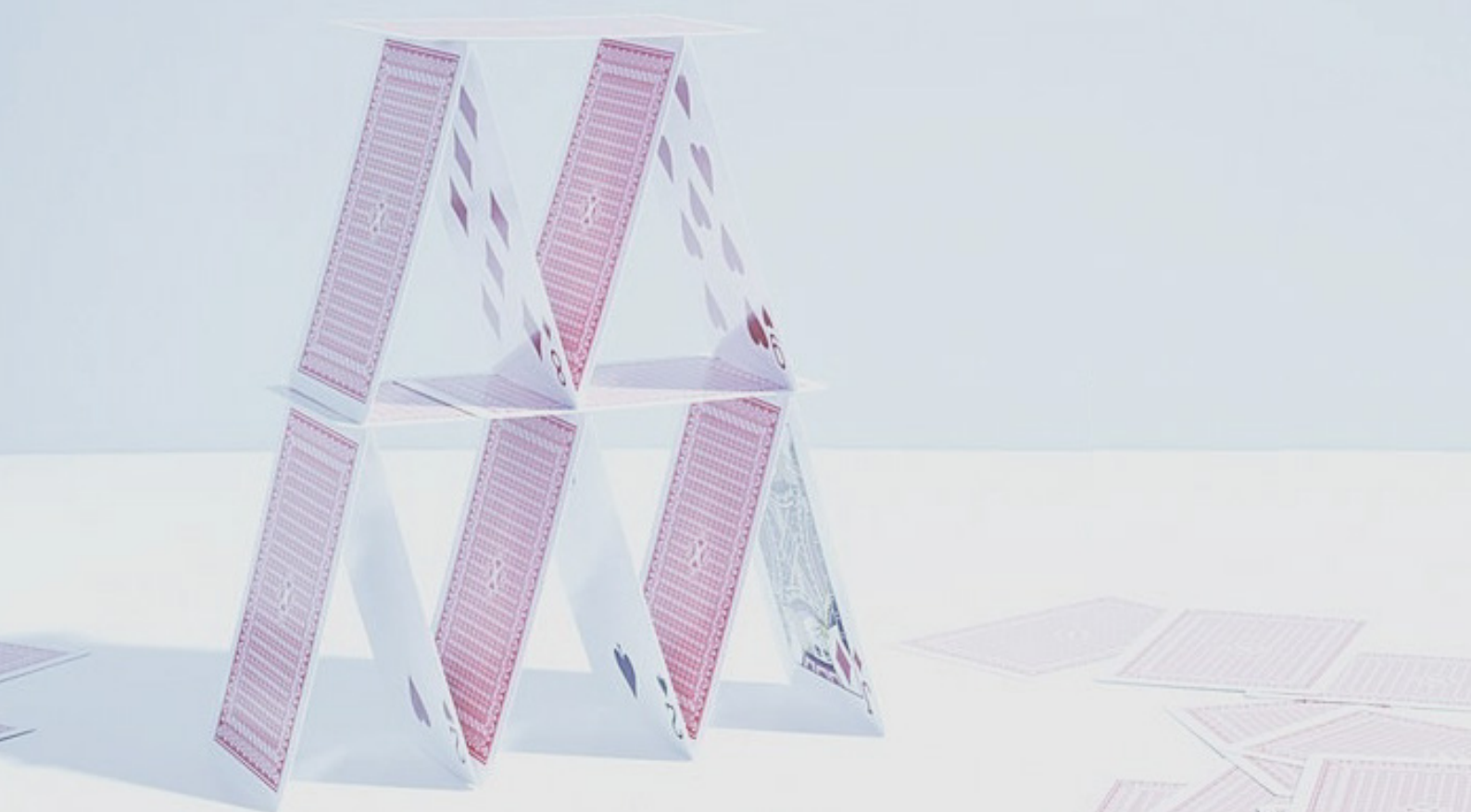


SEGUNDA TEMPORADA: ENTRE RETOS Y OPORTUNIDADES



INFORME DE COYUNTURA
JULIO 2024

INFORME DE COYUNTURA

JULIO 2024

Segunda Temporada: Entre retos y oportunidades

Al igual que ocurren en las series de tv, el gobierno entra en su segunda temporada, en la que esperamos una continuación de la historia principal y de los personajes principales, que, con sus aciertos y dificultades, ha logrado imponer parcialmente su agenda de reformas prometida al electorado. De esta forma, la economía argentina entra a un período decisivo en la que deberá lidiar con las consecuencias de los eventos de la primera temporada y ajustar su estrategia para continuar implementando nuevas medidas.

En este caso, la sociedad no espera sorpresas, ni giros inesperados, sino más bien una evolución coherente de una historia que se enfrenta a retos, pero que también se le abren nuevas oportunidades. Con respecto a la política económica, tanto la continuidad como la innovación son claves, especialmente sabiendo que una segunda temporada exitosa puede asegurar la longevidad de una serie, al igual que un segundo semestre bien gestionado puede sentar las bases para que la economía emprenda un nuevo ciclo de crecimiento estable y sostenido.

Precisamente, a lo largo de julio el gobierno fue ejecutando una política económica más pragmática, que sigue anclada en varios principios teóricos defendidos con vehemencia por el presidente, pero con un mayor realismo en su praxis. Un ejemplo es la intervención del BCRA en el mercado para disminuir la brecha cambiaria, mientras se transita el largo tercer trimestre en el que probablemente las reservas internacionales sigan disminuyendo, a la espera de fondos frescos que provengan del blanqueo, RIGI, algún REPO (si el Riesgo País no baja lo suficiente para endeudarse en el mercado internacional) o del FMI. En este último punto, hay negociaciones con el FMI para un nuevo acuerdo que podría llegar a fin de año, difícilmente antes de las elecciones norteamericanas.

También debutó el nuevo esquema monetario anunciado luego de la aprobación de la Ley bases y el Paquete fiscal, denominado “Fase 2” con el propósito de alcanzar la emisión cero, pasando fundamentalmente la deuda del BCRA al Tesoro, cuyos detalles técnicos/financieros en un primer momento no fueron ni bien comunicados ni tampoco estaban del todo definidos, por lo que el mercado no reaccionó bien y operó con bastante volatilidad en el mes.



Pasando en limpio, se canjearon los PASES por las nuevas Letras Fiscales de Liquidez (LeFi), se logró la reducción de los puts bancarios y se recortó la tasa de pases activa. Además comenzaron a flexibilizarse algunas restricciones cambiarias para importadores, exportadores y personas que estaban impedidas a realizar operaciones cambiarias a través de dólares MEP/CCL. Tras la aprobación de la Ley Bases el gobierno oficializó el régimen de blanqueo de capitales y se anunció la creación del Ministerio de Desregulación y Transformación, a cargo Federico Sturzenegger, con el que pretende “modernizar y liberar la mayor parte de las trabas que frenan al sector privado” y aumentar la eficiencia y eficacia de la Administración Pública, en la medida que se simplifica y reduce el tamaño del Estado.

En el plano financiero, el dólar oficial (\$932) avanzó 2,3% en el mes mientras el MEP (\$1.293) y el CCL (\$1.285) cayeron 4,1% y 4,8%, respectivamente. La brecha terminó cerca del 40% aunque llegó a ubicarse en el 56%, valores máximos desde enero. El Riesgo País, que tocó su mínimo a fines de abril (1.148) ha mostrado una tendencia creciente desde entonces, cerrando el mes en 1.507 puntos.

El intercambio comercial argentino presentó un resultado favorable, producto de un incremento en las exportaciones y una disminución en las importaciones, permitiendo así alcanzar un saldo comercial superavitario y consolidar una tendencia positiva por séptimo mes consecutivo. El análisis de estos resultados no solo proporciona una perspectiva cuantitativa del comercio exterior, sino que también resalta las dinámicas económicas subyacentes que impulsan este panorama.

En este periodo destaca la cotización de la soja en mínimos históricos, con los futuros para agosto en Chicago ubicándose en USD 387,55, lo que representa una disminución del 23% en 2024. Esta caída impacta negativamente en las finanzas del Estado, dado que los productores, desalentados por los bajos precios y las altas retenciones, han acumulado cerca de 24 millones de toneladas en silobolsas y más de 7 millones de toneladas en espera de fijación de precio. Se estima que el sector agropecuario conserva aproximadamente USD 13.000 millones en soja, afectando la liquidez del mercado y la capacidad de recaudación del Estado.

La falta de divisas es una preocupación creciente, con reservas netas en negativo por alrededor de USD 4.000 millones y la posibilidad de una pérdida adicional de hasta USD 3.000 millones en los próximos meses. Además, las recientes medidas, tendientes a eliminar la emisión monetaria y preparar la liberación del cepo cambiario, podrían intensificar la escasez de divisas. La incertidumbre sobre el futuro del Crawling Peg y la efectividad de las políticas para controlar la inflación y equilibrar las cuentas fiscales generan reacciones mixtas en el mercado, reflejando tanto expectativas de desaceleración inflacionaria como preocupaciones sobre la implementación del nuevo plan económico.



