



ECONOMÍA | FINANZAS | MERCADO GLOBAL

# DESBALANCES ECONÓMICOS

INFORME DE COYUNTURA  
**SEPTIEMBRE 2024**



## INFORME DE COYUNTURA

SEPTIEMBRE 2024

---

### Desbalances económicos

Pasan los meses y el programa sigue mostrando resultados mixtos. El gobierno se esfuerza por mostrar voluntad y determinación con respecto al rumbo de la política económica pero no logra resultados concretos en materia de actividad e inflación, a pesar de los avances en el plano fiscal y monetario. El “veranito financiero” alimentado por el blanqueo (cuya extensión puede entenderse gracias a la buena performance que muestra), la compresión de la brecha cambiaria y la baja del riesgo país, contrasta fuertemente con el marcado deterioro observado en los indicadores sociales, que parte de la sociedad aceptó como requisito de ordenar una macroeconomía que pedía urgentemente un “service”.

Sin embargo, el humor social podría cambiar rápidamente y erosionar el apoyo político a una velocidad inesperada si el modelo no logra cierta sostenibilidad económica. Incluso, podría volverse políticamente inviable si no consigue revertir el daño ocasionado en pocos meses. Actualmente, el gobierno carece de los recursos (y de la capacidad) para enfrentar ambas batallas simultáneamente, de ahí la urgencia de que la economía repunte cuanto antes.

Las reservas internacionales continúan siendo el talón de Aquiles del modelo, con un Banco Central que enfrenta serias dificultades para acumularlas y revertir el saldo negativo, a pesar del superávit comercial de 14 mil millones de USD en lo que va de 2024. Aun si se realizar un Repo para ganar tiempo, la opción más viable para fortalecer las reservas y sostener la política cambiaria y monetaria hasta alcanzar la convergencia, sería recurrir a un nuevo préstamo del Fondo Monetario Internacional.

Sin embargo, hay dos obstáculos: por un lado, el propio FMI ha señalado la necesidad de una nueva devaluación; por otro, esta solución también depende del resultado de las elecciones de noviembre en Estados Unidos, donde el futuro político de Trump podría influir de manera significativa en las decisiones del organismo respecto a nuestro país. Todo quedará sujeto a los criterios y evaluaciones técnicas correspondientes.

### PRESUPUESTO

A mediados de septiembre el Poder Ejecutivo llevó al Congreso el Proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2025, que en términos generales plantea un escenario macroeconómico,

---

con una proyección de los recursos y gastos, y el programa financiero que estima tanto las necesidades como las fuentes de financiamiento. El proyecto estima que los ingresos totales representarán un 16,5% del PIB, mientras que el gasto primario será del 15,2% del PIB, con un superávit primario del 1,3% del PIB, además de equilibrio financiero.

#### Principales proyecciones - Presupuesto 2025

Variable	2024	2025
<b>PIB</b>	-3,8%	5,0%
<b>CONSUMO PRIVADO</b>	-6,3%	4,5%
<b>CONSUMO PÚBLICO</b>	-4,8%	4,0%
<b>INVERSIÓN</b>	-22,2%	9,9%
<b>EXPORTACIONES</b>	23,2%	7,7%
<b>IMPORTACIONES</b>	-19,2%	14,2%
<b>SALDO COMERCIAL (Mill. USD)</b>	21.972	20.748
<b>INFLACIÓN</b>	104,4%	18,3%
<b>Inflación mensual implícita</b>	6,10%	1,40%
<b>DÓLAR</b>	1.020	1.207
<b>Var.% dólar</b>	58,9%	18,3%

Fuente: Elaboración propia en base a MECON

La presentación tuvo como novedad una nueva regla informal que establece que, a partir de 2025, el resultado financiero deberá ser equilibrado o superavitario (los ingresos primarios deberán ser iguales o superiores al gasto + intereses). Si eso no ocurre el gasto público será la variable de ajuste: deberá bajar lo necesario para lograr el equilibrio. El compromiso fiscal es una de las principales banderas políticas del gobierno, pero también una pieza clave del esquema económico, y por esta razón la aprobación del mismo no solo constituye una herramienta de política económica sino también una apuesta de apoyo político, en la víspera de las conversaciones con el FMI para avanzar en un nuevo acuerdo, que implique la llegada de fondos frescos.

Los aspectos más destacados de las proyecciones macro son el rebote de la actividad (5%) y un saldo comercial similar al esperado en 2024, a pesar de una desaceleración de las exportaciones y un fuerte salto de las importaciones. La inflación para este año se espera por debajo de las estimación del mercado (104% vs 127%), mientras que para 2025 se proyecta que tanto los precios como el dólar varíen un 18%, una apuesta compleja a este nivel de atraso del tipo de cambio y bajo el supuesto de que los precios seguirán exclusivamente la nominalidad que imprima la política cambiaria.

#### La estrategia fiscal y financiera en 2025

Del lado de los ingresos, la eliminación del Impuesto PAÍS y una menor recaudación por IVA (exclusiones aduaneras) y Bienes Personales (reducción de alícuotas) serían compensados por mayores ingresos por Ganancias, Derechos de Exportación, Seguridad Social e impues-

tos a los Combustibles. Con estos números, tal vez un poco optimistas, la estrategia fiscal cerraría siempre y cuando las inconsistencias que podrían remarcarse tanto en las previsiones macro como impositivas no adquieran relevancia. En ese caso, el foco deberá ponerse en el gasto público donde ya se hizo la parte “más fácil” del ajuste, quedando los subsidios como la principal partida sujeta a más reducciones en 2025.

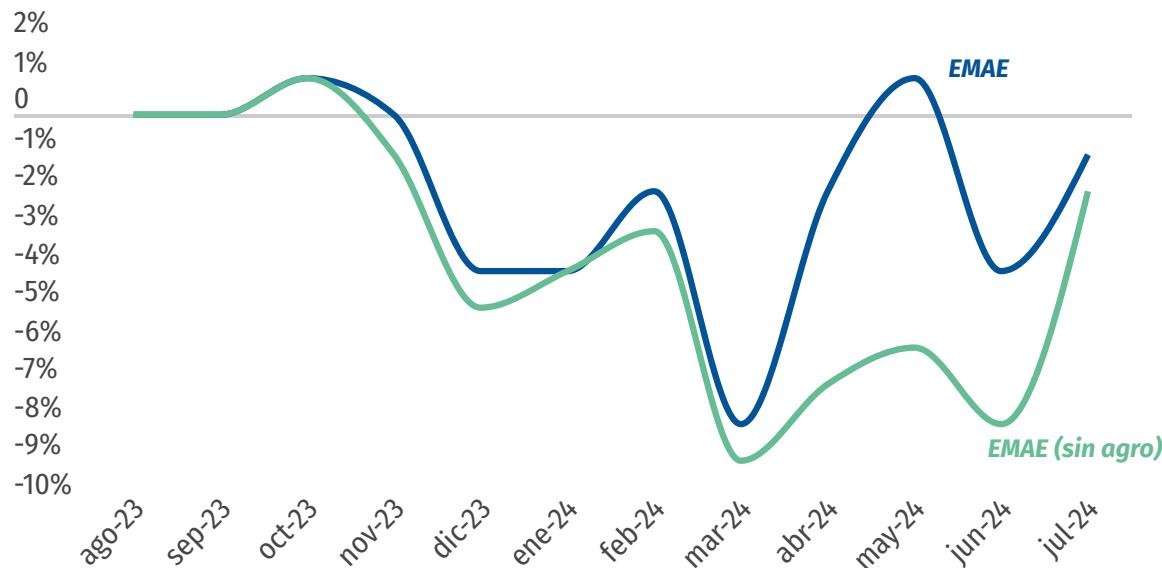
Por último, si bien el programa financiero estima equilibrio para 2025, las fuentes y aplicaciones financieras estimadas arrojan como resultado un endeudamiento neto. No menciona un nuevo préstamo con el FMI y tampoco incluye financiamiento neto directo con el BCRA, aunque sí contempla la emisión de bonos en moneda extranjera para financiar los vencimientos de los Bonares y Globales, y endeudamiento neto con Organismos Internacionales. Sobre la composición del stock de deuda, bajaría la participación indexada por CER y aumentarían los instrumentos a tasa fija capitalizables, suponiendo también la refinanciación de las LEFI en poder de los bancos y el BCRA.

