

The background of the entire page is a photograph of a wooden puzzle. One piece is missing, revealing the map of Argentina. The puzzle pieces are light-colored wood, and the map is painted in the colors of the Argentine flag: light blue, white, and light blue. The sun emblem is also visible on the map piece.

ARGENTINA:  
EL ROMPECABEZAS SIN FIN

INFORME DE COYUNTURA

**JUNIO 2024**

## **INFORME DE COYUNTURA**

JUNIO 2024

---

### **Argentina: El rompecabezas sin fin**

El gobierno de Javier Milei, logró en junio su primera victoria política en el Congreso con la aprobación de la Ley BASES y el Paquete Fiscal, dos piezas claves para la implementación de su programa económico. Aunque un poco apartado de su texto original, la Cámara de Diputados aprobó la versión modificada por el Senado, donde el Paquete Fiscal recuperó iniciativas tales como la incorporación de la cuarta categoría de Ganancias y la baja de Bienes Personales.

En el próximo informe analizaremos los aspectos más significativos, su posible instrumentación y sus implicancias económicas, ya que nos referimos a un proyecto que tuvo 6 meses de tratamiento legislativo (pasó por las comisiones Presupuesto y Hacienda, Legislación Penal y Asuntos Constitucionales). Entre los aspectos más destacados, además del fiscal, se encuentran las facultades delegadas al Poder Ejecutivo para reestructurar organismos del Estado, privatización de empresas públicas, una reforma laboral y el Régimen de Incentivos a las Grandes Inversiones (RIGI), entre otros.

Con la aprobación de ambas leyes comienza una nueva etapa para el gobierno, idea ratificada por el Ministro de Economía en la conferencia de prensa brindada al día siguiente junto al Presidente del BCRA, donde habló de una segunda instancia del actual plan de estabilización. Para el ministro, en la primera etapa se cortó la vía de emisión monetaria que era ocasionada por el déficit fiscal y actualmente nos adentramos en la segunda etapa, que prevé "emisión cero" por la vía de los pasivos remunerados del BCRA.

Sin embargo, el ministro no dio mayores precisiones sobre una virtual tercera etapa que contemplaría la tan mencionada salida del cepo, pero proporcionó algunas pistas y prerrequisitos para que esto pueda llevarse a cabo, que pueden sintetizarse en cierto orden macroeconómico como condición necesaria. Está claro que el cepo es indeseable tanto para el gobierno como para la sociedad, pero es una herramienta que ha permitido la acumulación de reservas en un contexto controlado, a pesar del nerviosismo que se intuye en los dólares paralelos y se materializa en la brecha cambiaria y el riesgo país. Por esta razón, Caputo aclaró: "No nos enamoramos del cepo".



Ahora bien, tomando las palabras del presidente del BCRA, Santiago Bausili, que en la misma conferencia confirmó que las reservas en junio tuvieron un saldo negativo (55 millones dólares), y que es muy probable además que el saldo del tercer trimestre también lo sea (por otros 3.000 millones), difícilmente estén dadas las condiciones para salir del cepo antes del cuarto trimestre, siempre y cuando la economía acompañe.

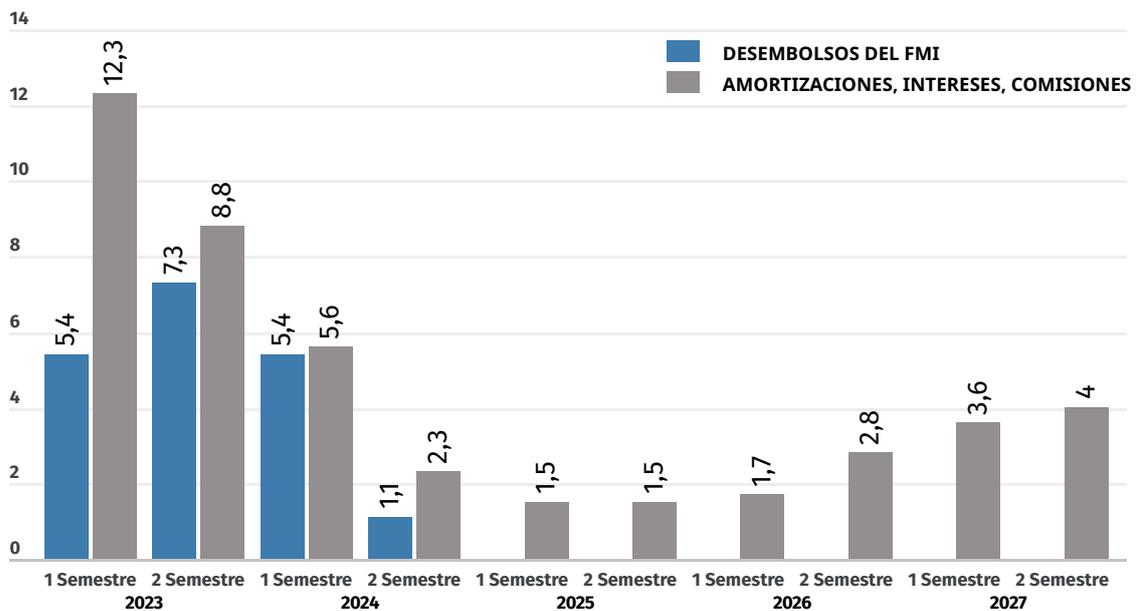
Otras piezas del rompecabezas aún no terminan de encajar. El reajuste de precios relativos es un capítulo que avanza o se detiene según la necesidad fiscal, o el miedo a detener el proceso de desinflación de la economía. Precisamente, la inflación de mayo fue del 4,2% mensual, por debajo de lo esperado tanto por el gobierno (5,5%) como por el mercado (5,2%) y con una inflación núcleo mensual de 3,7%, dejando de lado aumentos estacionales y regulados. Sin embargo, todo parece indicar que en junio se habrían acelerado nuevamente los precios por el impacto de tarifas y desregulaciones anunciadas en salud y comunicaciones. En los primeros 5 meses del año los precios acumulan una suba de 71,9% y de 276,4% frente a igual mes de 2023.