En el plano internacional, los acontecimientos de los últimos 30 días en Estados Unidos han sometido a su democracia a una prueba prácticamente sin precedentes, intensificando la polarización partidista hasta un nivel extremo y generando repercusiones en los mercados financieros a nivel global. Mientras tanto, China ha experimentado un notable crecimiento en sus exportaciones, alcanzando el ritmo más acelerado en más de un año. Este aumento se sustenta en productos de alta calidad impulsados por la tecnología y se produce en un contexto de crecientes tensiones comerciales con Europa y Estados Unidos.

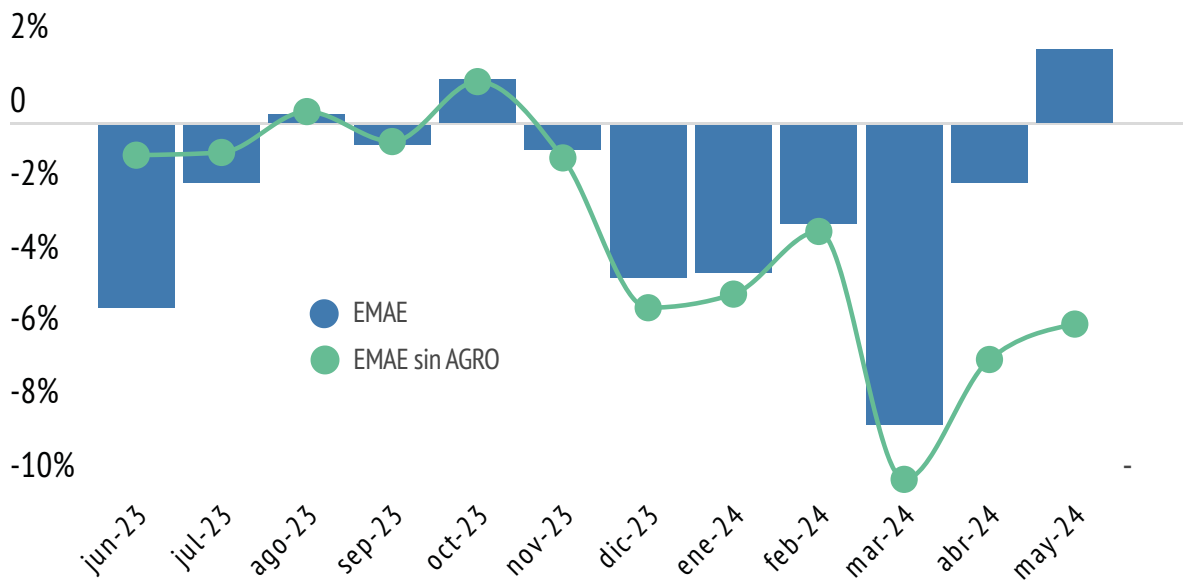
ACTIVIDAD ECONÓMICA

Los datos de mayo y algunos preliminares de junio son consistentes con un leve repunte de la actividad económica, luego de encontrar un piso entre marzo/abril. El escenario actual se encuentra lejos del rebote en “V” defendido por el gobierno y gran parte de la recuperación observada en mayo se debe a factores extraordinarios, como veremos a continuación. A pesar de ello, algunos indicadores de actividad de consultoras privadas han confirmado también un crecimiento moderado en junio en su forma desestacionalizada, reafirmando la hipótesis de incipiente recuperación.

Volviendo a mayo, el Estimador de Actividad Económica (EMAE) confirmó que la economía creció de manera desestacionalizada y por primera vez en 8 meses, mostrando una suba mensual de 1,3%. Con respecto a igual mes de 2023, también se cortó una racha negativa que llevaba 6 meses consecutivos, registrándose una suba interanual de 2,3%, aunque en esta oportunidad tuvo la ayuda del sector agropecuario, cuya base de comparación es la sequía del año pasado.

ESTIMADOR MENSUAL DE ACTIVIDAD ECONÓMICA (CON AGRO Y SIN AGRO)

Variación anual (%). Período junio 2023 a mayo 2024



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



Mientras que el resto de los sectores económicos del EMAE mostraron variaciones (+/-) que alcanzaron como máximo el 22%, el sector “Agricultura, ganadería, caza y silvicultura” creció un 103,3% de manera interanual. Para tomar una dimensión de dicho impacto, al estimar la evolución del EMAE sin considerar el aporte del campo, la economía habría caído en mayo un 5,5% anual. Tomando los primeros 5 meses del año, la economía se contrajo 2,9% frente a igual periodo de 2023. Esto muestra una mejora con respecto al acumulado que arrojaban meses previos: el año comenzó cayendo 4% y para marzo la baja acumulada ya era del 5,1%.

La segunda parte del año seguirá marcada por la persistencia y profundidad de factores que vienen afectando negativamente los niveles de demanda, en un contexto donde la política económica tiene un marcado perfil contractivo. Éstos, difícilmente se reviertan en el corto plazo: el incremento del desempleo y el deterioro del poder adquisitivo.

El primero ya había mostrado un salto en su medición trimestral (1T-24), aunque la contracción del empleo registrado que viene desde noviembre de 2023, continuó también en abril con una destrucción de 28 mil puestos de trabajo (último dato del SIPA). Contando desde diciembre de 2023, la destrucción de empleo registrado roza los 100 mil puestos. Con respecto al poder adquisitivo, particularmente el salario real, se ha recuperado parcialmente y de manera muy heterogénea.

En todos los casos sigue por debajo de los niveles de noviembre pasado (los salarios registrados privados y públicos, caen 6,6% y 18,5%, respectivamente). El salario no registrado está un 22,4% por debajo del mes de referencia. En cambio, si consideramos exclusivamente el 2024, el salario privado le viene ganado a la inflación y ya se encuentra en terreno positivo (+5,6%), el salario real público viene perdiendo 3% y el salario informal un 9,5%.

De esta forma, la dinámica que adquiera la actividad económica dependerá en última instancia de una recomposición tanto de los salarios, como de la masa salarial, y que se reactiven los sectores más vinculados a la demanda doméstica, como el comercio, la industria y la construcción, sectores con un panorama más heterogéneo e incierto. El sector que hoy se muestra más vigoroso, el exportador (agro, minería, energía), no es suficiente para revertir la fase recesiva actual, ya que representa menos del 20% del producto.

INFLACIÓN

En junio se cortó la racha descendente y los precios se aceleraron levemente, empujados por los aumentos en precios regulados. El Índice de Precios al Consumidor registró un avance de 4,6% en junio (+0,4 p.p. respecto a mayo), mientras que los precios regulados (en este caso, servicios públicos, prepagas, telefonía y educación) mostraron un incremento del 8,1% mensual.



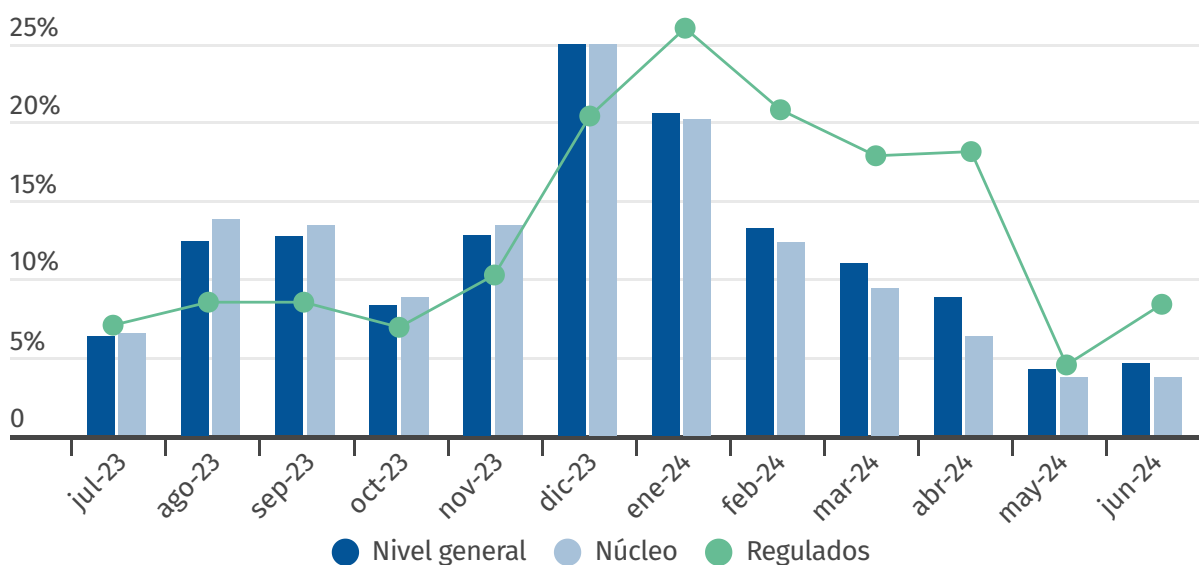
Precisamente, de las 12 divisiones que componen el IPC, el rubro “Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles” subió mensualmente 14,3%, rubro que salvo la excepción de mayo (2,5%), viene mostrando en 2024 subas mensuales que no bajan del 13%.