## ACTIVIDAD

La actividad económica continúa sin una tendencia clara. Si bien mostró en los últimos meses signos de estabilización, de cara al futuro no se observa repunte sólido. El segundo semestre se destaca por una lenta e irregular recuperación, bastante heterogénea a nivel sectores, y que sigue sin poder hilar dos subas mensuales consecutivas. El último dato oficial (el EMAE de julio) mostró una suba de 1,7% mensual ajustado por estacionalidad, recuperando todo lo perdido desde febrero. El nivel actual se encuentra 2,4% por debajo de noviembre (antes de asumir Milei) y 1,9% por debajo del peor registro de 2023 (mayo/junio), influenciado por el impacto de la sequía.

### ESTIMADOR MENSUAL DE ACTIVIDAD ECONÓMICA

Variación anual (%). Serie Original y serie sin agro . Agosto 2023 a julio 2024

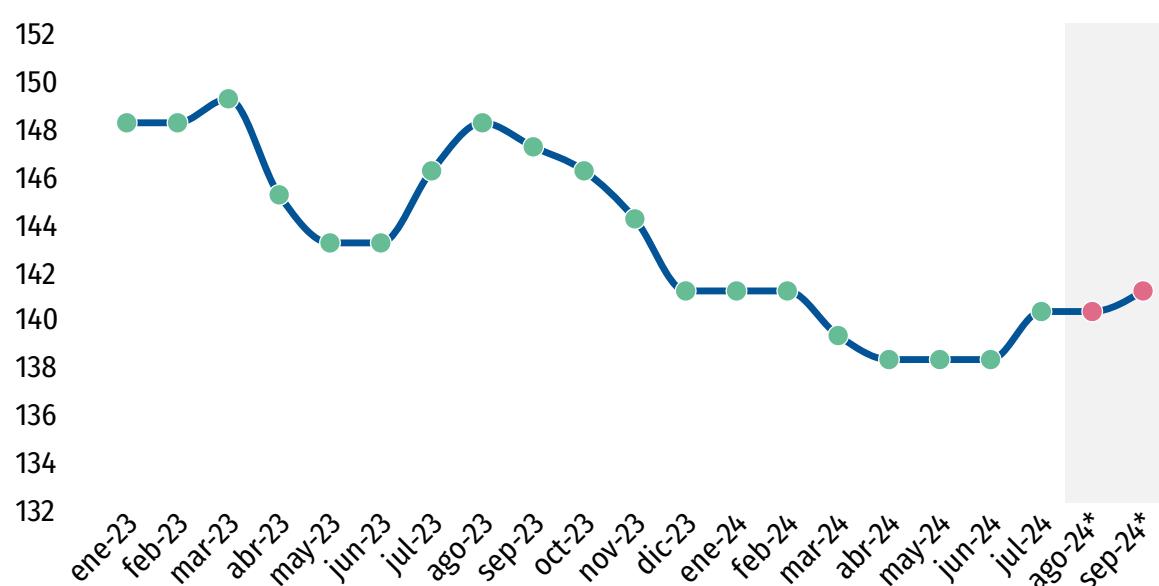


Fuente: Elaborado por **Elysium Consultores** en base a INDEC

En términos interanuales, la economía cayó un 1,3%. Esto podría haber sido peor si no fuera por el impulso del agro, gracias a la normalización de la cosecha en este año versus la sequía del año pasado. Sin el sector agrícola, la caída de julio habría sido de 2,6% interanual, y si también incluimos al sector minero, la contracción llegaría al 3%. Los indicadores adelantados de agosto revelaron una desaceleración, lo que sugiere que la dinámica positiva de julio no se mantuvo en el mes siguiente. El consumo privado sigue siendo el más afectado en una economía que, como veremos más adelante, se volvió más pobre y desigual durante el primer semestre de 2024. Aunque el poder adquisitivo tuvo una recuperación marginal, el desempleo aumentó considerablemente.

#### ESTIMADOR MENSUAL DE ACTIVIDAD ECONÓMICA (2023/2024)

Serie desestacionalizada. \*Valores estimados



Fuente: Elaborado por *Elysium Consultores* en base a INDEC y estimaciones propias

Para el tercer trimestre se proyecta una mejora, insuficiente para revertir por completo la tendencia recesiva que apunta a cerrar 2024 con una caída de la actividad del 3,5%/3,8%. De la estimación más reciente del REM del Banco Central se desprende que el PIB habría crecido 1,7% en el tercer trimestre frente al segundo de manera desestacionalizada. Esto, bajo el supuesto de una leve contracción (-0,5% en agosto), arroja que septiembre habría crecido cerca del 1%. De esta forma se acumulan ya 6 meses de sendero zigzagueante.

#### INFLACIÓN

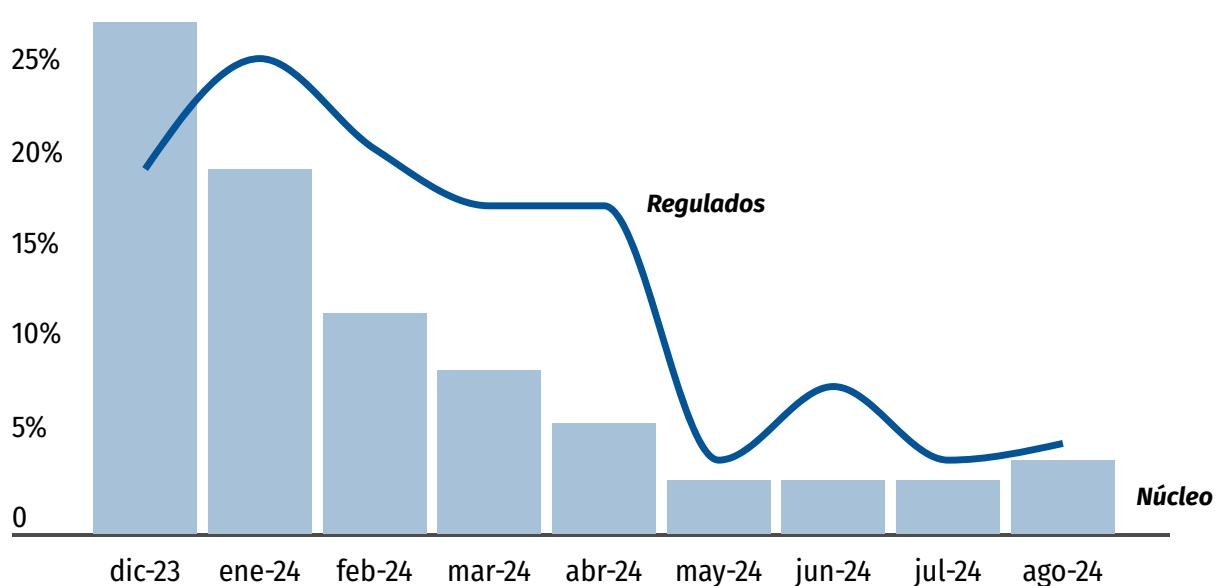
La inflación volvió a mostrar signos de resistencia en agosto, registrando un aumento del 4,2% mensual según el Índice de Precios al Consumidor (IPC) del INDEC. Esta cifra representa una leve aceleración de 0,2 puntos porcentuales respecto al mes de julio, cuando la variación había sido del 4%. Aunque este incremento fue marginal, volvió a ubicarse por segundo mes consecutivo por encima de las expectativas del mercado (proyectaban un alza de

3,9% según el Relevamiento de Expectativas de Mercado). Con este nuevo dato, la inflación acumulada en los primeros ocho meses del año alcanza el 94,8%, mientras que la variación interanual se ubicó en un 236,7%.

Mirando la inflación núcleo, que excluye los componentes más volátiles como los precios estacionales y los regulados, continuó con una leve aceleración, registrando un 4,1% en agosto frente al 3,8% de julio. Esto marca un nuevo desafío para el gobierno, que había logrado moderar esta categoría en la primera mitad del año y ahora lleva 4 meses sin poder revertir su tendencia al alza.