**CHINA Y FMI**

A mediados de mes, el gobierno recibió dos buenas noticias: la renovación del Swap Chino y la aprobación de la octava revisión del programa del Fondo Monetario Internacional. La renovación del swap vigente con China por unos USD 5.000 millones se dió en medio del giro pragmático del gobierno buscando recomponer la relación diplomática con el gigante asiático, generando un alivio en las reservas internacionales a tan solo dos semanas del vencimiento por USD 2.900 millones.

**FLUJO DE FONDOS CON EL FMI - PERÍODO 2023/2027**

En miles de millones de USD (1 DEG = 1,324 USD)



Fuente: Elaborado por ElysiumConsultores en base a BCRA



Con respecto al FMI, con la aprobación de la octava revisión del programa, se liberó un desembolso de USD 790 millones para enfrentar en julio de 2024 la próxima amortización de capital por unos USD 645 millones, correspondientes a la deuda que Argentina mantiene con el fondo. Este es el último pago de amortización de la deuda con el FMI contemplado dentro del marco del programa actual que vence en noviembre de 2024. Luego del mismo, y hasta septiembre de 2026, la Argentina no enfrenta más vencimientos de amortización del principal con el Fondo Monetario.

En palabras del Directorio Ejecutivo del FMI: “El programa sigue firmemente encaminado, habiéndose sobre cumplido con todas las metas cuantitativas de desempeño para finales de marzo de 2024”. Dichas metas incluyen la acumulación de Reservas Internacionales netas del BCRA, el equilibrio fiscal del Sector Público y el financiamiento monetario del Tesoro. Más allá del espaldarazo, también el reporte deslizó varias recomendaciones: “para mantener el progreso es necesario mejorar la calidad del ajuste fiscal, dar los primeros pasos hacia un marco mejorado de política monetaria y cambiaria, y aplicar reformas para desbloquear el crecimiento, el empleo formal y la inversión”.

Para el FMI, el nuevo régimen monetario y cambiario consiste en el uso de divisas de libre elección, la tasa real de política monetaria positiva y una reducción gradual de los controles de divisas y las MFC, ideas que seguramente irán permeando la política económica del segundo semestre, a la par de una nueva negociación con la entidad. Por último, el fondo apela a la cintura política del gobierno para afianzar los avances y reformas logradas hasta ahora, ampliando el apoyo político y social.

En otros apartados se hace hincapié en un tema que conversaremos más adelante y que tiene que ver con lo que podemos denominar “el costo social del modelo” (“será necesario proseguir los esfuerzos para apoyar a los más vulnerables”).

		7th Rev	8th Rev	7th Rev	8th Rev	7th Rev	8th Rev
	2022	2023	2023	2024	2024	2025	2025
GDP growth (avg, %)	5.0	-1.1	-1.6	-2.8	-3.5	5.0	5.0
Non-agro GDP	5.7	-0.3	-0.8	-5.2	-6.0	5.0	5.0
Inflation (eop, %)	94.8	211.4	211.4	149.4	139.7	45.0	45.0
Primary fiscal balance (% of GDP)	-2.4	-3.0	-2.9	2.1	1.7	2.5	2.3
Overall fiscal balance (% GDP)	-4.2	-5.2	-4.6	0.0	0.0	0.4	0.5
Current account balance (% GDP)	-0.7	-3.5	-3.4	0.9	0.6	0.9	0.8
Change in net int'l reserves (US\$bn)1/	4.8	-16.4	-16.4	7.0	7.0	6.0	5.0
Monetary financing (% GDP) 2/	3.1	5.0	5.0	0.0	0.0	0.0	0.0

Sources: National authorities and Fund staff estimates and projections.  
 1/ Net International Reserves (NIR) are gross reserves net of swap lines, deposit insurance, reserve requirements on FX deposits, and other reserves liabilities. At current rates.  
 2/ Up to 2023 includes profit transfers, advances (adelantos) and secondary market purchases. For 2024 includes also issuance of new non-marketable government bonds and treasury buybacks.

