites y ceras minerales, mostró un saldo positivo de 580 millones de dólares, revertiendo el déficit de 50 millones de dólares del año anterior.

El comercio con el Mercosur resultó en un déficit de 115 millones de dólares, con Brasil como principal socio comercial. Con la Unión Europea, se registró un déficit de 247 millones de dólares, mientras que el intercambio con China mostró un saldo negativo de 339 millones de dólares.

PANORAMA INTERNACIONAL

A inicios de 2024, el comercio mundial ha enfrentado importantes interrupciones debido a factores geopolíticos y climáticos que han impactado dos de las rutas marítimas más relevantes del planeta: el Canal de Suez y el Canal de Panamá. Los ataques en el Mar Rojo y la sequía en Panamá han disminuido el tráfico en estos canales en un 50% y 32%, respectivamente, perturbando las cadenas de suministro y afectando indicadores macroeconómicos esenciales.



La situación en el Canal de Suez, por donde circula el 15% del comercio marítimo internacional, ha obligado a los barcos a desviarse alrededor del Cabo de Buena Esperanza, incrementando los tiempos de entrega y los costos logísticos. Según datos de PortWatch, el volumen de intercambio que rodea el Cabo de Buena Esperanza ha aumentado un 74%, mientras que las escalas portuarias en África subsahariana disminuyeron un 6.7%, y en la Unión Europea, Oriente Medio y Asia Central, un 5.3% en enero y febrero de 2024. Estas alteraciones reflejan los efectos de los tiempos de envío más prolongados y la redistribución del tráfico marítimo.

Además, la sequía en el Canal de Panamá ha llevado a restricciones en el cruce diario de embarcaciones, resultando en una caída considerable del intercambio a través del canal. Estas disrupciones podrían generar presión inflacionaria debido a los mayores costos de envío, afectando tanto a las estadísticas oficiales de importaciones y exportaciones como a los ingresos fiscales de países de bajos recursos que dependen de aranceles de importación.

Por otra parte, la escalada del conflicto entre Irán e Israel, con la posible intervención de Estados Unidos, plantea serias amenazas para la economía internacional debido a la posible interrupción del suministro de petróleo. La región del Golfo Pérsico es crucial para la energía mundial, con el 48% de las reservas probadas de petróleo y el 33% de la producción mundial. El Estrecho de Ormuz, por donde pasa un quinto del suministro mundial de petróleo, es un punto crítico cuyo bloqueo podría tener graves repercusiones económicas.

Los precios del petróleo ya han mostrado volatilidad, aumentando al inicio del conflicto, aunque cerrando por debajo de los 85 dólares por barril. Esta fluctuación tiene implicaciones directas en los costos de producción y la logística internacional, así como en las inversiones en proyectos petroleros en países como Argentina. La Organización Mundial del Comercio ha advertido sobre los efectos de los conflictos geopolíticos en el intercambio exterior, destacando la importancia estratégica de regiones como el Medio Oriente y el Canal de Suez.

La respuesta del sector privado a estas presiones incluye la reconfiguración de las cadenas de suministro, la evaluación de la exposición a puntos conflictivos geopolíticos y el desarrollo de nuevas fuentes de ingresos. Las empresas están trasladando producción fuera de China y reconsiderando estrategias de innovación y retirada de ciertos mercados. Este entorno de incertidumbre geopolítica y económica, exacerbado por la guerra en Ucrania y las tensiones en Medio Oriente, ha llevado a un resurgimiento del proteccionismo y la intervención estatal en la economía internacional.



Por último, el reciente aumento de aranceles por parte del gobierno de Estados Unidos sobre productos clave provenientes de China, anunciado el 14 de mayo de 2024, representa un momento crucial en la prolongada disputa comercial entre las dos principales economías mundiales.

Implementada por Katherine Tai, la Representante Comercial de Estados Unidos, esta medida forma parte de la revisión de la "Sección 301" de la Ley de Comercio de 1974, con el propósito de frenar el avance tecnológico de China y proteger los intereses económicos y tecnológicos de Estados Unidos.