#### INFLACIÓN MENSUAL SEGÚN CATEGORÍA

*Índice de Precios al Consumidor. Variación porcentual mensual. dic-2023 / ago-2024*



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

Por otro lado, los precios regulados subieron un 5,9%, impulsados por aumentos en tarifas de servicios públicos, prepagas, telefonía y educación. En este sentido, la suba del 7,1% en la categoría de vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles fue la principal responsable del impulso al índice general, aportando 0,7 puntos porcentuales a la inflación del mes. En contraste, los precios estacionales moderaron su crecimiento, con un aumento del 1,5%, significativamente por debajo del 5,1% de julio.

Este comportamiento refleja la persistente presión que ejercen los precios regulados sobre el nivel general, a pesar de los esfuerzos oficiales por moderar los ajustes. Mirando los últimos 4 meses, la categoría servicios creció en promedio al 6,7% mensual frente a los bienes, que en igual periodo subieron en promedio 3,4%, tal vez el piso que hoy tiene la inflación si se lograra moderar la quita de subsidios y la recuperación de los precios relativos.

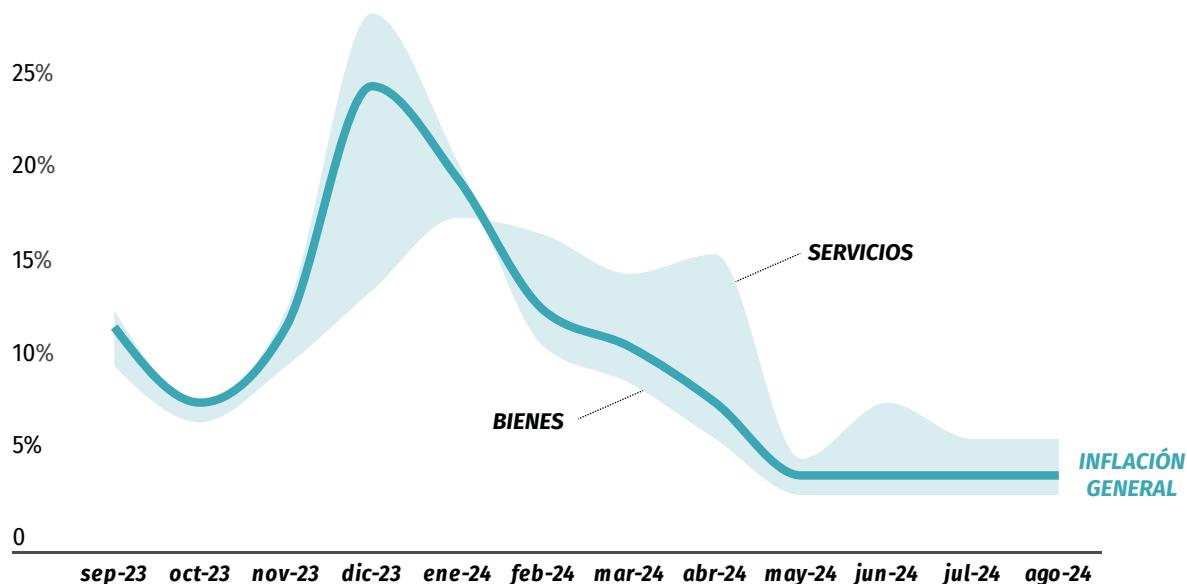
De cara a los próximos meses, varios factores entrarán en juego, tanto a favor como en contra del proceso de desinflación que persigue el gobierno. En el informe anterior mencionamos la ayuda que podría venir del lado de la reducción del Impuesto PAÍS (del 17,5% al 7,5% para las importaciones de bienes y fletes) y también de la disminución de aranceles de bienes e insumos importados, que podrían aliviar los costos de algunos productos transables (la estimación mediana del REM para el IPC de septiembre se ubica en 3,5%).

Tal impacto dependerá de cómo evolucione la presión devaluatoria, dado a que actualmente el dólar sigue subiendo al 2% mensual y con una disminución de la brecha cambiaria. A esto se le suma la velocidad con que continúe el proceso de actualización de tarifas, aún no concluido, pero donde no se esperan grandes saltos en el futuro.

Con un cepo que se ha quedado más tiempo del prometido y deseado por el gobierno, cualquier intento de ajustar el tipo de cambio oficial (notablemente atrasado) podría desatar un nuevo ciclo inflacionario, aunque tal vez más moderado que en episodios anteriores. Salir del cepo plantea un escenario similar, aunque un mayor grado de convergencia entre el dólar oficial y el paralelo podría acotar la posibilidad de un incremento brusco de los precios.

#### INFLACIÓN GENERAL, BIENES Y SERVICIOS (2023/2024)

IPC. Variación mensual %



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

Por último, se deberá hacer mayor hincapié en los factores que siguen alimentando la inercia inflacionaria que actualmente ha consolidado el piso del 4% difícil de perforar: las expectativas inflacionarias y la indexación de la economía en base a la inflación pasada (contratos, paritarias, etc.), el traslado a precios de costos empresariales gracias al leve incremento de la demanda por una ligera recuperación del poder adquisitivo y, en última instancia, las dudas o la confianza que tenga la sociedad con respecto al éxito del modelo económico.

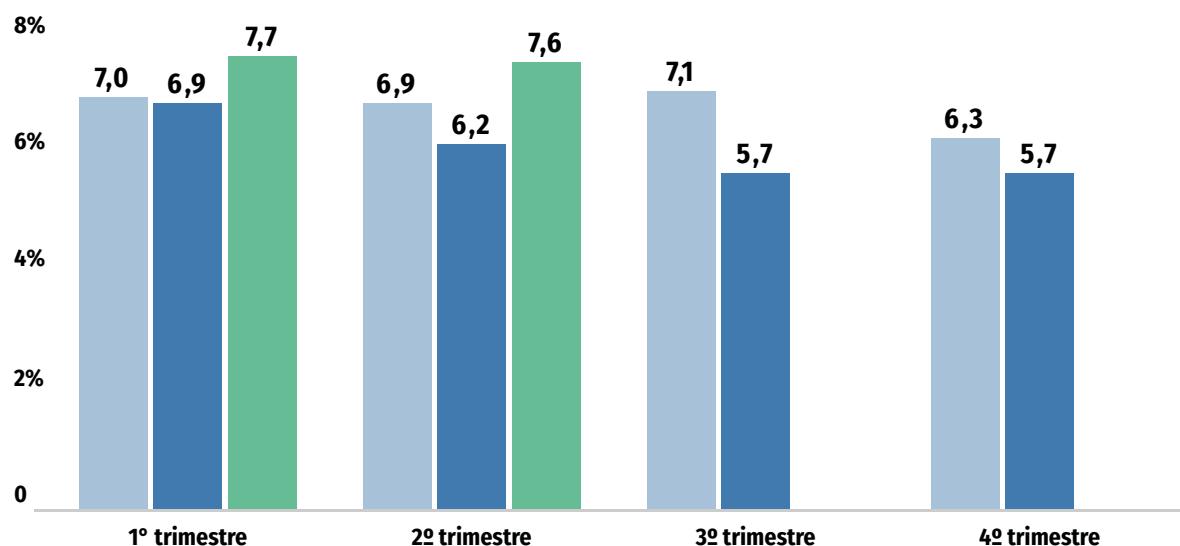
## EL COSTO SOCIAL DEL MODELO

Como era de esperarse, con el salto inflacionario y la economía en recesión, la totalidad de los indicadores sociales se vieron afectados. El ingreso real cayó por el incremento de los precios, menores transferencias y el suba del desempleo. Esto a su vez empujó hacia arriba las mediciones de pobreza y desigualdad, en algunos casos a los niveles más altos en décadas.

Comenzando por el mercado laboral, la tasa de desempleo subió al 7,6% de la Población Económicamente Activa (PEA) durante el segundo trimestre del año. Si bien se mantiene en niveles similares a los del primer trimestre, representa un salto de 1,4 puntos porcentuales frente a igual trimestre de 2023. La tasa de empleo se mantuvo casi sin cambios (44,6% vs 44,8%), por lo que el incremento del desempleo responde a una mayor presión en el mercado laboral (+0,9 p.p.), es decir que más personas dejaron la inactividad en búsqueda de un ingreso, además de aquellas personas que perdieron su trabajo y siguen demandando uno.

