



CITAB

**Centro de Investigaciones Territoriales
y Ambientales Bonaerenses**

Septiembre

ÍNDICE

1. ESCENARIO ECONÓMICO INTERNACIONAL	3
2. ESCENARIO ECONÓMICO NACIONAL	5
3. ESCENARIO BAPRO	9
. Economía internacional: coyuntura económica internacional	9
. Economía nacional: coyuntura económica.....	13
. Fiscal I: Presupuesto 2025.....	17
. Fiscal II: Las cuentas fiscales siguen en positivo.....	22
. El posible ciclo virtuoso de la economía brasileña.....	35
3B. INFORME PRODUCTIVO	38
4. SALARIOS Y EMPLEO	62
5. PROVINCIAS	67
6. RESULTADO FISCAL	68

1. ESCENARIO ECONÓMICO INTERNACIONAL

El escenario económico internacional está marcado por una desaceleración de la tasa de crecimiento de la economía mundial, el impacto de los reportes económicos en Estados Unidos respecto a los datos de empleo y la inminente decisión de la FED respecto a la reducción de la tasa de interés.

La inflación registrada fue de 0,2 % mensual en el mes de agosto, equivalente a 2,4% anualizado, 0,4 p.p. por encima del objetivo de la Reserva Federal (+ 2%) aunque la media del último trimestre se encuentra en torno al 1,2% dando espacio a un relajamiento de la política monetaria. La inflación núcleo se situó en 0,3 % en agosto excluyendo alimentos y energía.

El mercado de trabajo en Estados Unidos arrojó señales de moderación para el mes de agosto (creación de 140.000 puestos de trabajo no agrícolas, casi 70000 menos que la media del primer semestre) generando las condiciones de expansión de la FED con reducción de tasas de interés que se pueden anunciar el 18 de agosto para cumplir en forma simultánea los objetivos de estabilidad de precios junto a la creación de puestos de trabajo.

La moderación del crecimiento Chino, el recorte al 0,8 % de crecimiento de la economía de la UE luego de la caída de 0,4% en 2023 indican al mismo tiempo un pesimismo que se traslada al precio de bienes agropecuarios (segundo semestre con caídas del 8,5% en el poroto de soja, maíz con caída de 3,3% y trigo con caídas del 3 %

La tasa de crecimiento de la economía mundial cuyo promedio en el período 2013-2023 alcanzó a 3,9 % ahora se proyecta en torno al 3,2 % donde sobresale China con un 4,6 % de crecimiento y Argentina con un 3,8 % de caída.

Las elecciones de Estados Unidos marcan la temperatura de las decisiones económicas próximas en virtud de la aplicación de políticas arancelarias más duras con China o restricciones al comercio internacional que alterarán el mapa mundial de flujo financiero de divisas y de intercambio de bienes.

Esta disputa política por parte de los grandes actores de la escena internacional determinará también la tensión entre dolarización y desdolarización en el mapa mundial respecto a los países que se suman a estas tendencias con múltiples operaciones comerciales o de swaps de monedas. Rusia y China lideran esta estrategia en el plano de un ejercicio de mayor poder territorial con

ensanchamiento de zonas económicas (Consejo de Cooperación de Shangai o ampliación de los BRICS)

La concentración de la provisión de insumos difundidos (plásticos, acero, aluminio, cobre y otros bienes estratégicos) junto al dominio estratégico de la logística integrada en el transporte comercial y de cargas determinan el control de ciertas variables geopolíticas claves en el diseño de la política internacional. China controla 7 de los 10 puertos de mayor volumen de transacciones comerciales en el mundo. Estados Unidos 5 de los 10 aeropuertos más importantes del mundo en volumen de pasajeros y de cargas.