Sin embargo, la dinámica que refleja la medición Núcleo (que excluye estacionales y regulados) se mantuvo en junio en el mismo valor de mayo (3,7%), y continúa siendo el registro más bajo desde enero de 2022. Declaraciones recientes tanto de Milei como de Caputo sugieren que la inflación núcleo será la medición de referencia para definir la política económica a futuro (por ejemplo, la convergencia entre la tasa de devaluación y tasa de inflación, o para definir la tasa de política monetaria), por lo que deberemos prestarle una mayor atención a su evolución futura.

Por su parte, la inflación interanual se ubicó en 271,5% (lleva ya dos meses desacelerándose desde el máximo de abril) y en el primer semestre de 2024 acumuló un 79,8%.

INFLACIÓN MENSUAL GENERAL, NÚCLEO Y REGULADOS (2023/2024)

Indice de Precios al Consumidor. Variación porcentual mensual



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

De cara al segundo semestre, uno de los principales interrogantes gira en torno a si será posible perforar los niveles que marca la inflación núcleo, y ya no tanto en normalizar el crecimiento de los precios desde los niveles de shock de comienzos de año. El primer semestre de 2024 contó con la ayuda del dólar oficial que corrió detrás de los precios y una fuerte recesión que ha permitido una desinflación por debajo de la esperada por el mercado, acompañada de un reordenamiento en el plano fiscal y monetario, que fue quitándole pesos a la economía.



Hoy preocupa la sostenibilidad de dicho proceso, ya que en ausencia de hechos semejantes a los que vimos al comienzo de la gestión, la velocidad a la que crecen los precios pasa a depender más de la micro que de la macro (como sucedió en junio con los aumentos de tarifas, que fueron suficientes para revertir la tendencia mensual).

La estacionalidad de algunos precios y el incremento de la brecha cambiaria son otros aspectos que pueden complicar la etapa actual. El repunte de la actividad y una mejora del poder adquisitivo en los próximos meses, si se traduce en un contexto de mayor demanda, sería un momento propicio para algunos sectores para convalidar nuevos aumentos como también trasladar costos salariales a precios, lo que se traduciría en más inflación futura.

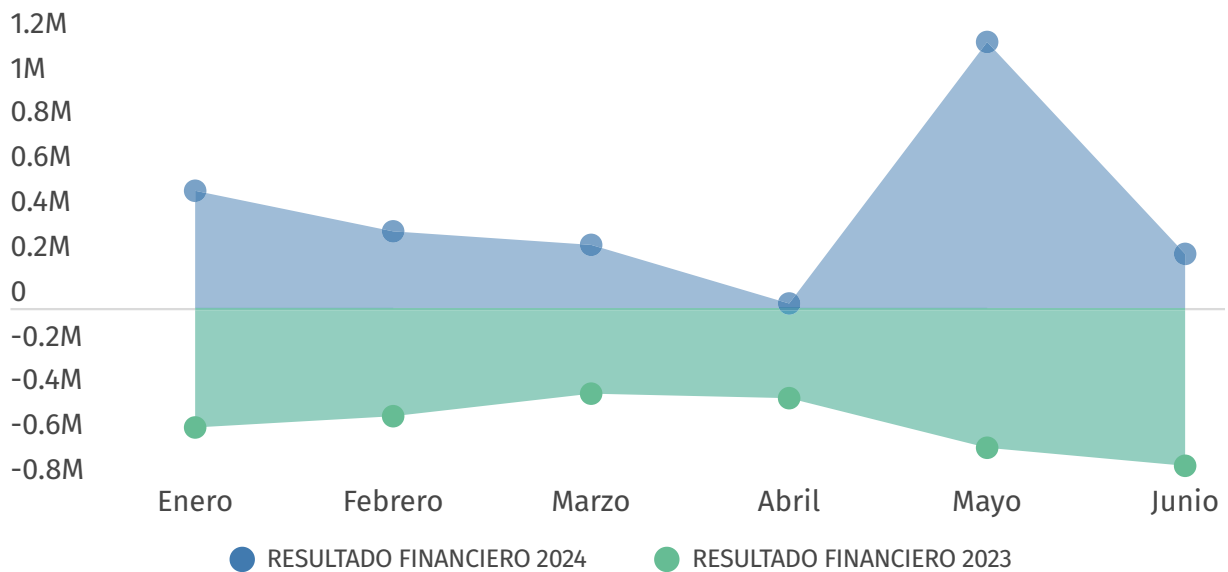
Esto sin abordar las implicancias de una eventual salida del cepo o si será necesaria una corrección cambiaria (o ambas), escenarios con baja probabilidad de ocurrencia en el corto plazo, pero que no debemos descartar por completo durante el segundo semestre del año. Por el momento, el gobierno sigue con su plan de alinear en torno al 2% el crecimiento de los precios con la pauta devaluatoria, como paso previo de la salida del cepo cambiario.

FISCAL, CAMBIARIO Y MONETARIO

El primer semestre del año finalizó con superávit fiscal primario y financiero, tanto en el acumulado como en cada mes de forma individual. De esta manera, junio terminó completando la seguidilla de buenos números fiscales para el gobierno, afianzando el ancla fiscal, y demostrando consecuencia entre el discurso y la praxis. En los primeros seis meses, el resultado primario fue de \$6.954.029,9 M (17% de los ingresos), mientras que luego de restar intereses netos por \$4.381.703,1 M, el resultado financiero fue de \$2.572.327 M (6,1% sobre ingresos).

RESULTADO FINANCIERO EN EL PRIMER SEMESTRE

En millones de pesos. Periodo 2023/2024



Fuente: Elaborado por **ElysiumConsultores** en base MECON



Al realizar la comparación de este último para los primeros semestres del año actual y el anterior, observamos claramente la mejora en términos fiscales, con 6 meses de resultados negativos en 2023, y un déficit que osciló en promedio en \$526.438 M, contra un superávit promedio en 2024 de \$428.721 M. En junio, el resultado primario fue de \$488.568,8 M, casi un 80% inferior al del mes anterior, mientras que los intereses netos resultaron \$250.380 M (-78% respecto a mayo), y el financiero \$238.189 M, un 80% menor a mayo.

Esta caída de junio respecto a mayo, se explica principalmente por la disminución en los ingresos de un 11%, y el aumento de los gastos primarios en un 12%. En el acumulado, los intereses representaron un 10,4% sobre los ingresos totales, y absorbieron el 63% del resultado primario. Este no es un dato menor, pensando en lo anunciado por el gobierno en relación al financiamiento de los nuevos instrumentos del tesoro, las Letras Fiscales de Liquidez (LeFi), a través del superávit primario, cortando con la emisión monetaria. Por el remanente que queda para financiar los pasivos remunerados, ahora del tesoro, es probable que se recurra a mayor ajuste fiscal. Resta ver si se harpa con más recesión por menor gasto o por aumento de impuestos.

RESULTADO FISCAL, INGRESOS E INTERESES		
	JUNIO 2024	ACUMULADO 2024
<i>RESULTADO PRIMARIO / INGRESOS</i>	6%	17%
<i>RESULTADO FINANCIERO / INGRESOS</i>	2,9%	6,1%
<i>INTERESES / RESULTADO PRIMARIO</i>	51,2%	63%
<i>INTERESES / INGRESOS</i>	3,1%	10,4%

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

Recursos

A nivel de ingresos, se observa en junio una menor recaudación en concepto de derechos de exportación e importación, con impuesto a las ganancias acompañando esta caída mes contra mes. En relación a este último, entendemos que se debe a un factor estacional, habiéndose registrado en mayo el mayor pago del mismo por parte de los contribuyentes. Por el lado de los derechos de importación, ya explicamos en el informe anterior la correlación que existe entre las compras al exterior y el crecimiento económico (se importa más cuando se crece, por ende, menos cuando hay recesión), mientras que el punto importante está en los derechos de exportación, que registraron una caída del 40% respecto a mayo.



¿Por qué es importante observar este concepto? Por la imperiosa necesidad del gobierno de recaudar dólares y hacer frente a la volatilidad cambiaria que hace crecer la brecha entre el dólar oficial y los dólares . Ya hemos advertido en informes precedentes que la liquidación del sector agroexportador viene por debajo de las registradas en mismos períodos años previos (ya sea con la sequía o por debajo de la media de los últimos años).

La situación es evidente, el campo presiona y espera por una devaluación que le permita mayor competitividad y que compense en parte los bajos precios internacionales de los principales commodities, a partir de un escenario actual de tipo de cambio real atrasado y de un ritmo de devaluación muy inferior a la tasa de inflación, representando esto para el gobierno una carrera contra el tiempo. En este sentido, la convergencia de las variables tasa de política monetaria, inflación y crawling peg, no parece estar cerca a pesar de los esfuerzos (ajustes) del gobierno, tanto desde el punto de vista monetario (cerrando las canillas de emisión) como desde el punto de vista fiscal (ajustando partidas de gasto).