### TASA DE DESOCUPACIÓN (%)

Periodo 2022/2024



Fuente: Elaborado por **Elysium Consultores** en base INDEC

### Principales tasas del mercado de trabajo. Segundo trimestre 2023 y 2024

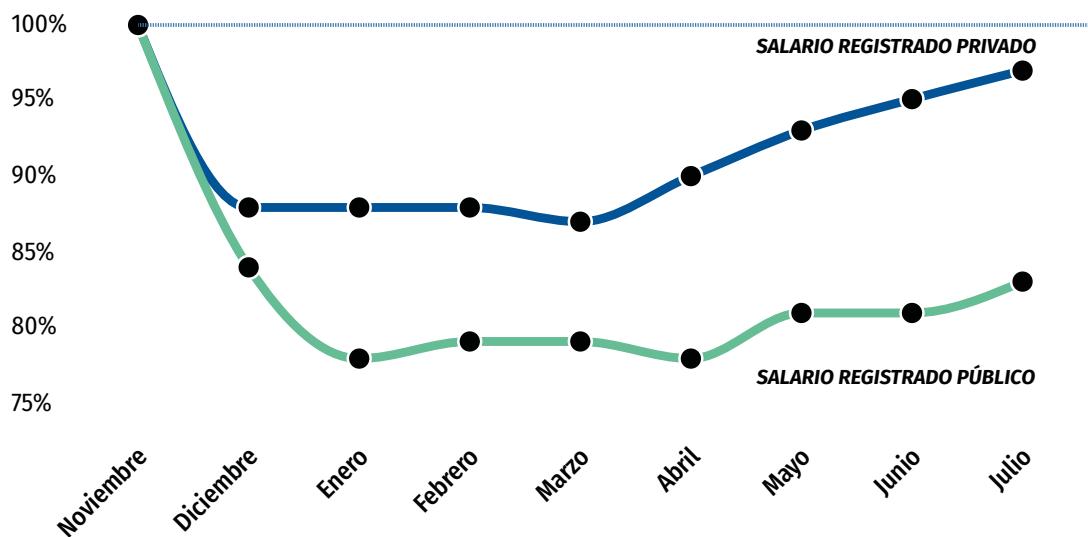
Tasas	Año 2023	Año 2024
	2º trimestre	2º trimestre
Actividad	47,6	48,5
Empleo	44,6	44,8
Desocupación abierta	6,2	7,6
Ocupados demandantes de empleo	16,2	16,0
Subocupación	10,6	11,8
Subocupación demandante	7,4	8,1
Subocupación no demandante	3,2	3,7

Fuente: Elaboración propia en base a INDEC

También subió la subocupación (personas que trabajan menos de 35 horas semanales), tanto la subocupación "no demandante" como también la "demandante", siendo estas últimas personas que quieren trabajar más horas (+0,5 p.p. y +0,7 p.p. respectivamente). La presión sobre el mercado de trabajo aumentó con la crisis. Una porción de esas personas consiguieron trabajo, el resto explica el incremento de la desocupación.

#### SALARIO REAL REGISTRADO

Índice de Salarios deflactado por IPC. Base 100= Noviembre 2023.



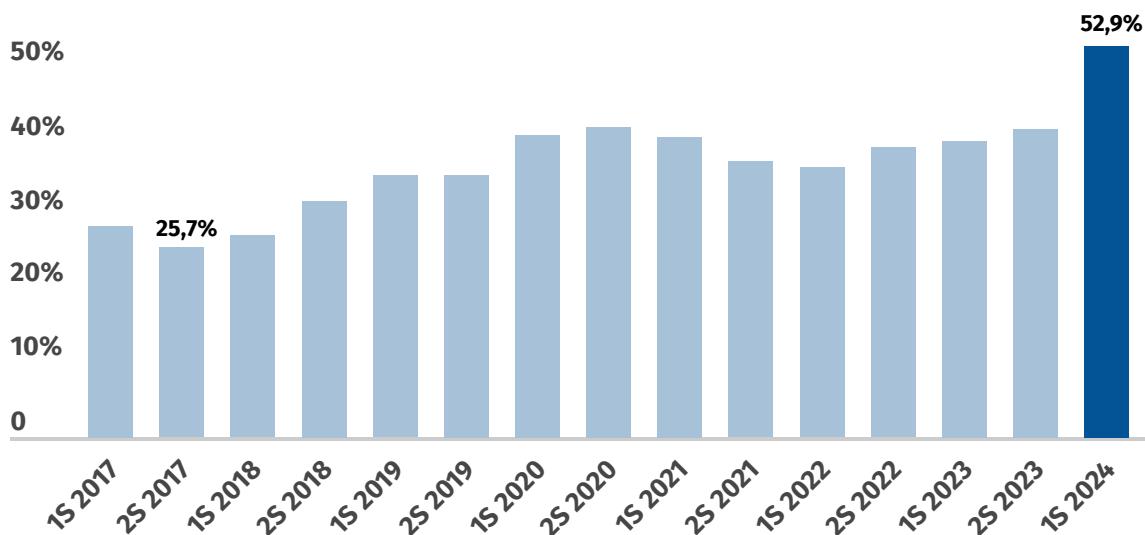
Fuente: Elaborado por **Elysium Consultores** en base a INDEC

La pronunciada caída de los ingresos registrada durante el primer trimestre fue parcialmente compensada en los meses siguientes. Sin embargo, la persistente inflación del 4% frenó el proceso de recuperación. A pesar de los incrementos nominales, los salarios reales permanecen por debajo de los niveles 2023 y las recuperaciones observadas son muy heterogéneas. Los ingresos no laborales también muestran contracciones como el caso de las jubilaciones y el gasto social. Según el proyecto de presupuesto, el recorte del gasto público en 2024 estará explicado en un 32% por prestaciones sociales, un 13% a subsidios económicos y un 11% a salarios públicos. Casi el 60% del recorte implica un disminución de los ingresos disponibles de las familias.

En ese contexto, era previsible un fuerte aumento de la pobreza en el primer semestre, especialmente considerando que su metodología se basa en la medición de ingresos. Tanto la canasta alimentaria como la canasta total (bienes y servicios) están estrechamente vinculadas al ritmo de la inflación. La pobreza alcanzó al 52,9% de la población en los primeros seis meses del año (+ 12,8 p.p. respecto al primer semestre del 2023), el mayor registro en los últimos 20 años. Por su parte, se duplicó el porcentaje de personas por debajo de la línea de indigencia, que no reúnen los ingresos necesarios para cubrir la canasta alimentaria, pasando del 9,3% a 18,1%.

### PERSONAS BAJO LA LÍNEA DE LA POBREZA (%)

Periodo 2017/2024



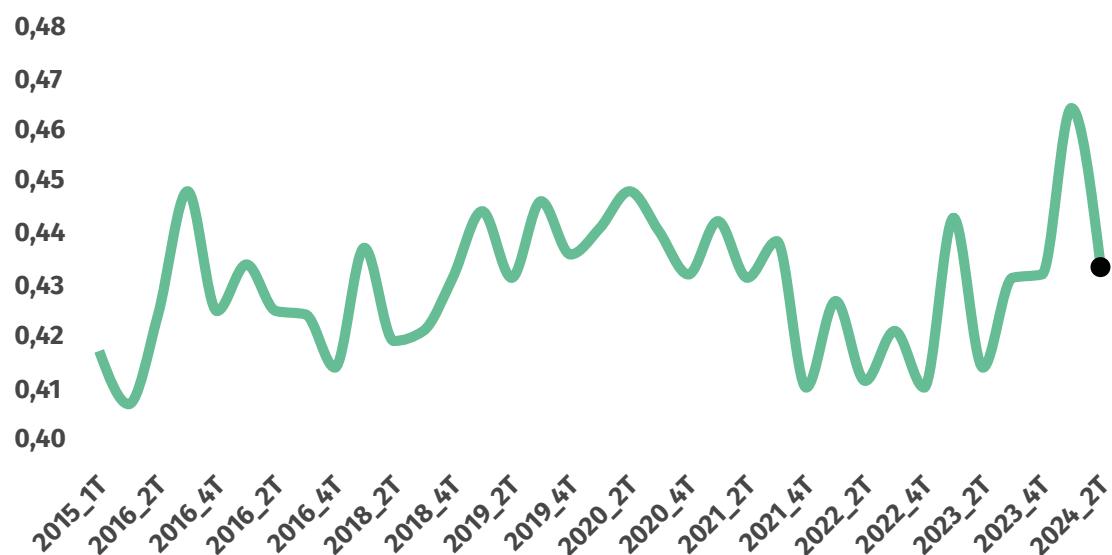
Fuente: Elaborado por **Elysium Consultores** en base INDEC

La reversión de estos números podría comenzar una vez que la economía se reactive y la inflación continúe un sendero decreciente, pero difícilmente retorne a los niveles del 2023 en el corto plazo.