La incertidumbre económica está vinculada a la latencia de conflictos internacionales irresueltos con mayor o menor impacto global pero que trazan un territorio de disputas con efecto en el precio de determinados bienes y servicios. La guerra Ucrania-Rusia inicialmente tuvo un fuerte impacto en el precio de bienes alimenticios, insumos agropecuarios, energía para acomodarse progresivamente con el transcurso del tiempo pero las tensiones en el Golfo Pérsico, en el Canal de Suez y la persistencia de 16 conflictos internacionales con grados de intensidad e impacto diferente azuzan el comportamiento de las variables económicas y la volatilidad financiera.

En nuestra región el comportamiento de la tasa de riesgo país en Ecuador, Colombia, Uruguay como así también la volatilidad del valor de la moneda determina junto al ICE BAPRO una perspectiva en la evolución del comercio exterior argentino. La depreciación del real brasilero respecto al dólar acumula 15 % en el año aunque se ha moderado en el segundo semestre, del mismo modo es lo que ocurre con la economía mexicana.

2. ESCENARIO ECONÓMICO NACIONAL:

La economía argentina está asentada en tres pilares frágiles para generar credibilidad y confianza en los inversores institucionales como así también en la ciudadanía toda.

En efecto, los ingresos han tenido una caída neta en el período enero-agosto equivalente al 13 % respecto al mismo período del año anterior producto de una recesión persistente que surge de la combinación del aumento en la estructura de costos y reducción de ingresos producto de disminución de las ventas.

La reducción del impuesto PAIS del 7,5 al 17,5 % que la misma gestión Milei había incrementado para llegar a un ajuste de 5,2 % del PIB combinando un aumento del 2,2% de incremento en la estructura de ingresos que además incluye la reimplantación del impuesto a las ganancias de los trabajadores, la exclusión de bienes personales no incorporados al proceso económico de los más ricos y ajustes en el valor de derechos de exportación de ciertos productos implicó un cambio en el paradigma fiscal.

La sostenibilidad del superávit fiscal, la exacción de pesos en la economía y la acumulación de reservas presentan inconsistencias por varias razones:

- i) ajuste recesivo con contracción de la economía que disminuye la recaudación de la nación y las provincias, agudizando el círculo vicioso del ajuste interminable.
- ii) reducción de impuestos sin reemplazo de ingresos por otra vía, siendo el otorgamiento de créditos un mecanismo para expandir el consumo de alcance limitado producto de la accesibilidad y por la propensión marginal a consumir de los beneficiarios directos.
- iii) diferimiento de pagos de obligaciones del estado que encubren un déficit no registrado al no devengar parte de las mismas.
- iv) enjugamiento del déficit de los bonos del tesoro mediante capitalización de los servicios de intereses de la deuda cuasi fiscal registrando por debajo de la línea.
- v) liberación de importaciones con tipo de cambio en apreciación permanente manteniendo constante el crawling peg del 2 % mensual, lo cual desincentiva las exportaciones e incentiva el flujo de importaciones aumentando los desequilibrios del sector externo que es deficitario e servicios y superavitario hasta ahora en bienes.
- vi) el régimen de exteriorización de activos financieros permitirá aumentar los depósitos en dólares con un impacto positivo de las reservas internacionales brutas pero no las netas, compitiendo al mismo tiempo con los casi 116.000 M de dólares del período de Macri.

- vii) la incapacidad de acumular reservas por las asimetrías de la elasticidad de exportaciones e importaciones totales en el sector externo, la tasa de riesgo país en torno a los 1500 puntos básicos y el flujo de servicios del capital e intereses de la deuda adquirida en la gestión Macri y renegociada en la gestión Fernández avizora serias dificultades para obtener financiamiento garantizado.
- vii) la implementación del RIGI y otras medidas de incentivo a las inversiones posee un plazo de maduración significativo, lo cual no implica efecto o impacto inmediato.

Por ende, la combinación de superávit fiscal con alto costo social, de reducción de la inflación con impacto en el empleo y actividad económica junto a la imposibilidad de acumular reservas en un contexto de reducción de exportaciones y aumento de importaciones genera más preguntas que respuestas respecto a la consistencia estructural del plan económico de Milei.