Fuente: FMI

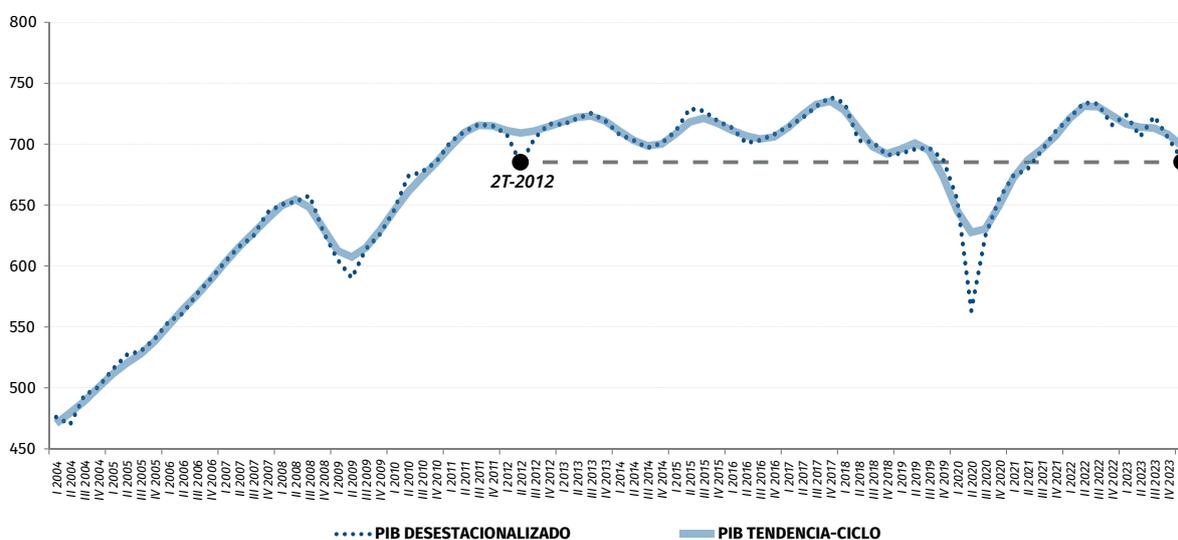


## ACTIVIDAD ECONÓMICA

El dato preliminar del producto interno bruto (PIB) confirmó lo anticipado por el EMAE, al mostrar una caída de la economía en el primer trimestre de 2024 de 5,1% con relación al mismo período de 2023. De manera desestacionalizada, el retroceso con respecto al último trimestre de 2023 fue de 2,6% (que a su vez había retrocedido 2,5% contra el trimestre previo). Como lo habíamos comentado en nuestro informe anterior, la economía se encuentra en un piso desde marzo, ya que de manera desestacionalizada abril retrocedió en el margen, con una caída de 0,1%.

### PBI DESESTACIONALIZADO Y PBI TENDENCIA-CICLO 2004 - 2024

En miles de millones de pesos a precios de 2004



Fuente: Elaborado por *ElysiumConsultores* en base a INDEC

Una economía que cae es una economía que se contrae, que genera menos bienes y servicios, genera menos ingresos, en definitiva, menos bienestar de una determinada población en un espacio determinado. Para tener una idea de la situación en que se encuentra la Argentina, debemos remontarnos hasta el segundo trimestre de 2012 para obtener una cifra similar de la serie desestacionalizada (sin considerar la pandemia). Es decir, tenemos el mismo producto que hace 12 años, cuando la población rondaba los 40 millones, que ahora, con apropiadamente 7 millones de argentinos más. El estancamiento estructural va más allá de los signos partidarios que atraviesa 4 presidencias, y con al menos 3 signos políticos marcadamente diferentes.

El dato del PBI arrojó información adicional al EMAE. Por ejemplo, sin considerar el sector externo, la demanda interna se compuso de la siguiente manera: consumo privado (70%), consumo público (13%) e inversión (17%). El consumo privado, el de mayor peso en la demanda, se contrajo 2,6% desestacionalizado, mientras que el consumo público, en medio de un gran ajuste disminuyó 0,8%.



La inversión privada, el componente más volátil y procíclico de los tres, cayó cerca del 13%. La oferta y la demanda global se completan con las exportaciones e importaciones, que registraron variaciones de 11,1% y -12,1%, respectivamente, frente al cuarto trimestre de 2023.

**EL COSTO SOCIAL DEL MODELO**

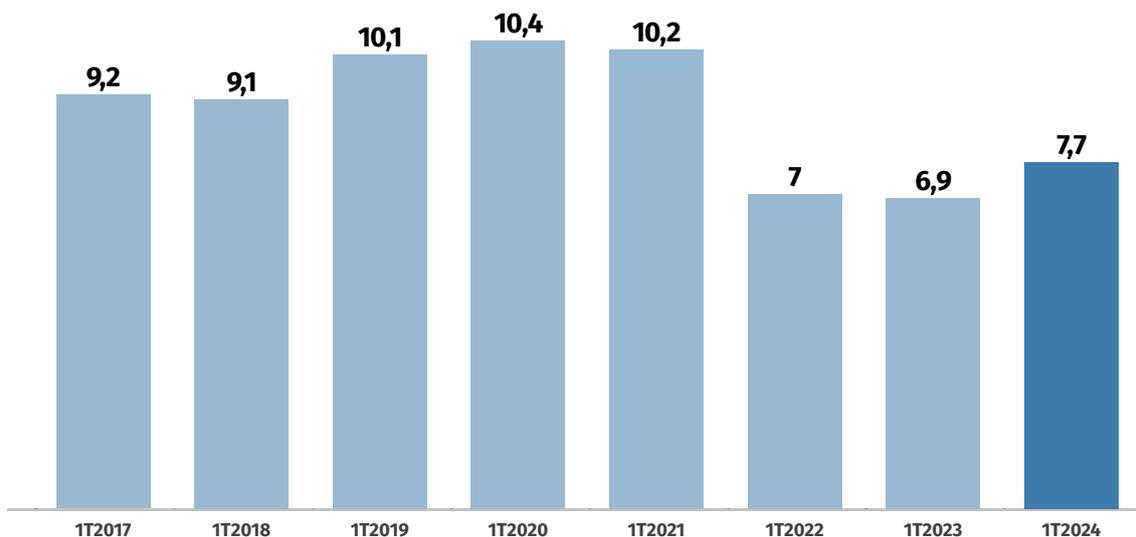
Las consecuencias de las medidas implementadas por Javier Milei no deberían sorprender, mucho menos durante el primer trimestre del año donde se concentró gran parte de las mismas. Era esperable que, en un contexto altamente recesivo, con disminución del ingreso real y retracción del gasto público, se incrementaran el desempleo y también se deterioraran los indicadores sociales, como la pobreza y la desigualdad.

El INDEC confirmó que el desempleo durante el primer trimestre del año ascendió a 7,7%, dos puntos porcentuales (2 p.p.) por encima del cierre de 2023 y casi uno (0,8 p.p.) frente a igual período del año pasado. El fuerte impacto en el mercado laboral se tradujo en unos 460.000 nuevos desocupados en 2024, cifra que probablemente aumente en los próximos meses.