La desigualdad medida por el coeficiente de Gini también se ha profundizado, con una creciente brecha entre los ingresos de los estratos más bajos y los más altos. En el gráfico se puede advertir una tendencia creciente desde 2023, y que luego del salto del primer trimestre de 2024 (el registro más alto desde 2008, gini = 0,467), retrocedió a valores similares del cierre de 2023 (0,436), reflejando una mayor volatilidad de tal indicador frente al ciclo económico, a diferencia de la pobreza, que presenta comportamiento más rígido y estructural.

### DESIGUALDAD DEL INGRESO PER CÁPITA FAMILIAR DE LAS PERSONAS

Coeficiente de GINI. Primer trimestre de 2015 / Segundo trimestre de 2024



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



## FISCAL

Con los datos oficiales cerrados hasta el mes de agosto inclusive, se confirmó el superávit fiscal primario y financiero luego del *impasse* del mes de julio, que había registrado el primer y único déficit en lo que va de la gestión del gobierno de Javier Milei. Con este último resultado la administración central volvió sobre el núcleo fundamental de su política económica y una de sus anclas, el equilibrio fiscal, lo que sumado a la presentación de la ley de presupuesto 2025, representaron una ratificación en cuanto a la decisión del presidente de ajustar los niveles de gasto para que estos puedan absorberse únicamente con recursos tributarios, algo muy bien valorado por los mercados.

La recaudación en el mes de agosto fue de \$8.748.466,9 M, mientras que el acumulado del año ascendió a \$60.065.556 M. Los gastos primarios alcanzaron en el octavo mes los \$7.848.806,9 M y el acumulado anual los \$51.303.613,2 M, arrojando de esta manera, luego de deducir intereses, un superávit financiero de \$3.531 M y \$1.974.900 M respectivamente.

Al analizar el comportamiento en términos reales tanto de los ingresos como de los gastos primarios, observamos lo siguiente:

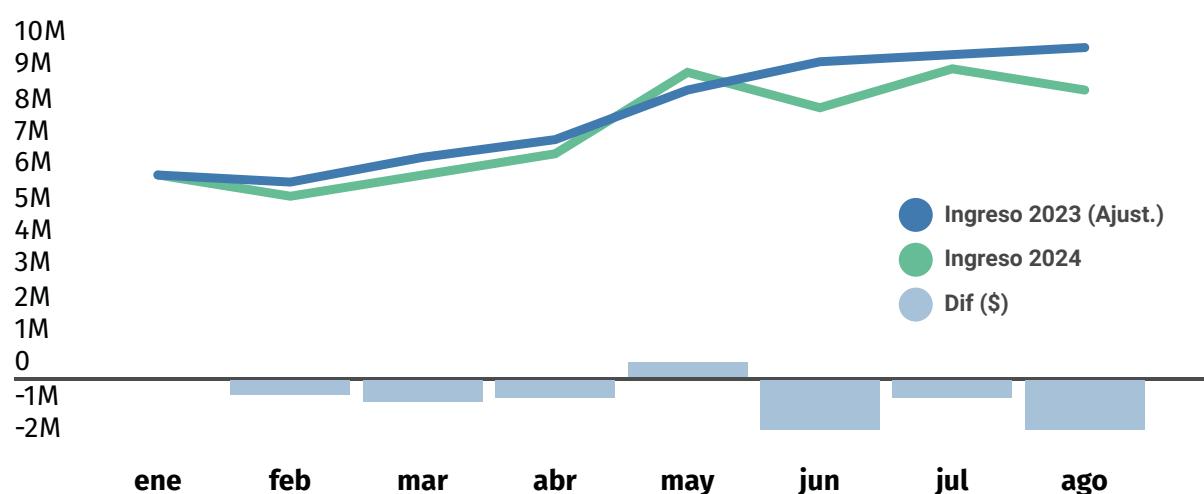
### Ingresos

	ene	feb	mar	abr	may	jun	jul	ago
Inflación interanual	254,2%	276,2%	287,9%	289,4%	276,4%	271,5%	263,4%	236,7%
% incremento interanual de ingresos	256,7%	252,5%	254,5%	263,9%	298,2%	216,6%	245,5%	189,8%
% variación real	1,0%	-9,4%	-13,1%	-9,7%	7,3%	-25,3%	-7,3%	-24,7%

Fuente: Elaboración propia en base a Oficina del Presupuesto del Congreso (OPC)

### INGRESOS 2023 AJUSTADOS\* VS INGRESOS 2024

En billones de pesos. \*por IPC



Fuente: Elaborado por **Elysium Consultores** en base MECON

- Sólo en enero y mayo los ingresos crecieron en forma interanual por encima de la inflación del mismo período. En el resto de los meses existió “licuación” de ingresos como consecuencia de crecer estos por debajo de la inflación.
- Los meses de junio y agosto tuvieron las diferencias más importantes en montos al comparar los ingresos de cada mes de 2023 ajustados por inflación interanual con los de 2024.
- Los ingresos totales entre enero y agosto quedaron (en promedio) 26 puntos porcentuales por debajo de la inflación (243% i.a. ingresos vs 269% i.a. inflación promedio). Esto surge de comparar el acumulado anual tomando la inflación promedio interanual de cada mes, para cada año.

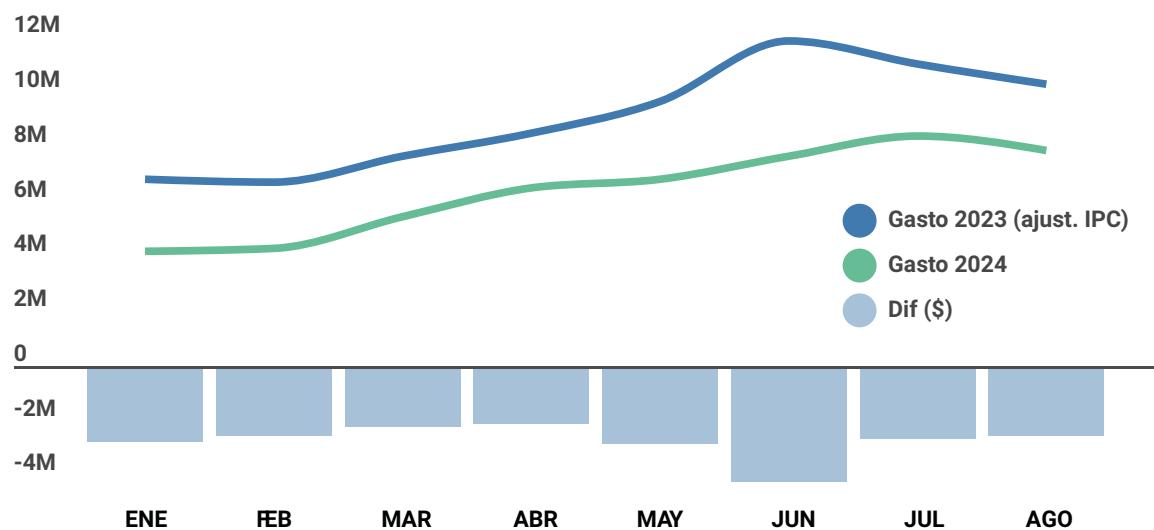
## Gastos

	ene	feb	mar	abr	may	jun	jul	ago
Inflación interanual	254,2%	276,2%	287,9%	289,4%	276,4%	271,5%	263,4%	236,7%
% incremento interanual de gastos	215,0%	239,0%	277,0%	297,0%	269,0%	241,0%	278,0%	257,0%
% variación real	-18,2%	-15,6%	-3,9%	2,6%	-2,8%	-12,7%	5,3%	7,9%

Fuente: Elaboración propia en base a Oficina del Presupuesto del Congreso (OPC)

### GASTOS 2023 AJUSTADOS\* VS GASTOS 2024

En billones de pesos. \*por IPC



Fuente: Elaborado por **Elysium Consultores** en base MECON

- Abril, julio y agosto fueron los meses en los que el gasto creció por encima de la inflación.
- Es aún mayor la diferencia entre los gastos de 2023 ajustados por inflación contra lo erogado real, respecto a la misma comparación pero de ingresos. De esto se desprende que el ajuste en los gastos fue muy superior al sufrido en la recaudación (por eso los superávits).