Los datos de la realidad son crueles: i) 10000 empresas cerradas con 263000 trabajadores despedidos, cuentas sueldos canceladas, ii) deterioro promedio de 13 % del salario real de los trabajadores públicos, privados, formales e informales, iii) aumento de la tasa de desempleo del 5,7 % al 7,2% con tendencia para llegar al 9,5 % en el último trimestre del año producto del ajuste de la desocupación por efecto de la recesión económica que implica cierre de empresas e impacto en el empleo que incluyendo los trabajadores informales implica cerca de 600.000 trabajadores desocupados, iv) las jubilaciones han experimentado una caída neta de 6% desde el mes de noviembre, v) la pobreza se ubica en torno al 52 % y la indigencia en torno al 26 % conjuntamente con un impacto significativo en la niñez y adolescencia.

El aumento de las tarifas, la reducción del salario real, la persistencia de la tasa de inflación en torno al 4,2% para el mes de agosto y los indicadores negativos de actividad económica no pueden seguir sosteniendo las expectativas.

El corte abrupto de las obras públicas, el recorte a los jubilados, la eliminación del FONID junto a la eliminación de partidas al sistema universitario, la destrucción del sistema científico y tecnológico, la actitud confrontativa con la cultura, la pretendida imposición de medidas autoritarias, el financiamiento vergonzoso a la SIDE y la percepción de un desgaste político significativo es parte de un esfuerzo colectivo de desarrollo de agenda económica y social.

Las proyecciones del presupuesto 2025 con 5 % de crecimiento del PIB, un resultado de balance en cuenta corriente equivalente a 20000 M de dólares sin otorgar certidumbre respecto al cepo cambiario, en un contexto de reducción de 6000 M de dólares del aporte del complejo sojero por efecto precio indican

algunas de las dificultades para cumplir la meta del 18 % anual de inflación con crecimiento económico.

La inflación esperada para el último trimestre del año se proyecta en 4,1 % mensual promedio aunque otras estimaciones lo ubican en torno a 2,7, lo cierto es que la apreciación cambiaria potencia los desequilibrios del sector externo, impide el alineamiento de la tasa de riesgo país con la capacidad de financiamiento internacional para cumplir los compromisos de 17000 M de dólares, 9000 M de los cuales deben ser orientados a vencimientos de servicios de capital e intereses de bop reales y globales entre enero y julio del año 2025. El resto de los vencimientos son con el FMI que puede resolverse mediante roll over o con los organismos multilaterales en donde no se ejecutan los préstamos para compensar los flujos netos de pagos.

Los desequilibrios del sector externo condicionarán la gestión de Milei hasta la finalización del mandato por varios factores: i) la apreciación cambiaria y los precios de los bienes exportables reduce la capacidad de acrecentar las reservas por vía de exportaciones, ii) las importaciones aumentan por reducción de plazos de pagos, elasticidad/PIB y liberalización de restricciones de corto plazo, iii) el saldo de los servicios financieros y reales aumentan su sesgo negativo.

La demanda de flujo de divisas por servicios turísticos al exterior aumentará significativamente por estacionalidad, las liquidaciones de divisas disminuyen por la desaceleración estacional del segundo semestre, y el régimen de exteriorización de activos financieros no aumentan las reservas netas que tuvieron impacto en los depósitos en dólares por 1850 M de dólares desde el mes de agosto.

“El BCRA vendió 340 M de dólares esta semana registrando su peor saldo promedio desde el cambio de gobierno (diciembre 2023)” indica el reporte de la Semana Económica -Informe General- N° 845 del 7 al 13 de septiembre de 2024 con la brecha de MEP/CCL entre 27 y 30% y un riesgo país equivalente a 1400 puntos básicos.

Si existe expansión de préstamos en dólares con liquidación en el MULC objetivamente podría acumular reservas por mayor disponibilidad de divisas en las reservas netas pero con valores poco significativos.