Analizando exclusivamente la serie para el primer trimestre (ya que el mercado laboral tiene una marcada estacionalidad entre trimestres) vemos que el desempleo subió con respecto lo observado en 2022 y 2023, pero aún se encuentra por debajo del promedio del período (8,8%), que en gran parte responde a los shocks que sufrió la economía en esos años, con caídas del producto en los años 2016, 2018, 2019 y 2020. Luego, el PBI logró crecer dos años consecutivos en 2021 y 2022, hecho que no sucedía desde el bienio 2010-2011.

**TASA DE DESOCUPACIÓN (%) - PERÍODO 2017/2024**

*Correspondiente al primer trimestre de cada año*



Fuente: Elaborado por *ElysiumConsultores* en base a INDEC

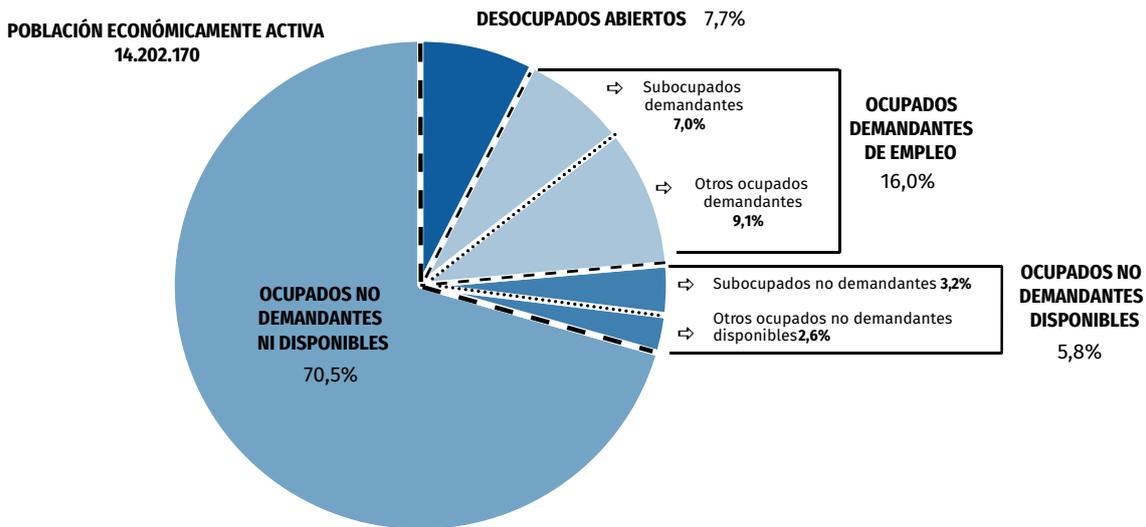
Adentrándonos en las características de la población económicamente activa, otro dato destacable es el incremento de la presión sobre el mercado laboral que ejercen las personas desocupadas, los ocupados demandantes de trabajo y ocupados no demandantes disponibles.



Este universo creció en cada rubro frente en el último año y pasó de totalizar el 26,9% al 29,5%. La realidad del mercado de trabajo es preocupante si se lo analiza en cantidades (más propio de este año) o en calidad (más propio de años anteriores), el deterioro del salario real se encuentra detrás de la necesidad de trabajar más horas para tratar de compensar ingresos menores.

**GRUPOS DE LA PEA SEGÚN TIPO DE PRESIÓN SOBRE EL MERCADO DE TRABAJO**

Total 31 aglomerados urbanos. Primer trimestre de 2024



Fuente: Elaborado por ElysiumConsultores en base INDEC

Siguiendo con el mercado laboral, los salarios repuntaron levemente en abril, se mire tanto el índice de salarios (INDEC) o las remuneraciones que surgen del RIPE. De todos modos, en una realidad que es bastante heterogénea, es el salario privado registrado el que se encuentra en una mejor posición frente al salario registrado público, y éste un poco mejor que el sector informal, que es el gran perdedor de los tres. Esta leve recuperación no modifica la foto más amplia, en donde los salarios vienen perdiendo contra los precios de manera interanual como también de forma acumulada en 2024.

Hacia adelante habrá que monitorear la dinámica que vaya mostrando el empleo como los ingresos, conforme la economía abandone su punto más bajo y comience a dar signos de recuperación. La gran incógnita será ver si el repunte en la actividad tiene la fuerza suficiente para detener el deterioro de los indicadores sociales, y revertirlos, ya que un cuadro social tan delicado como el actual puede tensionar el programa económico.

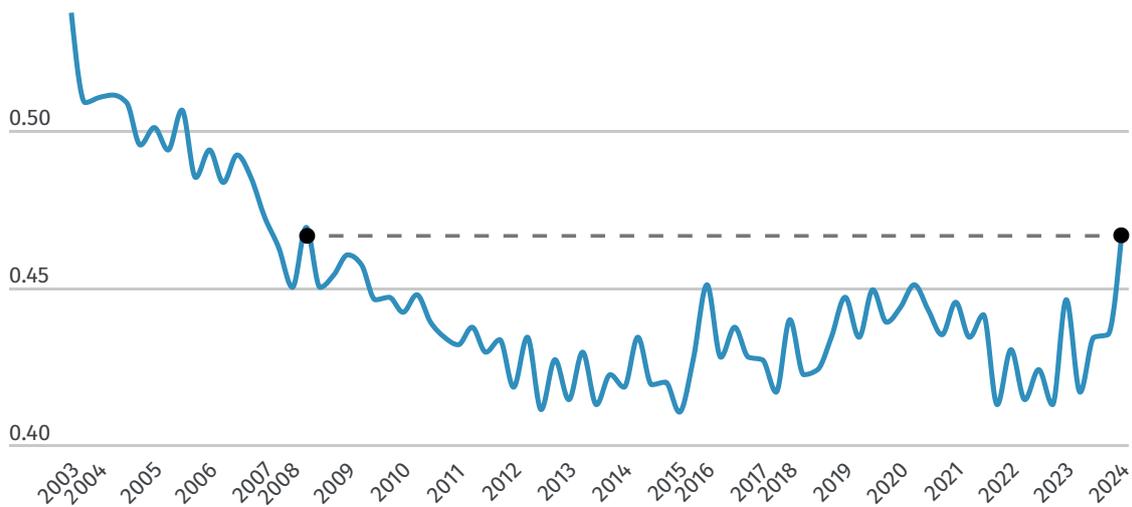
Un ejemplo es la distribución del ingreso, que a comienzos de año pegó un salto y se ubicó en 0,467, en el nivel de desigualdad más alto desde 2008 (el coeficiente de Gini oscila entre 0 y 1, los valores más cercanos a cero corresponden a mayor igualdad y los valores mayores, mayor desigualdad extrema).