- Al comparar el acumulado vs inflación promedio de cada año, observamos 110% de ajuste, con 160% de variación interanual acumulada vs 269% de promedio inflacionario para el mismo período. Si bien es un promedio, marca claramente el fuerte ajuste en los gastos en lo que va de 2024.

En este escenario, y como ya hemos señalado en informes precedentes, vemos poco margen de ajuste en gastos, observando a su vez que los ingresos vienen cayendo en términos reales en los dos últimos meses. Si la actividad económica no se logra recuperar, será un problema la consistencia fiscal hacia adelante, considerando los compromisos de deuda tanto con organismos internacionales y acreedores privados, como con los pasivos remunerados que el BCRA pasó al Tesoro. Mientras tanto, avanza con éxito el blanqueo de capitales cuya primera etapa se extendió como consecuencia de la gran demanda de apertura de cuentas CERA en bancos y la imposibilidad operativa de estos de llegar con los plazos.

### CAMBIARIO, MONETARIO Y FINANCIERO

El frente cambiario continúa con la dinámica de los últimos meses, siendo también un ancla de expectativas a través de la cual el gobierno pretende hacer converger la inflación al 2% mensual que actualmente marca el crawling peg, algo que venimos monitoreando en todos los informes. La particularidad de este último período es la “tranquilidad” cambiaria con descensos en las cotizaciones MEP y CCL, que situaron a la brecha estable en niveles cercanos al 20%, que entendemos como un piso. Esto se explica en parte a una mayor oferta por el crecimiento de los depósitos en dólares en el sistema financiero producto del blanqueo, aunque se debe tener en cuenta la condición de transitoriedad por la posibilidad de retirar esos dólares luego de un plazo de tiempo.

Tal como venimos sosteniendo en nuestros informes, creemos todavía que existe riesgo de corrección cambiaria en un horizonte de corto/mediano plazo. Esto lo vemos al analizar, por un lado, el nivel de las reservas internacionales netas del banco central que se encuentran negativas, por otro, la liquidación de divisas del sector exportador que fue menor a la esperada en los meses fuertes, la falta de acceso a los mercados de créditos internacionales y un riesgo país en niveles todavía altos comparados con países de la región (1290 ptos.).

Al cierre de este informe, el gobierno se encuentra negociando un Repo con bancos extranjeros que le permitirá engrosar sus reservas y seguir financiando la cotización del dólar.

En relación a la liquidación de divisas, el último dato del mes de julio reportó u\$d2.616 M, casi 36% superior al mismo mes del año anterior (de sequía), un 17% por debajo de julio de 2022, y un 25,6% también inferior al mismo mes de 2021. El acumulado de 2024 asciende (hasta julio) a u\$d13.639,4 M, apenas un 5% por encima del mismo período de 2023 y un 28% inferior a 2022 (año récord).



En este contexto, el problema para el sector agropecuario no sólo es endógeno por atraso cambiario y consecuente pérdida de competitividad, sino también exógeno por bajos precios internacionales. En soja, los precios se encuentran por debajo del promedio de los últimos 2 años y apenas por encima del mínimo de ese período (u\$d280 en abril 2024), mientras que en maíz cotiza en u\$d175, también por debajo del promedio y apenas por encima del mínimo (u\$d160,76 febrero 2024). Ante este escenario, la puja del sector se espera que siga siendo en el frente cambiario (liquidando lo justo y necesario) como también en el tributario (exigiendo quita de retenciones).

Las empresas importadoras por su parte, tienen un tipo de cambio que por el momento les favorece, pero con incertidumbre en relación al tipo de cambio en los pagos futuros que recomendamos aminorar a través de cobertura por riesgo devaluatorio. La política monetaria sigue manteniendo la tasa de interés en 49,15% efectiva anual, y no vemos cambios en el horizonte de corto plazo ya que se encuentra por encima del ritmo de devaluación del 2% mensual del tipo de cambio, pero por debajo de la inflación, es decir, negativa en términos reales.

Desde el frente financiero, las dificultades se asoman por los compromisos de pagos de importaciones e intereses, en meses que por estacionalidad hay menor liquidación de divisas de exportadores y por ende menos dólares en el central. Si bien las compras al exterior siguen cayendo en comparación interanual, se suman los compromisos a afrontar por obligaciones anteriores de acuerdo al esquema “en cuotas” a través del cual el gobierno resolvió la enorme deuda comercial heredada del gobierno anterior.

Entendemos que el escenario financiero y monetario, de acuerdo al programa actual, necesitará de un nuevo acuerdo con el FMI para la sostenibilidad que el gobierno pretende darle, con dólares que refuercen las reservas y permitan administrar sin dificultad la política cambiaria, dependiendo el éxito entonces en gran parte de factores exógenos a la gestión, y con probabilidad de que el escenario de toma de nueva deuda sea en condiciones que puedan repercutir a futuro si Argentina no logra generar más dólares, crecer y ser más productiva.

## COMERCIO EXTERIOR

La balanza comercial argentina registró en agosto un superávit de 1.963 millones de dólares, consolidando un resultado positivo por noveno mes consecutivo. Este desempeño favorable refleja una tendencia sostenida, la cual se extiende a lo largo del período acumulado entre enero y agosto, donde el saldo comercial alcanzó un total de 14.151 millones de dólares.

Si bien estos resultados podrían evidenciar a priori una relativa fortaleza del sector externo argentino en un contexto global de alta volatilidad, en **Elysium Consultores** consideramos necesario un análisis detallado que permita desentrañar los factores subyacentes a estas cifras.



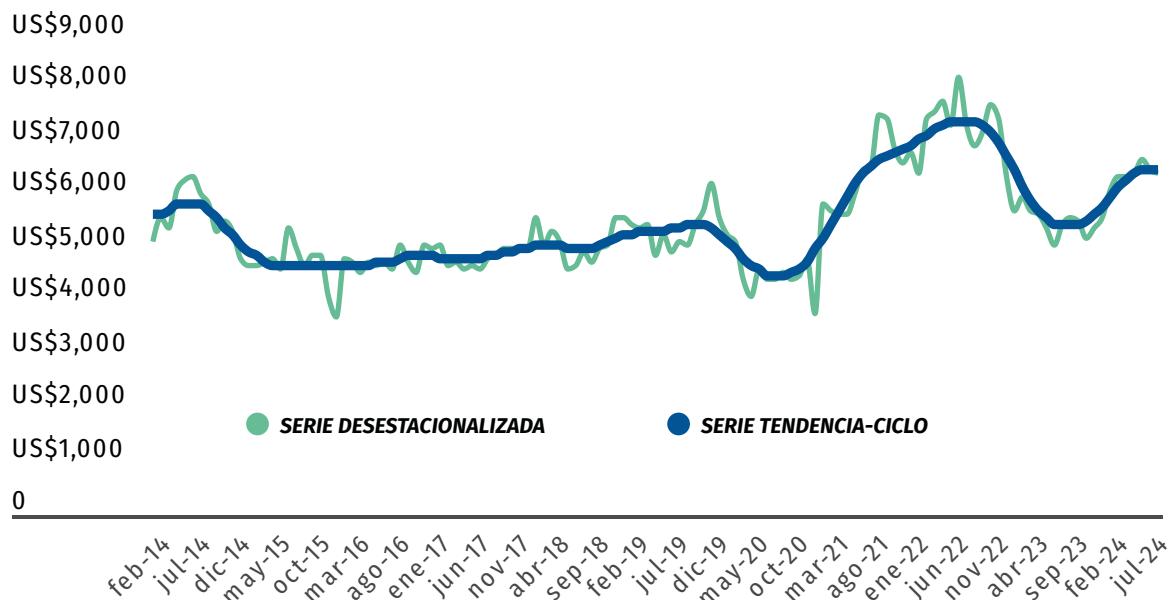
Esto es esencial para poder establecer decisiones estratégicas informadas que mitiguen los riesgos globales característicos de la presente era, marcados por una creciente incertidumbre geopolítica y económica.