El nuevo esquema arancelario incluye incrementos sustanciales en sectores estratégicos: las tarifas a las baterías de vehículos eléctricos subirán del 7.5% al 25%, los minerales críticos importados desde China experimentarán aumentos similares, y el acero y el aluminio verán sus aranceles subir hasta el 25%. Además, los aranceles sobre paneles solares aumentarán del 25% al 50%, los semiconductores enfrentarán un incremento hasta el 50%, y los vehículos eléctricos tendrán el arancel más alto, alcanzando el 102.5%. Estos aumentos, considerablemente superiores al arancel promedio del 3.3% aplicado a productos industriales, reflejan una postura proteccionista sólida destinada a proteger sectores industriales clave y fomentar la reindustrialización interna.

En relación a los motivos detrás de esta medida, se destacan varios aspectos. Primero, el avance tecnológico de China, particularmente en la producción de vehículos eléctricos, donde supera a competidores como Tesla y fabricantes europeos tradicionales. Según Rhodium Group, los fabricantes chinos dominan el mercado europeo de vehículos eléctricos, ofreciendo productos de alta calidad a precios competitivos.

Asimismo, la política interna y la reindustrialización de Estados Unidos se ven afectadas por la competencia china, que ha exacerbado la desigualdad en la distribución del ingreso y el empleo. En respuesta, Estados Unidos ha implementado políticas como la Ley de Reducción de la Inflación (IRA) y la Chips and Science Act, que incluyen subsidios para fomentar la producción nacional y reducir la dependencia de importaciones.

Además, el desequilibrio económico de China, con una inversión que representó el 42% del PIB en 2022 frente a un promedio mundial del 26%, obliga a esta nación a exportar su producción excedente, generando superávits comerciales que corresponden a déficits en otros países. Diversos economistas destacados argumentan que este desequilibrio crea una dependencia excesiva de China en las exportaciones, exacerbando las tensiones comerciales globales.



Finalmente, la competencia sistémica y la seguridad nacional son cruciales en el contexto de la reindustrialización. Las capacidades industriales tienen usos tanto civiles como militares, y la producción nacional puede ser reconvertida para fines bélicos en situaciones de conflicto. Las medidas arancelarias buscan asegurar la resiliencia y la seguridad de la cadena de suministro estadounidense, permitiendo al gobierno dirigir la producción industrial en caso de necesidad extrema.

Los impactos y riesgos de esta política incluyen efectos internos como la reducción de incentivos para la innovación y la productividad de las industrias nacionales, aumentando su dependencia del mercado doméstico y disminuyendo su competitividad global. A nivel internacional, las medidas de Estados Unidos podrían desencadenar respuestas proteccionistas en otros países, como Japón y la Unión Europea, creando un ciclo de represalias que podría perjudicar el comercio internacional. China podría intensificar sus políticas de exportación y buscar nuevos mercados, afectando la economía global y potencialmente escalando las tensiones comerciales.

BRASIL

La situación económica y medioambiental en Brasil presenta dos realidades divergentes que exigen una perspectiva integral y estratégica por parte del gobierno y la sociedad.

Por un lado, el plan industrial auspiciado por el gobierno de Lula da Silva, encabezado por Aloizio Mercadante, presidente del Banco Nacional de Desarrollo Económico y Social de Brasil (BNDES), representa un cambio significativo en la política económica brasileña. Se destaca una inversión considerable superior a 50 mil millones de dólares en créditos subsidiados, aportes no reembolsables e inversiones de capital. Este enfoque contrasta con la orientación económica argentina dirigida por Javier Milei, que prioriza la desburocratización y la apertura comercial.

Mercadante sostiene que esta perspectiva industrialista refleja una tendencia global, sugiriendo una desvinculación del "Consenso de Washington". Además, subraya la reforma tributaria impulsada por Lula, que simplifica el sistema fiscal y ha obtenido apoyo político y empresarial. El programa "Nova Indústria Brasil" busca modernizar el parque productivo asignando recursos considerables a través del BNDES y la Financiadora de Estudos e Projetos (FINEP) hasta 2026, aumentando la credibilidad internacional y atrayendo inversiones.

Asimismo, la reestructuración del Fondo Brasil-China, administrado por el BNDES y el CLAI, evidencia un compromiso renovado con la cooperación bilateral. Aunque el valor del fondo aún está en negociación, se espera que sea menor que los 20 mil millones de dólares inicialmente propuestos, manteniendo la proporción de tres a uno en la participación de los países.



Esta reconfiguración busca superar desafíos previos, atrayendo inversiones hacia la transición energética y la sostenibilidad, fortaleciendo así la economía brasileña y la cooperación entre ambas naciones.