El mercado sigue, en nuestra opinión, sin comprar estabilidad, previsibilidad ni sostenibilidad en el plano cambiario y fiscal. Esto lo observamos no sólo en la brecha cambiaria que se sitúa en niveles superiores al 40%, sino también en el riesgo país (con caída en los precios de los bonos soberanos en consecuencia), y en las posiciones de dólar futuro en ROFEX, que de manera implícita descuentan un crawling peg más cercano al 4% mensual (\$1169,5 en diciembre) que al 2% actual que sostiene y ratifica permanentemente el gobierno.

Posición	Precio de Ajuste al 26/07			Volumen Semanal		IA al Cierre	
	Ajuste	Var.Sem.\$	Var.Sem.%	Contratos	Var.Sem.%	Contratos	Var.Sem.%
DLR072024	934,50	-4,50	-0,5%	799.195	90%	855.017	-7%
DLR082024	972,50	-6,50	-0,7%	438.247	106%	626.662	34%
DLR092024	1.016,00	-11,00	-1,1%	181.213	130%	172.479	6%
DLR102024	1.065,00	-12,00	-1,1%	104.938	446%	125.705	51%
DLR112024	1.117,00	-4,00	-0,4%	87.642	11%	146.264	-9%
DLR122024	1.169,50	-7,00	-0,6%	55.874	-36%	336.226	2%
DLR012025	1.228,00	-8,00	-0,6%	19.051	26%	58.192	24%
DLR022025	1.275,00	-18,00	-1,4%	905	-74%	12.745	3%
DLR032025	1.318,00	-15,00	-1,1%	21.927	338%	74.922	19%
DLR042025	1.364,00	-10,00	-0,7%	5.338	401%	16.876	18%
DLR052025	1.400,00	-20,00	-1,4%	13.851	30%	34.680	14%
DLR062025	1.448,00	-14,00	-1,0%	10.123	-28%	18.834	16%
PROMEDIO/TOTAL		-10,83	-0,9%	1.738.304	84%	2.478.602	8%

Fuente: Matba Rofex (26/07/2024)



En materia de política monetaria, la tasa de interés efectiva sigue en 49,15%, negativa (inferior a la inflación) y agregando un incentivo a que los pesos sobrantes en la economía viajen al dólar como refugio de valor.

Creemos que esta variable deberá reacomodarse, subiendo entonces la tasa de política monetaria a niveles que acompañen la tasa de inflación mensual, más temprano que tarde, ofreciendo una tasa real positiva. Ante esto, recomendamos a nuestros clientes importadores tomar posiciones de cobertura cambiaria, que mitiguen el riesgo devaluatorio ante un probable encarecimiento del tipo de cambio oficial. De esta manera, si se toma cobertura y finalmente no ocurre la devaluación, lo que se pierde en lo financiero se gana en lo comercial, y si ocurre el escenario devaluatorio, lo que se pierde en lo comercial se cubrió con el instrumento financiero.

Los pasivos remunerados están casi en su totalidad a cargo del tesoro, luego de haber logrado el cambio de los pasivos de central a las LeFi (antes mencionadas). En este sentido, y como venimos sosteniendo en nuestros últimos informes, la calidad del esquema fiscal es imprescindible para lograr sostenibilidad en el superávit sin que se profundice la recesión y los problemas en el tejido social y productivo del país. Si esto se evita y la actividad se recupera, es probable que se puedan hacer frente a los intereses de este nuevo instrumento con recursos genuinos, sin emisión.

¿Y las reservas?

Las reservas internacionales se encuentran en niveles observados a fines de enero de 2024, e inclusive por debajo del nivel de agosto de 2023, más precisamente en USD 27.565 MM. El Banco Central está interviniendo en el mercado, vendiendo divisa extranjera en busca de contener el aumento de los dólares financieros, por lo que el ritmo de compra observado en los primeros meses del año ya no es tal, con posición neta vendedora a fines de junio y en lo que va de julio para la entidad monetaria, representando uno de los principales problemas ante la intención (y necesidad) de salir del cepo cambiario, por falta de los dólares necesarios para lograrlo sin turbulencias.

A esto, se suma la comunicación "A" 8074 del BCRA, a través de la cual la entidad cambia el esquema a las empresas de acceso al mercado de cambios para cursar pagos diferidos por el valor FOB de las importaciones, permitiendo a partir del mes de agosto, cancelar las obligaciones en dos cuotas del 50% cada una, a 30 y 60 días respectivamente, en lugar de las cuatro actuales. Creemos que esto puede ayudar a reducir la brecha entre las distintas cotizaciones de la moneda norteamericana, por impacto bajista en el contado con liquidación (CCL), pero también generará un mayor estrés cambiario, con menor acumulación de reservas (que se estancó en mayo), y mayor presión sobre el tipo de cambio.

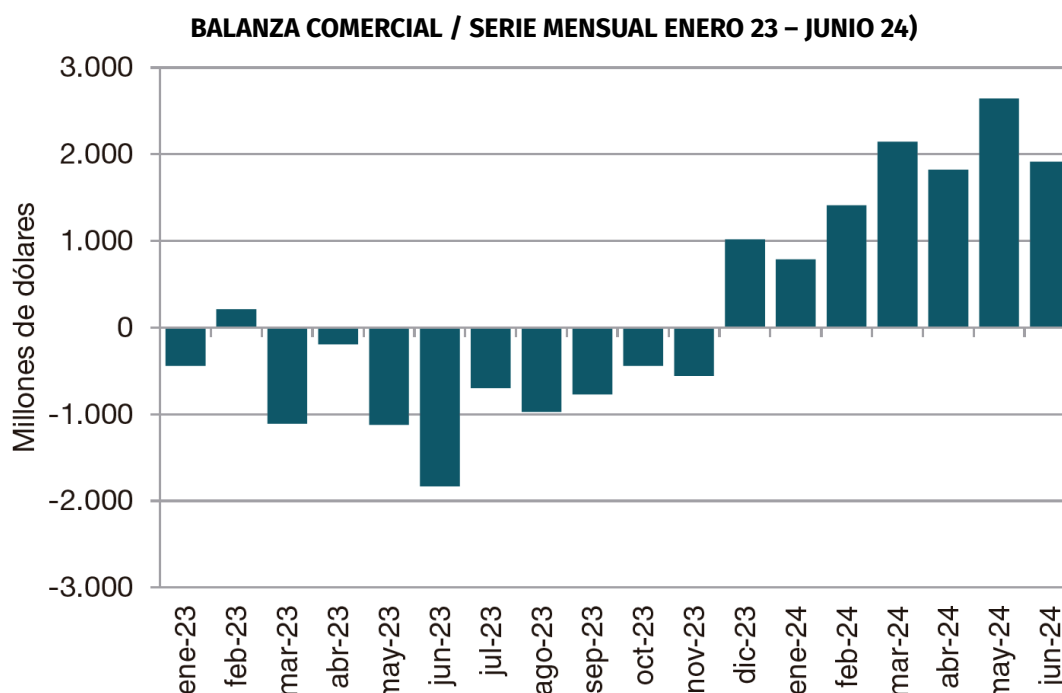


La agenda de vencimientos en moneda extranjera de 2025 agrega otra variable de complicación. Entendemos que la salida que busca el gobierno ante este escenario, es el de lograr obtener fondos frescos de organismos internacionales, e inclusive un nuevo acuerdo con el FMI, lo que le permitiría sostener la política cambiaria perfilando una salida más ordenada del cepo.

En conclusión, existen buenos resultados con los cuales el gobierno cierra su primer semestre, bajando la inflación, acumulando reservas y consiguiendo superávit fiscal en los seis meses de manera consecutiva, luego de heredar una situación económica muy complicada, con riesgos de espiralización inflacionaria. Sin embargo, tal como lo venimos sosteniendo, los desafíos son aún importantes en cuanto a la sustentabilidad del plan económico, con dificultades en “las anclas” fiscales y monetarias que ya fueron percibidas por el mercado y descontadas en los precios de los activos argentinos. Será importante seguir monitoreando lo que suceda con el nivel de reservas y el tipo de cambio oficial, como así también los acuerdos que pueda alcanzar el ejecutivo con organismos internacionales que puedan oxigenar el plan económico.

COMERCIO INTERNACIONAL

En el mes de junio, el comercio exterior presentó un saldo comercial favorable, resultado de un incremento del 21,7% en las exportaciones y una disminución del 35,4% en las importaciones. Este desempeño permitió alcanzar un saldo comercial superavitario de 1.911 millones de dólares, una mejora significativa en comparación con el déficit de 1.833 millones de dólares registrado en el mismo mes del año anterior, consolidando la tendencia por séptimo mes consecutivo.