En agosto de 2024, las exportaciones mostraron un desempeño positivo con una variación interanual del 14,9%, lo que implicó un aumento de 883 millones de dólares en comparación con el mismo período del año anterior. Este resultado fue impulsado, en gran medida, por un incremento del 20,7% en los volúmenes exportados, compensando así la reducción del 4,8% en los precios.

Todos los sectores evidenciaron mejoras, destacándose las Manufacturas de Origen Industrial (MOI), que registraron una expansión del 27%, y las Manufacturas de Origen Agropecuario (MOA), que se elevaron un 17,4% debido al considerable aumento del 28,5% en las cantidades, pese a la caída en los precios. El sector de Combustibles y Energía (CyE) también presentó resultados favorables, con un avance del 8,9%, mientras que los Productos Primarios (PP) apenas superaron los niveles del año anterior con un aumento marginal del 0,4%, impulsado por las ventas de semillas y frutos oleaginosos, que crecieron un 160,7%.

#### EXPORTACIONES ARGENTINAS 2014/2024

Millones de dólares. Serie desestacionalizada y tendencia-ciclo.



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

El análisis de las exportaciones del período mencionado revela una contracción del 2,1% en términos desestacionalizados respecto al mes anterior, acompañada de una disminución del 0,7% en la tendencia-ciclo en comparación con julio de 2024. Este comportamiento refleja una desaceleración en la actividad exportadora, la cual puede ser atribuida a factores externos como la volatilidad en los precios internacionales y las modificaciones en las políticas comerciales de socios clave.

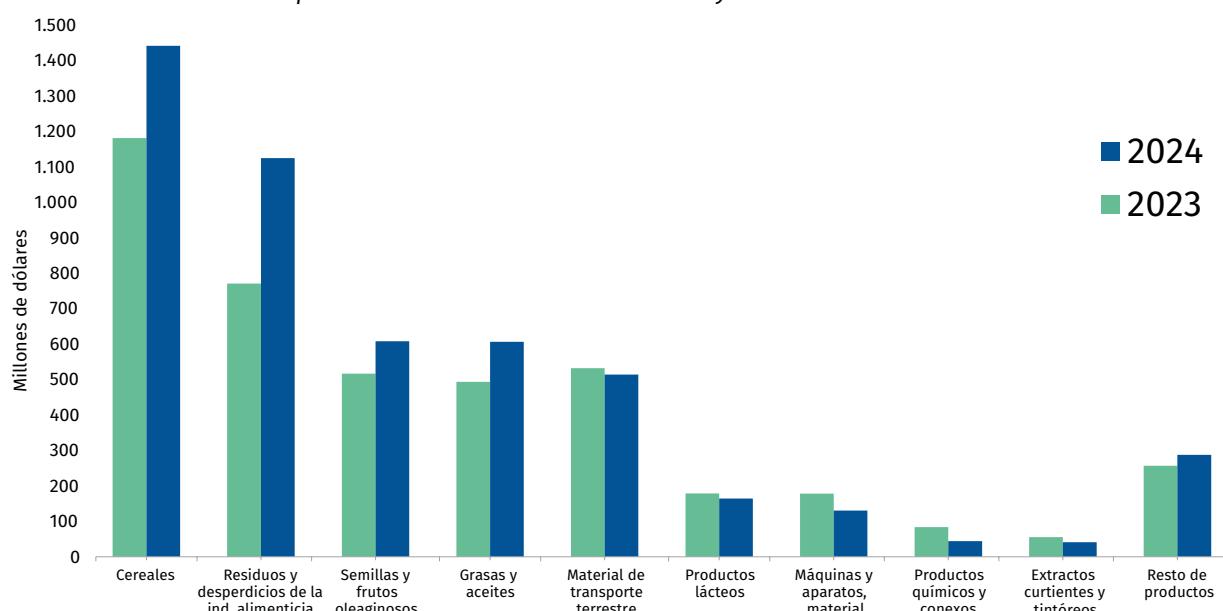


Dichas fluctuaciones impactan directamente en la competitividad del sector exportador, subrayando la necesidad de implementar estrategias que promuevan la diversificación de mercados para contrarrestar los efectos adversos en el mediano plazo. En este escenario, es crucial que los actores involucrados adopten medidas que fortalezcan la resiliencia del sector ante los desafíos globales, con el objetivo de asegurar un crecimiento sostenible y equilibrado en el comercio exterior.

En el ámbito provincial, durante el período enero-junio de 2024, las exportaciones de Córdoba alcanzaron los 4.960 millones de dólares, lo que representa un incremento del 16,8% en comparación con el mismo período de 2023. Los principales productos exportados fueron cereales, en su mayoría maíz y trigo, que registraron un crecimiento del 22,0%, totalizando 1.441 millones de dólares y representando el 29,1% del total de las ventas externas. A estos les siguieron los residuos y desperdicios de la industria alimentaria, como harinas y pellets de soja, que constituyeron el 22,7% del total exportado.

#### EXPORTACIONES DE LA PROVINCIA DE CÓRDOBA

*Millones de dólares. Principales subrubros. Primer semestre 2023 y 2024*



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

También se destacaron las exportaciones de semillas y frutos oleaginosos, con un 12,3%, impulsadas principalmente por el crecimiento del 189,3% en la exportación de porotos de soja y maní. Las grasas y aceites representaron el 12,2% de las exportaciones, mientras que el material de transporte terrestre, incluyendo vehículos automotores y piezas de tractores, aportó un 10,4%. Además, se registraron envíos significativos de productos lácteos, maquinaria y material eléctrico, así como productos químicos. En cuanto a los destinos, las exportaciones se dirigieron a una variedad de mercados internacionales, destacándose ASEAN, Mercosur (con Brasil como principal receptor con el 88,7% de los envíos), "Resto de ALADI", la Unión Europea, China, Medio Oriente, y la región de Magreb y Egipto.



Este panorama subraya la diversificación tanto en productos como en mercados, consolidando a Córdoba como un actor clave en el comercio exterior argentino.

Con respecto a las importaciones, en agosto de 2024 totalizaron 4.830 millones de dólares, lo que representó una caída del 29,8% respecto al mismo mes de 2023, impulsada por la disminución en todos los usos económicos, excepto Bienes de Uso Especial (VA). El uso económico más afectado fue "Resto", con una caída del 40,9%, seguido de los Bienes de Capital (BK), que decrecieron un 37,6%. Las importaciones de Bienes Intermedios (BI) cayeron un 36,5%, debido tanto a la reducción en las cantidades importadas como en los precios. Otros sectores como Piezas y Accesorios (PyA) y Combustibles y Lubricantes (CyL) también experimentaron fuertes descensos, con caídas del 31,0% y 29,4%, respectivamente. A nivel de productos específicos, se observaron bajas en las compras de porotos de soja y gas natural licuado, mientras que se destacaron incrementos en la importación de vehículos, principalmente para el transporte de personas. Este comportamiento subraya una tendencia generalizada de contracción en las importaciones, lo que continúa evidenciando el impacto de las condiciones económicas sobre sectores estratégicos.

## PANORAMA INTERNACIONAL

El escenario internacional actual está dominado por la escalada del conflicto entre Israel, Hezbollah e Irán, lo que ha exacerbado la inestabilidad en Oriente Medio. Hezbollah, apoyado por Irán, ha lanzado ataques desde el Líbano con el objetivo de forzar a Israel a luchar en múltiples frentes sin desatar una guerra total. No obstante, la creciente intensidad de las incursiones terrestres israelíes y el uso de misiles iraníes elevan significativamente el riesgo de un conflicto a gran escala. Si bien existen incentivos claros para la desescalada, como las devastadoras consecuencias humanitarias y económicas que acarrearía una guerra abierta, el vínculo de Hezbollah con el conflicto en Gaza y la fatiga operativa del ejército israelí crean un clima de gran incertidumbre.