El incremento de 0,021 puntos, a simple vista podría parecer insignificante, la dinámica es muy volátil entre trimestres, pero al observar el gráfico con la serie completa desde 2003 se puede tomar una verdadera dimensión del impacto social de la puesta en marcha del modelo actual. Por su parte, la brecha entre el decil de la población con mayores ingresos y el de menores ingresos fue de 23 veces. A finales de 2023 la brecha era de 18. Ambas medidas sugieren que la brecha entre ricos y pobres se está ampliando, por el deterioro de la economía, del mercado laboral y de los ingresos reales.

**COEFICIENTE DE GINI DEL INGRESO PER CÁPITA FAMILIAR DE LAS PERSONAS (2003/2024)**

Total de aglomerados urbanos. Serie semestral/trimestral empalmada por INDEC. Contiene datos faltantes



Fuente: Elaborado por Elysium Consultores en base a INDEC

**POLITICA FISCAL**

Con la aprobación de la ley BASES, y en especial con las modificaciones en materia fiscal que ésta conlleva, existe una especie de “relanzamiento” del gobierno en su plan de estabilización, cuya continuidad en etapas fue ya anunciada conjuntamente por el ministro Caputo y el presidente del banco central. Lo trascendental del anuncio, es el pase de los pasivos remunerados del central hacia el tesoro, a través de un instrumento financiero, con el objetivo de purgar la remuneración que la institución monetaria paga con emisión de dinero, otorgándole mayor autonomía en el ejercicio de su política, evitando que los movimientos en la tasa de interés demanden mayor emisión. A su vez, y a raíz de lo mencionado anteriormente, el gobierno buscará en esta segunda etapa la emisión cero, es decir, no financiar el pago de los pasivos remunerados antes mencionados.

Por otro lado, se amplía la base de contribuyentes del impuesto a las ganancias, con alícuotas más progresivas y mayores montos de deducciones, lo que sumando al blanqueo, proporcionará mayores ingresos por recaudación. En materia cambiaria, se ratificó el crawling peg del 2% mensual y el dólar blend (20% CCL y 80% tipo de cambio oficial) para las liquidaciones de exportaciones.



### Mayo en números

En el mes de mayo, el gobierno alcanzó un nuevo hito en materia de resultado fiscal, como consecuencia de haber logrado superávit por quinto mes consecutivo, con algunas consideraciones cualitativas que analizaremos a continuación.

El resultado primario fue de \$2.332.205,4 millones, mientras que, luego de deducir intereses, el resultado financiero fue de \$1.183.571 millones, 311% superior al promedio de los resultados financieros de los 4 meses anteriores, y casi 7000 % respecto abril. El óptimo resultado se consiguió producto de aumentar la recaudación un 36% respecto al mes anterior, contra un aumento de apenas 5% en los gastos primarios.

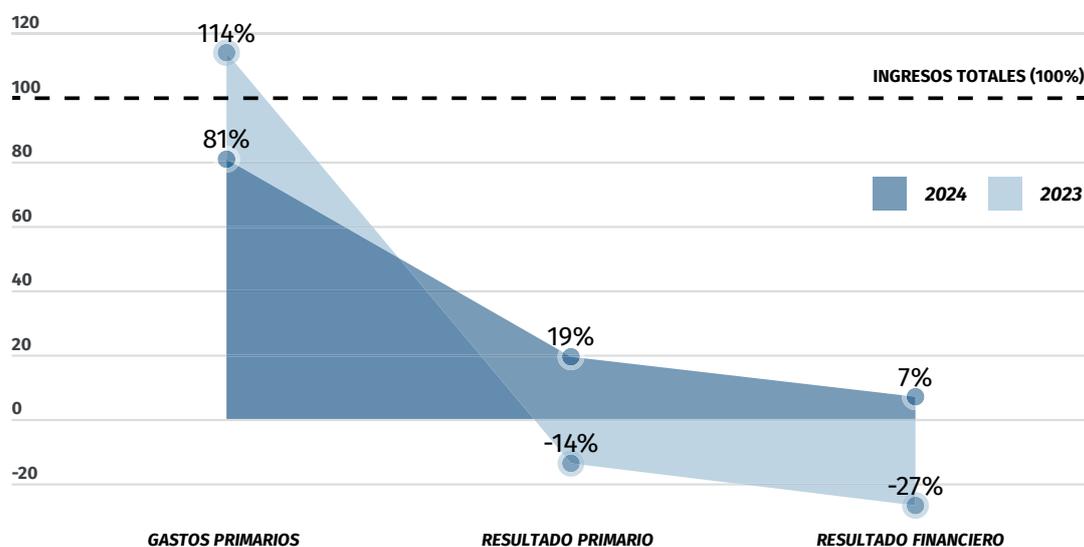
En el acumulado de los primeros 5 meses del año, el resultado primario fue de \$6.465.461, pasando de -\$1.268.952 para el mismo período del año anterior al positivo antes mencionado. Lo importante en la comparación es como el gasto primario pasó de representar el 114% de los ingresos, al 81% en 2024. Esto muestra los avances en materia fiscal, y el resultado hasta el momento de las políticas llevadas adelante por el gobierno, independientemente de la calidad de las mismas y su sostenibilidad en el tiempo, algo que ya hemos abordado en el informe precedente.