No obstante, esta transformación económica se ve desafiada por eventos como las recientes inundaciones en el sur del país, que han tenido un efecto devastador, causando más de un centenar de muertos y alrededor de 620.000 desplazados, con daños económicos estimados en 1.000 millones de dólares. El estado de Rio Grande do Sul ha sido especialmente afectado y Porto Alegre, su capital, ha sufrido severamente debido al desbordamiento del río Guaíba.

El presidente de Brasil, Luiz Inácio Lula da Silva, ha prometido apoyo federal para reconstruir carreteras y puentes, cruciales para la producción agrícola del estado, que enfrenta pérdidas significativas con el riesgo potencial de una disminución del 30% de la cosecha de soja y el 10% de la producción de arroz.

Este evento es el cuarto de su tipo en el estado en el último año, vinculado al cambio climático y a un patrón meteorológico anormal causado por el calentamiento del océano Atlántico. La preparación insuficiente ante emergencias climáticas ha sido criticada tanto a nivel estatal como federal. Desde el año 2000, más de 190 millones de personas en América Latina y el Caribe han sido afectadas por desastres naturales. La región, con su alta densidad urbana y planificación deficiente, es propensa a desastres. Se requiere una mayor voluntad política y estrategias de preparación para mitigar estos impactos, un desafío significativo debido a las divisiones ideológicas en América Latina. La respuesta a estas inundaciones pondrá a prueba el liderazgo de Lula, quien enfrenta críticas por una reacción considerada limitada en medio de una disminución en su popularidad.

CHINA

En los primeros meses de 2024, la economía china ha evidenciado un notable incremento en las ganancias de las empresas relacionadas con el sector industrial, indicando una recuperación económica en curso, a pesar de las persistentes debilidades en el ámbito inmobiliario. Según datos de la Oficina Nacional de Estadísticas (NBS), entre enero y febrero de 2024, los beneficios de estas compañías aumentaron en un 10.2% en comparación con el mismo periodo del año anterior, revirtiendo así una caída del 2.3% registrada en 2023. Este crecimiento se distribuyó de manera desigual, con las empresas estatales experimentando un alza del 0.5%, las extranjeras un incremento del 31.2%, y las empresas del sector privado un ascenso del 12.7%.



Simultáneamente, la producción industrial china ha reportado un crecimiento del 7%, marcando el mejor índice en casi dos años. Este repunte se complementa con un incremento del 5.5% en las ventas minoristas, lo que sugiere una mejora general en la economía del país.

A pesar de estos indicadores alentadores, el sector inmobiliario sigue siendo un punto débil en la economía china. La inversión en propiedades ha registrado una disminución del 9%, mientras que los inicios de construcción han descendido en un 30%.

Además, aunque la inversión en activos fijos ha aumentado en un 4.2%, impulsada por medidas estatales, el desempleo urbano ha mostrado un incremento, situándose en un 5.3% frente al 5.1% registrado en diciembre, lo que refleja una presión continua en el mercado laboral.

Para enfrentar estos desafíos, el gobierno chino ha lanzado un ambicioso plan que involucra la emisión de bonos a largo plazo por un valor de 1 billón de yuanes (equivalente a 140 mil millones de dólares estadounidenses). Estos bonos, diferenciados de los tradicionales, tienen vencimientos de 30 y 50 años, y se espera que la primera tanda alcance entre 80 y 100 mil millones de yuanes. Sin embargo, el Banco Popular de China (PBoC) ha alertado sobre los riesgos asociados a esta estrategia, advirtiendo que podría dejar a los bancos más pequeños vulnerables a las fluctuaciones de las tasas de interés, especialmente considerando que el rendimiento de los bonos chinos a 30 años se ha estabilizado en un rango del 2.5% al 2.6%, su nivel más bajo en décadas.

Por otro lado, el presidente Xi Jinping ha destacado la importancia de las exportaciones chinas, especialmente de productos tecnológicos como vehículos eléctricos, baterías de litio y productos fotovoltaicos, como herramientas para mitigar la inflación global y respaldar la transición hacia energías limpias. No obstante, estas decisiones unilaterales han generado preocupaciones en líderes europeos como el canciller alemán Olaf Scholz, quien aboga por una competencia justa y la protección de la propiedad intelectual de las empresas europeas.