En este contexto, la intervención de actores internacionales clave, como Estados Unidos, China e India, podría desempeñar un papel determinante para prevenir el agravamiento de la situación, aunque un alto el fuego en Gaza parece una condición difícil de alcanzar. El conflicto entre Israel y Hezbollah, estrechamente ligado a la cuestión palestina, ha evolucionado en un ciclo de violencia que resalta la prolongada rivalidad entre ambas partes. A pesar de los golpes tácticos exitosos de Israel, como el sabotaje a las comunicaciones de Hezbollah y la eliminación de líderes militares clave en Beirut, el grupo chiíta ha respondido con bombardeos sobre el norte de Israel, demostrando su capacidad para prolongar el enfrentamiento. Este conflicto no solo amenaza la estabilidad inmediata del norte de Israel, sino que también podría extenderse a una guerra más amplia en la región, especialmente con el respaldo continuo de Irán.



La solución, sin embargo, parece lejana, ya que la presencia de múltiples intereses estratégicos dificulta cualquier resolución pacífica a corto plazo, mientras la posibilidad de una mayor intervención militar sigue latente.

El reciente ataque con misiles de Irán sobre Israel ha provocado un aumento en los precios del petróleo, reflejando el temor de los analistas sobre posibles interrupciones en el suministro energético global. El precio del Brent subió inicialmente por encima de 77 dólares por barril antes de estabilizarse, lo que indica la incertidumbre sobre el impacto en las infraestructuras energéticas en una región que produce alrededor de un tercio del petróleo mundial. La proximidad de Irán al estratégico estrecho de Ormuz agrava la situación, ya que cualquier interrupción en este corredor afectaría a importantes productores de la OPEP+ como Arabia Saudita y los Emiratos Árabes Unidos, comprometiendo su capacidad para compensar una posible disminución del suministro iraní. Aunque la situación es preocupante, expertos advierten que el conflicto aún no ha alcanzado un nivel que genere una disrupción prolongada en los mercados energéticos, y que el desenlace dependerá de si la violencia se extiende hacia la región del Golfo.

Además, el escenario internacional refleja una serie de transformaciones geoeconómicas y políticas que están redefiniendo el funcionamiento de la economía global. El giro geoeconómico, evidenciado en cambios regulatorios y políticos, busca desacelerar la integración económica que ha caracterizado las últimas décadas. Si bien ciertos sectores estratégicos, como los semiconductores, están experimentando protecciones comerciales, el comercio y la inversión global siguen en niveles históricamente altos. Las políticas industriales, por su parte, muestran continuidades y cambios. Sin embargo, el impacto real de este giro dependerá de cómo estas transformaciones reconfiguren las estructuras materiales de la economía global, donde la inercia institucional y los conflictos entre actores estatales y no estatales juegan un papel crucial en el desarrollo de las dinámicas de poder.

A nivel monetario y financiero, los mercados internacionales han sido marcados por la volatilidad tras la última reunión de la Reserva Federal de EE.UU., donde un recorte de tasas más agresivo de lo esperado generó incertidumbre. A pesar de la moderación en el discurso de Powell, los inversores reaccionaron con cautela, afectando tanto los índices bursátiles como los rendimientos de los bonos del Tesoro. En paralelo, las economías emergentes, particularmente en Asia y América Latina, han visto nuevas oportunidades comerciales en medio de las crecientes tensiones entre EE.UU. y China. Según Joseph Stiglitz, estas tensiones pueden representar una ventaja estratégica para América Latina, en la medida en que logre diversificar su producción y mejorar su posicionamiento en el nuevo orden comercial global. Aun así, la evolución de estas tensiones plantea un riesgo significativo para los mercados emergentes, que deberán adaptarse a un entorno comercial y financiero en rápida transformación.



Por otra parte, el reciente aumento del precio de la soja en el mercado de Chicago, del 7%, se debe a una confluencia de factores globales y regionales. A pesar de las proyecciones de abundantes cosechas en Estados Unidos y Sudamérica, la atención se ha desplazado hacia el sur, particularmente a Brasil, donde una sequía prolongada está afectando negativamente las expectativas de una producción récord. Además, el incremento en los precios de los aceites vegetales, impulsado por una menor oferta de girasol y colza en Europa del Este, así como la desaceleración de la producción de aceite de palma en Indonesia, ha contribuido a la presión al alza en los precios de la soja. El anuncio de medidas de estímulo económico por parte de China también ha tenido un impacto positivo en las cotizaciones, dado que se trata del principal importador mundial de soja.

En conclusión, el panorama internacional actual está marcado por una combinación compleja de factores geopolíticos, económicos y ambientales que están redefiniendo las dinámicas globales. La intensificación del conflicto en Medio Oriente, refleja el aumento de los riesgos geopolíticos, lo cual no solo incrementa la volatilidad en la región sino que también genera repercusiones globales, como la reciente subida en los precios del petróleo. Nos encontramos en una etapa, como bien describe Esteban Actis, en la que la globalización ya no se centra únicamente en la reducción de costos, sino en la gestión de riesgos complejos derivados de los conflictos entre grandes potencias, las tensiones en las cadenas de suministro y la creciente incertidumbre climática.

Así, aunque persisten incentivos para evitar un conflicto de mayor escala, las dinámicas actuales, influenciadas por la inercia institucional y la intervención de actores no estatales, revelan un escenario internacional cada vez más fragmentado. En este contexto, la respuesta de la comunidad internacional, en particular de actores clave como Estados Unidos, China e India, será determinante para contener las hostilidades y estabilizar los mercados energéticos y financieros. A futuro, será fundamental monitorear cómo estas tensiones geopolíticas y económicas reconfiguran las estructuras de poder, en un mundo donde la interdependencia económica sigue siendo alta, pero cada vez más conflictiva y entrópica.

## MONITOR FINANCIERO

MONEDAS	Valor	% 30d	% 2024	% 365d
ARS	<b>969,5</b>	2,0%	19,6%	177,0%
BRL	<b>5,4</b>	-3,1%	12,1%	8,0%
EUR	<b>1,1</b>	0,2%	0,2%	4,7%
DXY	<b>101,2</b>	-0,6%	-0,2%	-4,7%
<b>COMMODITIES</b>				
BRENT	<b>74,5</b>	-5,5%	-3,3%	-21,9%
GAS NATURAL	<b>2,9</b>	36,5%	8,8%	-12,3%
ORO	<b>2.690,3</b>	6,4%	28,6%	42,7%
SOJA	<b>388,5</b>	5,7%	-18,3%	-17,1%
TRIGO	<b>220,1</b>	8,6%	-4,6%	10,6%
MAIZ	<b>168,7</b>	6,9%	-9,1%	-10,1%
<b>INDICES</b>				
S&P 500	<b>5.699,9</b>	0,9%	19,5%	32,9%
S&P Merval	<b>1.728.761</b>	0,7%	85,9%	207,3%
S&P Merval (USD)	<b>1.783</b>	-1,3%	55,5%	10,9%
<b>INDICADORES FINANCIEROS</b>				
Tasa Politica Monetaria (TEA)	<b>49,2%</b>	0,0	-122,3	-160,3
Plazo fijo mayorista	<b>39,4%</b>	-8,9	-145,7	-72,5
FCI (Conservador)*	<b>4.73568</b>	3,3%	61,7%	172,3%
Riesgo País	<b>1.290,0</b>	-10,0%	-32,3%	-49,3%
Dólar CCL	<b>1.243,9</b>	-4,2%	27,8%	51,3%
Dólar MEP	<b>1.215,0</b>	-5,1%	22,1%	73,3%
Bono USA 2Y	<b>3,64%</b>	-0,3	-0,6	-1,4
Bono USA 10Y	<b>3,73%</b>	-0,2	-0,2	-0,8
Tasa FED	<b>4,83%</b>	-0,5	-0,5	-0,5

(\* Wise capital saving)

Nota: Las variaciones de tasas están expresadas en puntos porcentuales





*elysiumconsultores.com*