RESULTADO FISCAL ACUMULADO A MAYO - 2023/2024				
	2024	2023	2024	2023
INGRESOS TOTALES	33.800.847	9.198.264	100%	100%
GASTOS PRIMARIOS	27.335.386	10.467.215	81%	114%
RESULTADO PRIMARIO	6.465.461	-1.268.952	19%	-14%
RESULTADO FINANCIERO	2.334.138	-2.450.047	7%	-27%

Fuente: Elaborado por ElysiumConsultores en base a AFIP

#### GASTO PRIMARIO, RESULTADO PRIMARIO Y FINANCIERO CON RESPECTO A INGRESOS PRIMARIOS (%)

Acumulado a mayo de 2023 y 2024



Fuente: Elaborado por ElysiumConsultores en base a INDEC y AFIP



## Ingresos

En materia de recaudación, se acumularon en los primeros 5 meses del año \$33.800.847 millones, distribuidos entre tributarios (91%), rentas de la propiedad, otros ingresos corrientes e ingresos de capital.

En mayo, los ingresos tributarios superaron los \$9 MM, siendo el dato más relevante el incremento en la recaudación por impuesto a las ganancias, que aportó \$2.150.039 millones, pasando de representar el 7% promedio en los primeros cuatro meses del año al 25% en mayo, superando la participación relativa del impuesto al valor agregado (17%). Si bien hay un elemento estacional que no puede dejar de mencionarse, es importante destacar el hecho de sostener el superávit traccionando con impuestos, ya que, como mencionamos en el informe de mayo, es muy difícil que el ejecutivo nacional pueda lograr sostenibilidad en base a continuos ajustes, por todas las razones que esgrimimos en dicho documento.

A su vez, el impuesto PAIS sigue siendo relevante en la recaudación, situándose a niveles superiores al 7% del total, constituyendo un problema para el gobierno su eliminación con fines de levantar el cepo cambiario por la importancia de dicho aporte (ver informe anterior para más detalle). No obstante esto último, existe ya el compromiso por parte del ejecutivo de eliminarlo en la tercera etapa del proceso de estabilización que explicamos al inicio del presente informe.

<b>INGRESOS TOTALES</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
<b>Tributarios</b>	<b>92%</b>	<b>91%</b>	<b>90%</b>	<b>89%</b>	<b>92%</b>
IVA neto de reintegros	23%	25%	23%	25%	17%
<b>Ganancias</b>	<b>7%</b>	<b>8%</b>	<b>7%</b>	<b>7%</b>	<b>25%</b>
Aportes y contribuciones a la seguridad social	31%	31%	32%	33%	27%
Débitos y créditos	9%	11%	11%	10%	7%
Bienes personales	0%	1%	0%	1%	0%
Impuestos internos	1%	1%	2%	2%	1%
Derechos de exportación	11%	5%	6%	5%	9%
Derechos de importación	5%	4%	3%	4%	3%
Resto tributarios (incluye PAIS)	13%	13%	17%	14%	12%
<b>Rentas de la propiedad</b>	<b>4%</b>	<b>6%</b>	<b>6%</b>	<b>7%</b>	<b>5%</b>
FGS cobradas al sector privado y sector público	25%	20%	27%	20%	48%
Resto rentas de la propiedad	75%	80%	73%	80%	52%
<b>Otros ingresos corrientes</b>	<b>4%</b>	<b>3%</b>	<b>4%</b>	<b>4%</b>	<b>3%</b>
Ingresos no tributarios	59%	64%	80%	73%	77%
Transferencias corrientes	18%	5%	3%	9%	6%
Resto ingresos corrientes	23%	32%	17%	18%	17%
<b>Ingresos de capital</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,06%</b>	<b>0,00%</b>

Fuente: Elaborado por **Elysium Consultores** en base a AFIP

El impuesto al valor agregado en mayo aportó \$1.411.778 millones, 4,5% menos respecto al mes anterior, y apenas un 10,5% más en relación a enero. Esto, además de suponer una menor recaudación en términos reales de uno de los principales impuestos, es un indicador de la situación del consumo en el país, que viene en deterioro en los últimos 5 meses y parece estancarse en un piso.



Los derechos de exportación, indicador importante en material no sólo fiscal, sino cambiaria, crecieron de \$309 MM (abril) a \$741,0 MM, producto de las exportaciones estacional de commodities y bienes alcanzados por dicho impuesto, mientras que los derechos de importación descendieron de \$233 MM a \$222 MM respecto al mes anterior, reflejando la “otra parte de la película”, que es la fuerte caída de la actividad económica, ya que las importaciones son elásticas respecto al crecimiento, incrementándose más que proporcionalmente cuando crece el producto interno, y descendiendo en épocas de recesión como la que estamos atravesando.

### **Gastos**

El gasto primario acumulado entre enero y mayo de 2024 es de \$27.335.386,2 millones, y representó el 80,8% de los ingresos del mismo período.