Fuente: INDEC



En el primer semestre, las exportaciones sumaron 38.176 millones de dólares, creciendo 14% i.a., mientras que las importaciones totalizaron 27.468 millones de dólares, cayendo 27,7% i.a. En ambos casos, las variaciones se debieron más a las cantidades comercializadas que a los precios, que en ambos fueron inferiores a los de igual semestre de 2023. El saldo comercial del primer semestre fue 10.708 millones de dólares.

Las exportaciones totalizaron 6.590 millones de dólares, impulsadas principalmente por un aumento del 30,2% en las cantidades comercializadas, a pesar de una reducción del 6,6% en los precios. Los productos primarios lograron un valor de 1.785 millones de dólares, un 40,1% más que en junio de 2023, debido en gran medida a un crecimiento del 62,8% en las cantidades, mientras los precios descendieron un 13,9%. Este panorama estuvo liderado por las ventas de semillas y frutos oleaginosos, que registraron un aumento del 308,6%.

Las manufacturas de origen agropecuario (MOA) crecieron un 16,1%, alcanzando 2.544 millones de dólares, con un incremento del 27,2% en las cantidades y una disminución del 8,7% en los precios. En términos de la Nomenclatura Común del Mercosur (NCM), los mayores incrementos se observaron en las ventas de porotos de soja, harina y pellets de soja, mientras que las exportaciones de maíz en grano, vehículos automóviles y aceite de girasol en bruto disminuyeron.

A su vez, las exportaciones netas de los principales productos y subproductos derivados del cultivo de la soja, como porotos de soja (excluidos para siembra), aceite de soja en bruto, harina y pellets de extracción del aceite de soja, así como biodiésel y sus mezclas, alcanzaron un superávit de 1.978 millones de dólares. Este resultado representa un incremento de 1.473 millones de dólares en comparación con el mismo período del año anterior. Este crecimiento en el saldo positivo se debió a un aumento de 907 millones de dólares en las exportaciones, junto con una disminución de 567 millones de dólares en las importaciones.

En contraste, las importaciones en junio ascendieron a 4.679 millones de dólares, lo que representó una reducción del 35,4% respecto al mismo mes de 2023, con descensos del 1,7% en los precios y del 34,5% en las cantidades. Los bienes intermedios (BI) fueron los más afectados, con una merma del 37,6%, resultado de una caída del 30,6% en las cantidades y del 10,0% en los precios. Las piezas y accesorios (PyA) se redujeron un 37,3%, principalmente debido a una disminución del 42,5% en las cantidades, aunque los precios aumentaron un 9,0%. Las importaciones de bienes de capital (BK) disminuyeron un 34,8%, con una contracción del 38,6% en las cantidades y un incremento del 5,8% en los precios. Los bienes de consumo (BC) registraron una baja del 29,7%, con una merma del 29,9% en las cantidades y un leve aumento del 0,2% en los precios.

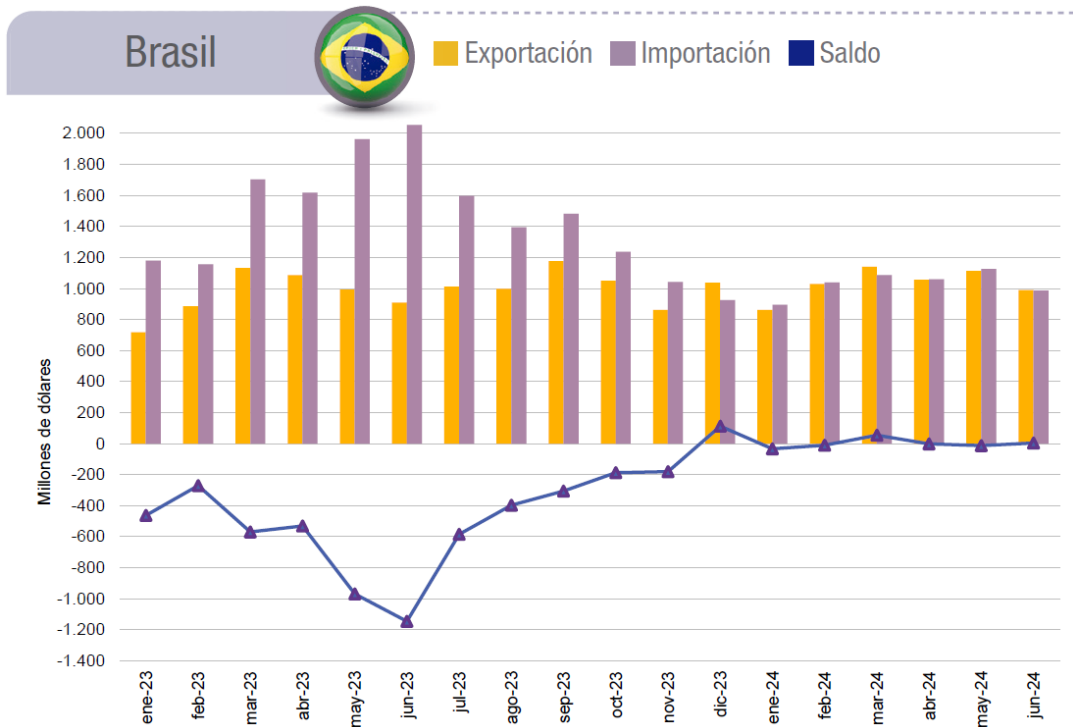


En términos de la Nomenclatura Común del Mercosur (NCM), las importaciones más afectadas fueron las de porotos de soja, gas natural licuado y partes de teléfonos y aparatos de emisión.

El intercambio comercial con el MERCOSUR mostró un saldo negativo de 110 millones de dólares, con exportaciones que alcanzaron 1.245 millones de dólares, lo que representa un incremento del 8,8% en comparación con el mismo mes del año anterior, impulsado principalmente por un aumento en las ventas de manufacturas de origen industrial (MOI). De estas exportaciones, el 79,5% se dirigió a Brasil, seguido por Uruguay (9,0%), Paraguay (8,6%) y Venezuela (2,9%). Entre los productos destacados se encuentran las exportaciones de trigo y morcajo, así como malta sin tostar.

Por otro lado, las importaciones desde esta región totalizaron 1.355 millones de dólares, lo que representa una disminución del 44,3% en relación al mismo período de 2023, debido principalmente a menores adquisiciones de bienes intermedios (BI). La mayoría de las compras provino de Brasil (72,8%), seguido de Paraguay (23,6%) y Uruguay (3,6%), siendo los porotos de soja excluidos para siembra los productos más relevantes, representando el 22,9% del total. En junio de 2024, Brasil continuó siendo un destino clave, recibiendo el 15,0% de las exportaciones argentinas y el 79,5% de las dirigidas al bloque. Durante este período, se registró un superávit de 4 millones de dólares, con exportaciones que sumaron 990 millones de dólares, lo que implica una variación positiva del 9,0% respecto al mismo mes de 2023, nuevamente atribuido al aumento en las ventas de MOI.

INTERCAMBIO COMERCIAL ARGENTINO CON BRASIL. ENERO 2023-JUNIO 2024



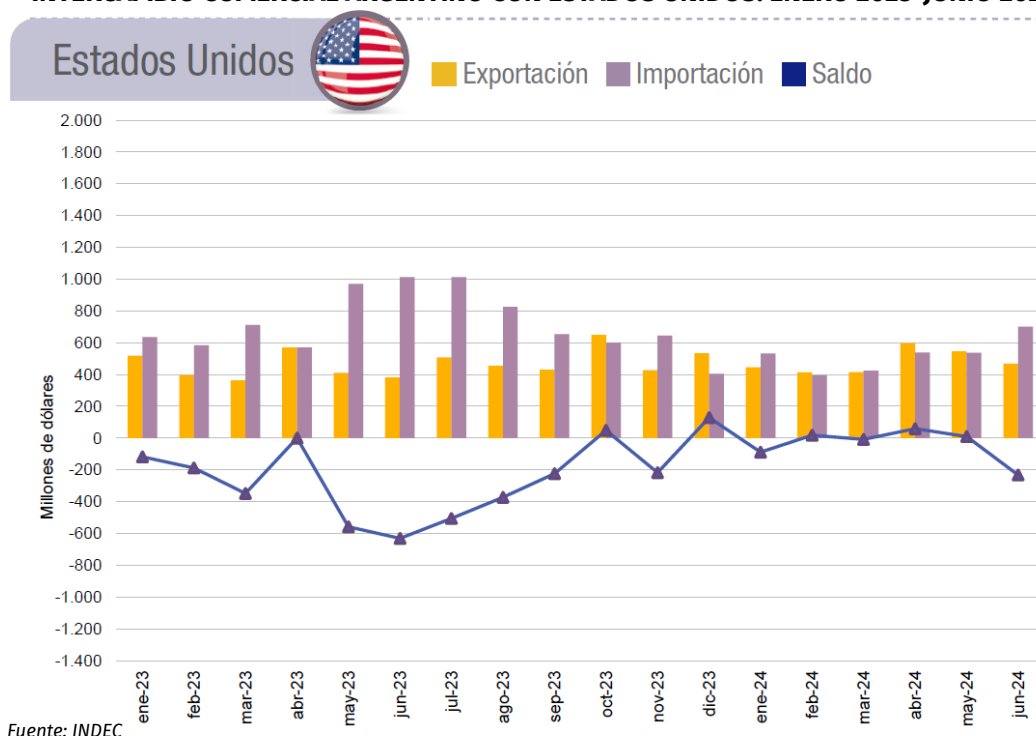
Fuente: INDEC



Con respecto a USMCA (Estados Unidos, México y Canadá), se registró un déficit de 248 millones de dólares. Las exportaciones alcanzaron 581 millones de dólares, lo que representa un aumento interanual del 16,6% (83 millones de dólares), principalmente impulsado por mayores ventas de productos primarios (PP) y productos químicos y de equipos (CyE). Estados Unidos fue el principal destino de estas exportaciones, absorbiendo el 80,7% del total, seguido por México con un 10,3% y Canadá con un 9,0%.