En mayo, la erogación fue \$6.871.919,3 millones, un 5% superior al mes anterior, siendo el principal concepto “prestaciones sociales” que representó el 60% del gasto corriente primario. Dentro del universo de prestaciones, las jubilaciones y pensiones contributivas fueron el 58%, mientras que la asignación universal para protección social representó el 5% al igual que las pensiones no contributivas. En pesos corrientes, el gasto en jubilaciones y pensiones creció un 11,7% respecto al mes anterior, mientras que las asignaciones decrecieron un 0,8%, porcentaje que se incrementa si tomamos moneda constante.

Al igual que en el informe anterior, pensamos que es importante señalar la dinámica de ciertas partidas que son más sensibles desde el punto de vista social. También, es necesario considerar hacia adelante, lo que pueda suceder con la aprobación de la fórmula de movilidad jubilatoria votada en el congreso de la nación, que implicaría un aumento del gasto por dicho concepto con motivo de buscar recuperar poder adquisitivo de jubilados y pensionados, presionando sobre los resultados fiscales, ya que son las jubilaciones y pensiones una de las principales variables de ajuste. Sobre esto, entendemos como muy probable el veto del presidente, con la finalidad de priorizar el resultado fiscal y financiero.

Otro punto relevante como concepto de gasto público, son los subsidios económicos, que constituyeron en mayo \$1.106.971 millones, un 16% más que abril. Los subsidios a la energía crecieron respecto al mes anterior 21,6%, mientras que los correspondientes al transporte cayeron un 6,3%, siempre comparando con el mes anterior de abril. En el acumulado del año entre enero y mayo, el total de subsidios fue de \$3.156.221. Al comparar los primeros 5 meses del año 2024 contra 2023, observamos que la variación en el acumulado fue de 153,3%, es decir que existió un ajuste en términos reales al compararlo con la inflación acumulada de aproximadamente 30 puntos porcentuales.



Lo importante de analizar y seguir el comportamiento del gasto respecto a los subsidios económicos, es que existe todavía intervención en los precios que persiste como política, siendo una continuidad de la llevada adelante por el gobierno anterior.

Al analizar los gastos de funcionamiento, vemos que crecieron respecto al mes de abril apenas por encima de la inflación, un 5,9%, siendo el 81% de este gasto salarios. Por su parte, las transferencias corrientes a provincias decrecieron respecto al mes anterior un 1,1%, con crecimiento dentro de este rubro en las partidas de educación (86% más que abril), y caída en las restantes (seguridad social, salud, otras).

Los gastos de capital crecieron 33% contra el mes anterior traccionados por energía, cuyo gasto aumentó un 52% mientras que transporte cayó un 17,6%.

En conclusión, la situación fiscal de Argentina sigue por un sendero positivo desde el punto de vista del resultado primario y financiero, con erogaciones que se sitúan en los primeros 5 meses del año por debajo de la recaudación. En adelante, con la aprobación de la ley Bases, se prevén mayores ingresos tributarios por ganancias de cuarta categoría y blanqueo de activos, que podrían aportar a la sostenibilidad del plan fiscal. La quita del impuesto PAIS y la salida del cepo cambiario, anunciadas para una tercera y posterior etapa, podrían implicar una menor recaudación en el corto plazo, anulando parte de los nuevos ingresos por ganancias de cuarta categoría.

En materia de egresos, el esquema de actualización de jubilaciones implicaría un crecimiento del gasto, algo que podría terminar con la luna de miel fiscal, aunque se espera el veto presidencial de acuerdo a lo expresado por el mismo Milei. Los subsidios económicos siguen existiendo, y representan no sólo la distorsión en los precios de servicios de energía eléctrica principalmente, sino también inflación reprimida, por lo que esperamos que más temprano que tarde el gobierno aborde este problema y los elimine. Esto último debe considerarse en materia de costos fijos para las empresas, no sólo para los hogares.

## **POLÍTICA CAMBIARIA Y MONETARIA**

No se observan muchos cambios con respecto al informe de mayo. Las principales variables a seguir siguen en 49,15% la tasa efectiva de política monetaria, y 2% el ritmo de devaluación mensual del tipo de cambio. En relación a este último, entendemos que un posible freno en la desaceleración de la tasa mensual de inflación, presionará aún más sobre el crawling peg, demostrando que la convergencia de ambas variables en el 2% mensual está aún lejos, con tiempos que apremian y con reservas insuficientes para hacer frente presiones sobre el tipo de cambio. Por otra parte, y como también detallamos en nuestro informe anterior, las liquidaciones del sector exportador agropecuario son menores a las esperadas.



Esta menor liquidación persigue como objetivo el de conseguir incentivo cambiario vía devaluación, algo rechazado categóricamente por el ministro Caputo en reiteradas oportunidades, e inclusive ratificado luego de la aprobación de la ley BASES, pero que el mercado no termina de comprar. Por otro lado, la brecha cambiaria supera a principios de julio el 50%.

En relación a la tasa de interés, sigue aún negativa en términos reales, perdiendo contra la inflación, pero permitiendo todavía licuar deuda nominal y mejorando los números del balance del Banco Central.

El nivel de reservas sigue en USD 29 MM, estancado e insuficiente para lograr una salida ordenada del cepo cambiario, por lo que, de lograrse en el corto plazo, será a través de endeudamiento en moneda extranjera. No es un tema menor, ya que el gobierno direcciona los esfuerzos hacia la ya anunciada quita de los controles cambiarios, con “competencia de monedas” y libre movimiento de capitales para lograr que, en esas condiciones, se acelere la inversión privada y sea esta quién traccione la recuperación de la actividad económica.

Creemos que esto puede demorar aún un tiempo, y que los niveles de actividad y un descontento social que comienza a crecer, podrían presionar al gobierno e intentar llevarlo hacia un pragmatismo más heterodoxo en materia de gasto como combustión para el mercado interno, algo que no obstante es difícil de creer dado el dogmatismo con el que se rige. Es por ello, que aún no terminamos de avizorar el modelo económico que prevalecerá y que será vehículo de la recuperación y el crecimiento.