En términos de intercambio comercial, el saldo con Estados Unidos mostró un déficit de 232 millones de dólares. Las ventas a este país sumaron 469 millones de dólares, con un incremento del 22,8% (87 millones de dólares) en comparación con el mismo período de 2023, atribuible a una mayor demanda de CyE y PP. Los principales productos exportados incluyeron aceites crudos de petróleo y oro para uso no monetario, que juntos representaron el 45,7% de las ventas hacia este destino. Las importaciones desde Estados Unidos ascendieron a 701 millones de dólares, destacándose el gas natural licuado y el gasoil como los principales productos adquiridos. En conjunto, el comercio con USMCA representó el 8,8% de las exportaciones y el 17,7% de las importaciones totales.

INTERCAMBIO COMERCIAL ARGENTINO CON ESTADOS UNIDOS. ENERO 2023-JUNIO 2024

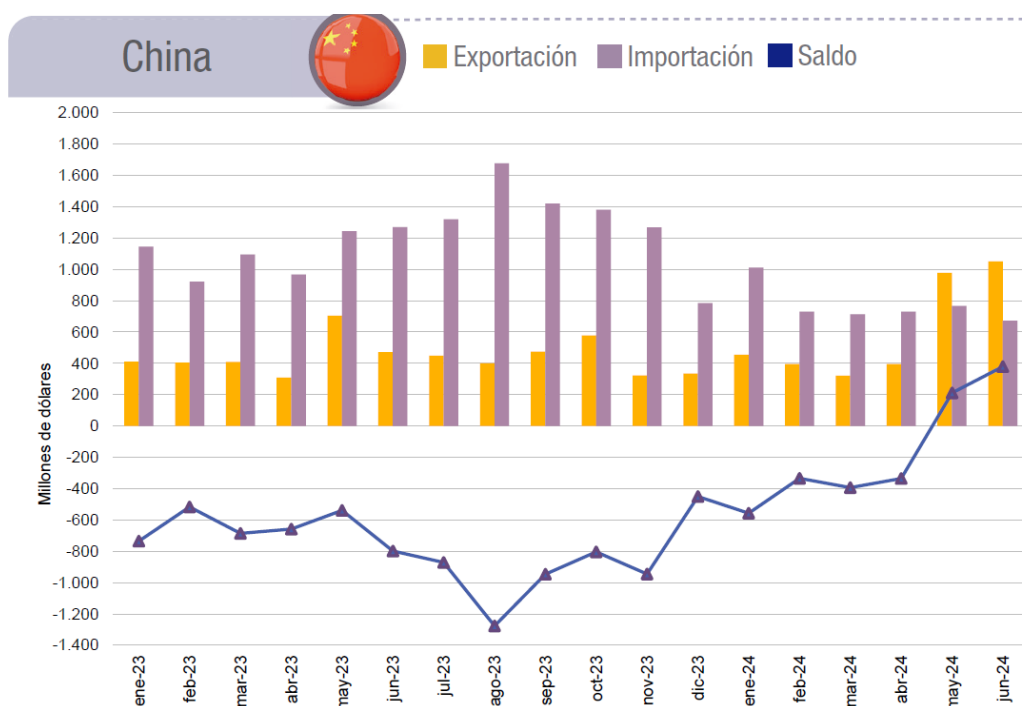


El intercambio comercial con China registró un saldo positivo de 379 millones de dólares en junio, impulsado por exportaciones que sumaron 1.051 millones de dólares, lo que representa un incremento interanual del 122,9% (579 millones de dólares). Este aumento se debe principalmente a una ampliación en las ventas de productos primarios (PP), siendo los porotos de soja excluidos para siembra los más destacados, concentrando el 56,1% de los despachos totales.



Por otro lado, las importaciones desde China alcanzaron 672 millones de dólares, experimentando una disminución del 47,1% en comparación con junio de 2023, equivalente a una reducción de 598 millones de dólares. Esta caída se atribuye principalmente a un descenso en las adquisiciones de bienes de capital (BK), que disminuyeron en 189 millones de dólares, y de piezas y accesorios (PyA), que bajaron en 160 millones de dólares. En el caso de los BK, la disminución más significativa provino de menores compras de bienes de capital excluido equipos de transporte, que descendieron en 143 millones de dólares. Asimismo, en las PyA, el decrecimiento más notable se observó en las importaciones de piezas y accesorios para bienes de capital, que cayeron en 75 millones de dólares.

INTERCAMBIO COMERCIAL ARGENTINO CON CHINA. ENERO 2023-JUNIO 2024



Fuente: INDEC

Por último, en junio de 2024, las exportaciones netas de productos y subproductos derivados del cultivo de la soja alcanzaron un valor de 1.978 millones de dólares, lo que representa un aumento del 292,3% en comparación con el mismo mes del año anterior. Este resultado se sustentó en exportaciones totales de 2.288 millones de dólares, que experimentaron un incremento del 65,7% interanual. Este crecimiento fue impulsado por un aumento del 87,2% en las cantidades exportadas, a pesar de una disminución del 11,5% en los precios.

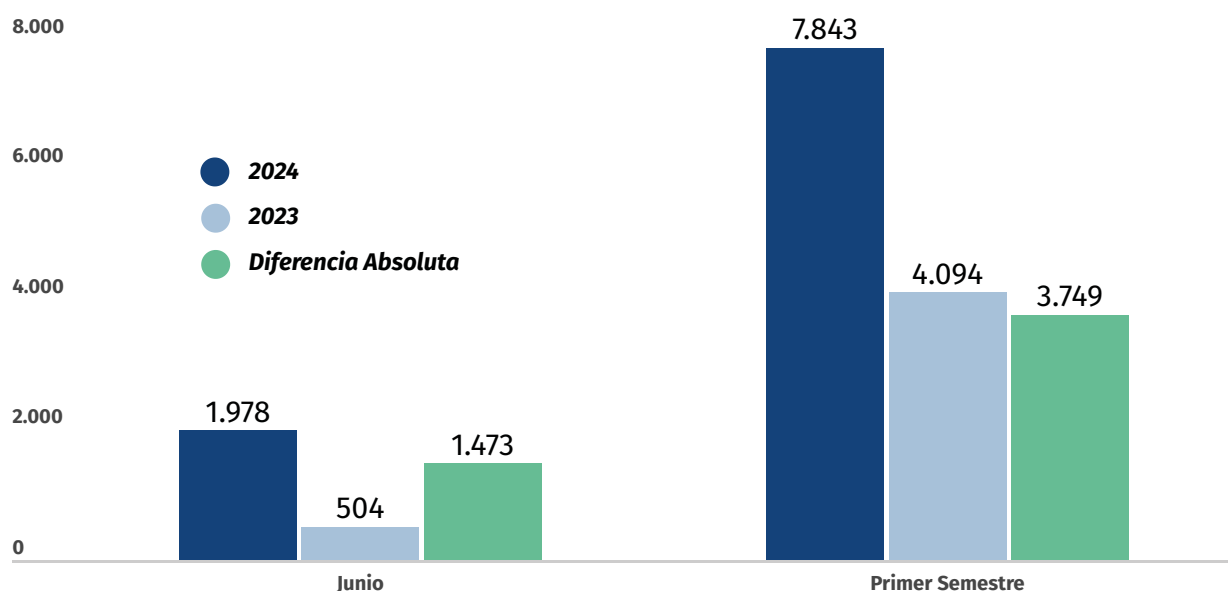
Las ventas más significativas incluyeron porotos de soja (679,5%), harina y pellets de extracción del aceite de soja (61,4%), y aceite de soja en bruto (40,5%). Sin embargo, las exportaciones de aceite de soja no clasificado y aceite de soja refinado en envases de ≤ 5 litros mostraron descensos de 31,2% y 2,0%, respectivamente. Las importaciones se situaron en 310 millones de dólares, lo que representa una disminución de 567 millones de dólares en relación con el mismo periodo del año anterior.



En el primer semestre de 2024, las exportaciones netas de productos relacionados con la soja alcanzaron 7.843 millones de dólares, superando en 3.749 millones de dólares (91,6%) las cifras del mismo periodo de 2023. Las ventas totales al exterior fueron de 9.595 millones de dólares, con un incremento del 27,6% interanual, atribuible a un aumento del 57,7% en las cantidades y a una reducción del 19,0% en los precios. Entre los productos que registraron mayores subas en volumen se encuentran los porotos de soja (301,3%) y el aceite de soja no clasificado (160,7%). En contraposición, las importaciones de productos derivados de la soja fueron de 1.752 millones de dólares, lo que implica una caída de 1.671 millones de dólares en comparación con el mismo periodo del año anterior.

EXPORTACIONES NETAS DE LOS PRINCIPALES PRODUCTOS DE LA SOJA

En millones de dólares. Junio y primer semestre de 2024



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

PANORAMA INTERNACIONAL

EEUU

En enero de este año, en nuestro [artículo](#) sobre riesgos globales proyectados para 2024, señalamos que el sistema político de los Estados Unidos enfrentaría una disfuncionalidad que superaría a la de cualquier otra democracia industrial avanzada, amenazando con un debilitamiento adicional. Asimismo, advertimos que las elecciones presidenciales agravarían la división política del país, sometiendo a la democracia estadounidense a una prueba sin precedentes. Los acontecimientos suscitados en los últimos 30 días, que incluyen el debate entre el actual presidente Joseph Biden y Donald Trump, el intento de magnicidio contra Trump y la renuncia de Biden a su candidatura presidencial, han confirmado empíricamente tal pronóstico, llevando la polarización partidista reinante a un punto culminante.



El 27 de junio se llevó a cabo el debate presidencial más prematuro —forzado e ¿intencional?— en la historia reciente de Estados Unidos, entre los candidatos que se impusieron en las internas de los partidos Demócrata y Republicano. La campaña de Biden tenía la urgencia de disipar los temores respecto a su edad y los cuestionamientos sobre su capacidad para gobernar el país durante cuatro años más. El evento estuvo marcado por la notable incapacidad de Biden para articular argumentos de manera efectiva frente a su oponente y por una aparente desconexión con la realidad política actual.

Tras el controvertido desempeño, una creciente inquietud se apoderó de figuras destacadas dentro del Partido Demócrata y de los principales donantes, quienes presionaron para que el presidente en ejercicio renunciara a su candidatura. Finalmente, el 21 de julio, ante la presión de estos sectores, Joseph Biden anunció, a través de una carta publicada en sus redes sociales, que no se presentará a la reelección. La candidatura de la vicepresidenta Kamala Harris, aunque esperada, será definida en la Convención Demócrata en Chicago en agosto. A pesar de que las primarias favorecieron a Biden, esto no asegura la transferencia de votos a otro candidato.

La campaña presidencial ha experimentado una suerte de “giro”, incrementando la incertidumbre electoral. Será crucial determinar si Harris puede mejorar los resultados de Biden en estados clave del medio oeste, como Pensilvania, Michigan y Wisconsin, que serán determinantes en las elecciones.

En un contexto caracterizado por el relativo favoritismo de Trump para imponerse en las elecciones presidenciales del 5 de noviembre de 2024, Estados Unidos experimentó un evento sin precedentes en más de cuatro décadas. Por primera vez desde 1981, un presidente o expresidente fue herido en un intento de magnicidio, ocurrido cuando un hombre armado abrió fuego contra Donald Trump durante un acto de campaña en Butler, Pensilvania. Este hecho de violencia política ocurre en un momento especialmente volátil de la historia de Estados Unidos y agrava la ya convulsionada campaña electoral hacia la Casa Blanca.

Un triunfo de Trump podría dar lugar a políticas que favorezcan una combinación de medidas fiscales más laxas y un mayor proteccionismo. Estas disposiciones se traducirían en un dólar fuerte, un incremento en los rendimientos de los bonos del Tesoro estadounidense y un crecimiento en las acciones de los sectores bancario, de salud y energía. El índice del dólar (DXY) brindó una de las primeras señales sobre cómo los mercados podrían ajustarse ante una posible victoria de Trump, registrando un aumento en las horas posteriores al debate presidencial.

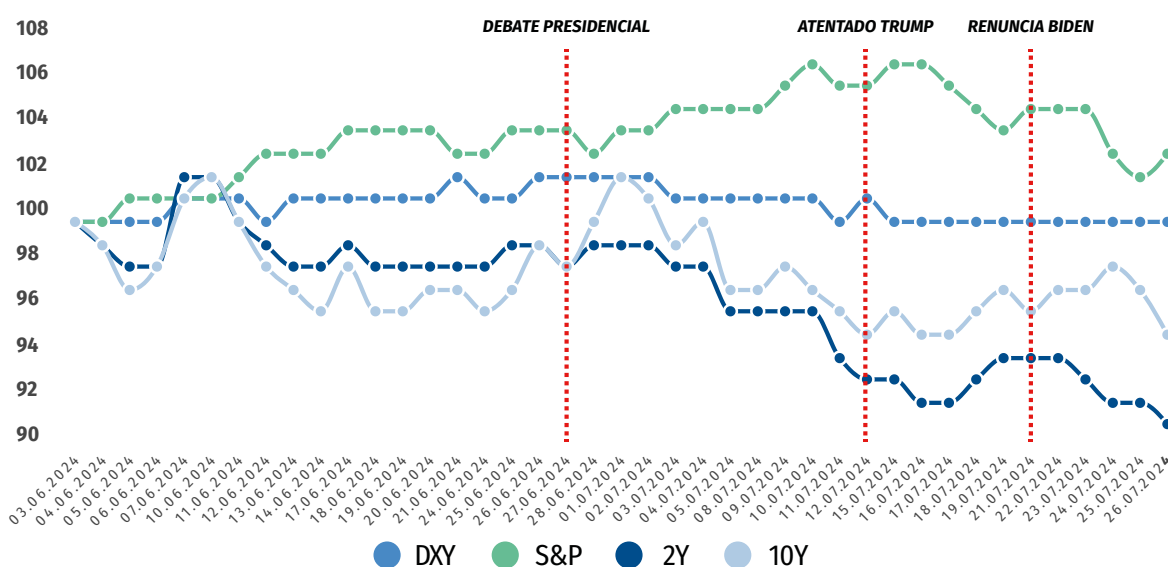
En este marco, Trump ha propuesto recortes impositivos y la implementación de aranceles sustanciales, como un 60% a las importaciones de China y un 10% a las del resto del mundo.



Tales gravámenes podrían elevar la inflación y forzar a la Reserva Federal a aumentar las tasas de interés en un número de ocasiones superior al que se prevé en condiciones normales. De este modo, se incrementaría la probabilidad de un entorno inflacionario y reforzaría el valor del dólar, dada su promesa de mayores aranceles y una postura más rígida respecto a la inmigración. Este conjunto de factores sugiere que los rendimientos de los bonos a largo plazo podrían experimentar un aumento, anticipando un cambio en las condiciones del mercado. En tal sentido, las jornadas posteriores al debate, los rendimientos de los bonos a 10 años subieron aproximadamente 13 puntos básicos en comparación con las tasas a 2 años, marcando el mayor empinamiento de la curva desde octubre.

EVOLUCIÓN DEL ÍNDICE DÓLAR, S&P Y BONOS USA A 2 Y 10 AÑOS

Todas las series tienen como base = 100 el 3 de junio de 2024



Fuente: Elaborado por **ElysiumConsultores** en base a Tradingview.com

Las implicaciones de una victoria de Trump se extienden más allá de las fronteras de Estados Unidos, afectando a mercados emergentes como el argentino. Un dólar fortalecido encarecería las importaciones para estos países, lo que podría incrementar la inflación y complicaría el servicio de las deudas denominadas en dólares, exacerbando los problemas de deuda externa. La aversión al riesgo entre los inversores podría llevar a una salida de capitales de mercados emergentes, disminuyendo la demanda de activos y aumentando el costo del financiamiento externo tanto para el gobierno como para las empresas locales.

Cabe mencionar que la economía global ha mostrado una notable capacidad de adaptación frente a la agitación mundial. En respuesta a la intensificación de la guerra comercial, las empresas occidentales han redirigido sus cadenas de suministro hacia países como Vietnam e India, manteniendo a menudo vínculos ocultos con China en lugar de romperlos completamente. La economía alemana, al verse obligada a dejar de depender del gas ruso, se ajustó en lugar de colapsar.



Los daños causados por los aranceles han sido eclipsados por el prolongado auge del empleo en Estados Unidos y los estímulos derivados de sus enormes déficits. La innovación, especialmente la inteligencia artificial generativa, ha avanzado considerablemente. Sin embargo, es ingenuo pensar que la economía global es inmune a la política, ya que su prosperidad depende de una base republicana, democrática y pacífica.