## COMERCIO INTERNACIONAL

En los primeros cinco meses del año, la balanza comercial registró exportaciones por USD 31.472 MM (+12,2% i.a.), mientras que las importaciones para el mismo período fueron de USD 22.744 MM (-26% i.a.), con un saldo acumulado de USD 8.728 MM, siendo el valor más alto de los últimos 20 años. La caída en las importaciones son consecuencia de la recesión económica, por lo que se espera que a medida que la actividad comience a recuperarse, estas aumenten desacelerando tanto su caída como el saldo positivo de la balanza comercial.

En el mes de mayo, el resultado positivo fue de USD 2.656 MM, con USD 7.622 MM (21,7% i.a.) de exportaciones y USD 4.966 MM (32,8% i.a.) de importaciones.

Las manufacturas de origen agropecuario representaron en mayo el 36,6% de las exportaciones, seguidas por productos primarios cuya participación fue 26,6%, manufacturas de origen industrial 25,1% y combustibles y energía con 11,7%. Por el lado de las importaciones, los principales rubros económicos fueron bienes intermedios con 41,2% del total, piezas y accesorios para bienes de capital 21,3%, bienes de capital 14,9%, bienes de consumo 10,3%, combustibles y lubricantes 7,9%, vehículos automotores de pasajeros 3,8% y el resto 0,5%.



Los seis principales socios comerciales fueron Brasil, China, Estados Unidos, Chile, Paraguay y la India, siendo este último el único país de estos en el cuál las exportaciones cayeron 22,4%, aunque menos que las importaciones que lo hicieron un 41,4%. En relación al comercio bilateral con Paraguay, las exportaciones crecieron en mayo pero menos que las importaciones (17,6% vs 22,8%), mientras que en los primeros cuatro socios comerciales las exportaciones crecieron, y las importaciones decrecieron.

### **ECONOMÍA INTERNACIONAL**

En el contexto internacional, los datos económicos recientes refuerzan el escenario de “aterrizaje suave” (soft landing en inglés) en Estados Unidos, en donde la principal preocupación es mantener la tasa de interés por encima del nivel histórico para hacer converger la tasa de inflación anual al 2% (meta de la FED) sin desacelerar en demasía el nivel de actividad, en un momento en que la economía se encuentra en pleno empleo. En junio la Reserva Federal se mostró cautelosa en cuanto a cambios en la política monetaria y decidió mantener la tasa de referencia en 5,25%-5,50%, al menos hasta el último trimestre del año, donde se espera que realice un solo un recorte de tasa (en marzo preveían tres), y recién cuatro para el próximo año.

El buen momento de la economía norteamericana, que se traduce en el fortalecimiento del dólar frente el resto de las monedas, especialmente las emergentes (el índice dólar se mantiene entre los valores más altos de las últimas dos décadas) contrasta con la situación del resto del mundo, que crece a menor ritmo y ya se adelantó en el ciclo de baja de tasas de referencia (con el Banco Central Europeo a la cabeza). A esto se le suma el calendario electoral internacional, que en los tiempos que corren suman incertidumbre y favorecen al dólar, tal como ya se observó en las elecciones generales en México y la India, y las parlamentarias en Europa. En los tres casos las monedas domésticas se depreciaron frente al dólar.



## PERSPECTIVAS

La aprobación de la ley BASES le otorga al gobierno las herramientas demandadas para su gestión, y constituye una victoria en términos políticos por el hecho de haberlo logrado siendo minoría. Por otro lado, todo indica que la inflación de junio mostrará un piso, siendo superior a la del mes anterior de mayo, con precios aún intervenidos y con subsidios económicos que persisten, mientras que la ratificación del crawling peg en 2% mensual y la liquidación de divisas por debajo de las expectativas del gobierno, seguirán desafiando la política cambiaria de este, que aún no convence al mercado.

Desde el punto de vista fiscal, el mes de junio podría ser el primero de la gestión sin superávit primario, y, con la tasa de política monetaria forzada negativa en términos reales, es posible que exista un buen escenario para tomar deuda fija en pesos y financiar capital en las empresas, ya que entendemos como menos probable la convergencia de variables en el 2% mensual, y con presión no sólo cambiaria, sino inflacionaria y fiscal. En relación al tipo de cambio, las coberturas financieras en los mercados de futuros son una buena alternativa para aquellas empresas que deberán comprar divisas para asegurar la provisión de insumos o bienes de capital, cubriendo de esta manera el riesgo cambiario.

El consumo no repuntará en el corto plazo, por lo que es de esperarse que la recuperación económica llegue, al menos en las estadísticas, por derrame de actividades que son menos dependientes del mercado interno, que se encuentra actualmente en plena recesión. Por esto, la balanza comercial seguirá siendo positiva, y el crecimiento de las importaciones dependerá principalmente de la reactivación del consumo y la producción.

Persiste cierta incertidumbre en la sostenibilidad de las políticas llevadas adelante, como así también del modelo económico, que no obstante, viene presentando resultados de ordenamiento desde el punto de vista macroeconómico, con problemas en la micro que comienzan a presionar.

En resumen, aunque el gobierno ha logrado avances significativos en materia fiscal y de descenso de la inflación, persisten desafíos importantes en política monetaria, cambiaria y en la sostenibilidad del ajuste fiscal a largo plazo. La incertidumbre económica y social requiere una gestión cuidadosa y equilibrada para evitar retrocesos en los logros alcanzados hasta ahora, con mejora del poder adquisitivo que permita reactivar el consumo, atendiendo también el mercado de trabajo.