En tal sentido, los países que no participan en el actual boom bursátil ilustran las consecuencias de una política adversa y de las perturbaciones del comercio. China, por ejemplo, ha visto una caída del 10% en su mercado en términos de dólares en el último año. En Occidente, el mercado bursátil británico ha tenido un rendimiento inferior desde el referéndum del Brexit en 2016, lo que ha afectado los flujos comerciales con sus socios más cercanos. Recientemente, las acciones de TSMC y otras empresas tecnológicas cayeron después de que Trump sugiriera que Taiwán debería pagar a Estados Unidos por sus garantías de defensa.

En este contexto, la economía estadounidense está más activa y su presupuesto más tensionado que al inicio del primer mandato de Trump, lo que sugiere una mayor probabilidad de inflación que de un crecimiento acelerado.

En un entorno de creciente incertidumbre económica y riesgo geopolítico, la capacidad de anticipar, sintetizar y aprovechar los riesgos para obtener beneficios potenciales se ha vuelto cada vez más determinante. La integración de la gestión del riesgo geopolítico con el monitoreo de tendencias tecnológicas, del consumidor y regulatorias en el proceso de planificación estratégica permite tomar decisiones informadas e identificar nuevas oportunidades.

Este enfoque integral utiliza herramientas como el análisis de tendencias y escenarios geopolíticos globales, la supervisión de operaciones en curso, la toma de decisiones de inversión y el monitoreo frecuente de eventos que puedan afectar al negocio. Adicionalmente, el cálculo del valor presente neto ajustado por riesgo y la definición de umbrales basados en índices de estabilidad permiten a las empresas e individuos actuar de manera oportuna y asumir riesgos calculados para mejorar la rentabilidad.

En un escenario empresarial global caracterizado por la hipercompetencia y la intensificación de los desafíos geopolíticos, construir organizaciones y procesos robustos de gestión del riesgo es esencial para navegar en un mundo incierto. Las empresas que logran integrar estas prácticas en su planificación estratégica no solo mitigan los riesgos, sino que también están mejor posicionadas para aprovechar las oportunidades emergentes. Por lo tanto, el desarrollo de una gestión del riesgo geopolítico eficaz no solo es una estrategia defensiva, sino una ventaja competitiva vital en el panorama internacional actual.

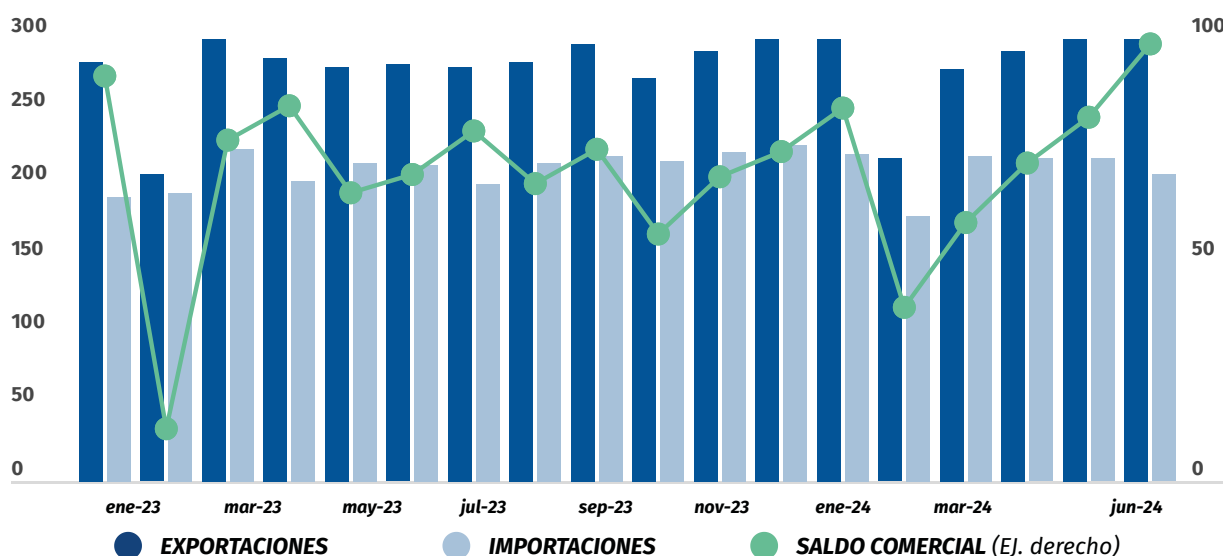


CHINA

En junio, las exportaciones de China experimentaron un notable crecimiento, alcanzando su ritmo más acelerado en más de un año. Este incremento, acompañado de una caída en las importaciones, resultó en un superávit comercial de USD 99.05 mil millones, superando las expectativas de USD 85 mil millones. El desempeño positivo en el comercio constituye un excepcional indicador de fortaleza para la economía china, en un contexto de crecientes tensiones comerciales con Europa y Estados Unidos.

EXPORTACIONES, IMPORTACIONES Y SALDO COMERCIAL DE CHINA

En miles de millones de dólares. Serie mensual 2023-2024



Fuente: Elaborado por Elysium Consultores en base a GACC

Diversos reportes sugieren que el aumento en las exportaciones podría estar relacionado con fabricantes que adelantan envíos para evitar los futuros aumentos en los aranceles estadounidenses, programados para agosto. Además, la interrupción de las rutas de envío a través del Mar Rojo, debido a los conflictos con militantes hutíes en Yemen, ha incentivado a los exportadores chinos a despachar bienes anticipadamente para garantizar su entrega durante el período navideño.

Concretamente, el crecimiento de las exportaciones fue impulsado por envíos de automóviles y semiconductores, mientras que las importaciones disminuyeron debido a una menor demanda de productos agrícolas y bienes relacionados con la propiedad, como la madera y el acero. En este contexto, Pekín sigue apoyándose en el sector manufacturero para sostener la economía nacional, demostrando una vez más la capacidad de adaptación y respuesta ante desafíos económicos y logísticos internacionales.

La búsqueda sostenida de Xi Jinping por un crecimiento económico "de alta calidad" impulsado por la tecnología está comenzando a rendir frutos. Los avances en vehículos eléctricos,



energía solar y semiconductores están ayudando a China a mitigar la caída en el sector inmobiliario. La abundancia de tecnologías verdes económicas en los mercados globales ha fortalecido la resiliencia económica del país, aunque también ha provocado respuestas proteccionistas de gobiernos en EE.UU. y Europa, preocupados por la posible pérdida de empleos debido al poder industrial chino.

Para Xi, estas reacciones proteccionistas solo refuerzan su determinación de alcanzar la autosuficiencia en áreas estratégicas, como los chips de computadora avanzados, para asegurar que China no se vea obstaculizada por tensiones comerciales o militares. Esta transformación es la que propuso en octubre de 2017 durante el congreso quinquenal del Partido Comunista, donde presentó planes para la transición de un crecimiento acelerado a uno de alta calidad.

En una reunión clave en diciembre de 2017, Xi destacó que, desde la década de 1960, solo una docena de las más de 100 economías de ingresos medios han logrado convertirse en economías de altos ingresos, y señaló que aquellos países que tuvieron éxito experimentaron una transformación de cantidad a calidad en términos de crecimiento económico tras un periodo de rápida expansión.

Entre 2018 y 2023, el PIB relacionado con industrias de alta tecnología, como la medicina, equipos avanzados, tecnología de la información y comunicaciones, servicios, e investigación y desarrollo, se expandió en promedio un 12%, superando significativamente el crecimiento nominal del PIB del 7%. Este enfoque en el avance tecnológico está programado para ser priorizado al menos por otra década, consolidando la estrategia de crecimiento de alta calidad promovida.

No obstante, el enfoque tecnológico en China ha generado un impacto negativo en otras industrias tradicionales, como el sector inmobiliario, que están siendo relegadas a un segundo plano. La debilidad del mercado inmobiliario ha socavado la confianza del consumidor y contribuido a un desempleo juvenil preocupantemente alto. Además, las intensas guerras de precios en sectores como el automotriz están afectando los ingresos de las empresas.

A pesar de estos desafíos, el gobierno y el banco central han evitado adoptar medidas de estímulo debido a que el crecimiento general aún se mantiene respaldado por el auge de las exportaciones. Esta dinámica resalta las tensiones inherentes a la transición hacia un modelo de crecimiento basado en la tecnología, donde los beneficios económicos coexistentes con dificultades en sectores tradicionales plantean retos significativos para la estabilidad económica a largo plazo.

Los líderes chinos se han propuesto el ambicioso objetivo de convertir a China en un “país medianamente desarrollado” para 2035. Este objetivo implica aumentar el PIB per cápita



del nivel actual de \$12,600 a más de \$20,000 y mantener tasas de crecimiento del 5% anual. Los asesores de políticas destacan ejemplos como Corea del Sur, que logró avanzar en la cadena de valor y evitar la trampa de ingresos medios. Para emular este éxito, China debe incrementar su productividad mediante la innovación, lo cual aumentaría la producción económica incluso si los insumos como el trabajo y el capital permanecen constantes o disminuyen. Esto es crucial debido al envejecimiento de la sociedad china, que ha resultado en una disminución de la fuerza laboral durante la última década.



elysiumconsultores.com