El gobierno está entrampado en un programa inconexo, declaraciones rimbombantes y estrategias de stop and go respecto a sus relaciones impredecibles con actores políticos, económicos y sociales, El ancla fiscal presenta inconsistencias pues la recaudación se resiente producto de la recesión

económica, el gasto se sostiene con diferimientos de pagos e incumplimientos inadmisibles y el resultado fiscal no es sustentable en un contexto de debilidad estructural.

El programa monetario de astringencia monetaria compatible con el ancla fiscal degenera en la profundización del déficit del sector externo y la pérdida de reservas que más tarde o más temprano desembocará en una nueva devaluación “espiralizando” la inflación para volver a empezar con expectativas políticas devaluadas.

Objetivamente con este riesgo país es imposible obtener financiamiento externo para cancelar los servicios del capital e intereses de la deuda que sus socios políticos engendraron de la mano del actual Ministro Caputo pues sólo agravaría las consecuencias de un programa económico inconsistente, tan inconsistente como un queso gruyere con la cantidad de agujeros que tiene.

Tampoco puede salir del cepo en el corto plazo pues afectaría su principal objetivo que es reducir la inflación. Sólo puede esperar y sabe que la espera puede mejorar algunos aspectos de la macroeconomía (mayor volumen de exportaciones de energía y minería, por ende mayor liquidación de divisas) que a través del RIGI hubiese podido potenciar de un mejor modo producto de un consenso parlamentario más amplio y sin tantas concesiones a los potenciales inversores en este camino programado hacia el año 2031.

La credibilidad, confianza y expectativas se diluye aceleradamente producto de una base electoral reducida y cuya ampliación es difusa. Menor confianza implica menor expectativa, y menor expectativa implica menores resultados.

Como diría Serrat “nunca es triste la verdad, lo que no tiene es remedio”.

3- ESCENARIO BAPRO.

ECONOMÍA INTERNACIONAL:

COYUNTURA ECONÓMICA INTERNACIONAL

MENOS DÓLARES POTENCIALES PARA ARGENTINA, ¿MÁS CEPO?

La inflación fue de 0,2% mensual en agosto en Estados Unidos, equivalente a 2,4% anualizado. Así, quedó 0,4 p.p. por encima del objetivo de la Reserva Federal (+2%), aunque la media de los últimos tres meses -un dato con menor volatilidad y por tanto más relevante para hacer política económica- sigue por debajo (+1,2%). La política monetaria podría relajarse en el corto plazo.

A nivel desagregado, sobresale la caída de 0,8% en los precios de la energía, motivada por una contracción mayor a 5,5% en los precios del petróleo WTI durante agosto (porcentaje que asciende a 13,6% cuando comparamos entre el 31 de julio y el 12 de septiembre: el deterioro se agravó). Así, el índice núcleo, que en Estados Unidos excluye alimentos y energía, fue de 0,3% en agosto, quedando algo por encima de las expectativas.

El miércoles 18 de septiembre la Reserva Federal redujo la tasa de interés de los fondos federales en 50 puntos básicos. El segmento objetivo de la FED será de entre 4,75% y 5,25% anual, abandonando el de 5,25% - 5,5% mantenido desde julio de 2023. Ocurre que mercado de trabajo siguió arrojando algunas señales de moderación (en agosto se crearon poco más 140 mil puestos de trabajo no agrícolas, casi 70 mil menos que en la media del primer semestre: 210 mil mensuales), lo cual terminó alentando el carácter expansivo de la Fed, dado su mandato doble: estabilidad de precios y creación de empleo.

La contracción del precio del petróleo se debe más a factores reales que nominales: la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) redujo la segunda semana de septiembre sus proyecciones de demanda, producto de la moderación de la economía China. Asimismo, el boom de autos eléctricos y el aumento secular en el uso del GNL en camiones (en los contratos a un mes, su precio trepó más de 9% entre el cierre de julio y el 12/9) impactan negativamente en la demanda del sector. En consecuencia, la misma no necesariamente se revertirá en lo inmediato, aun cuando la política monetaria adoptase un carácter más expansivo que el descontado.

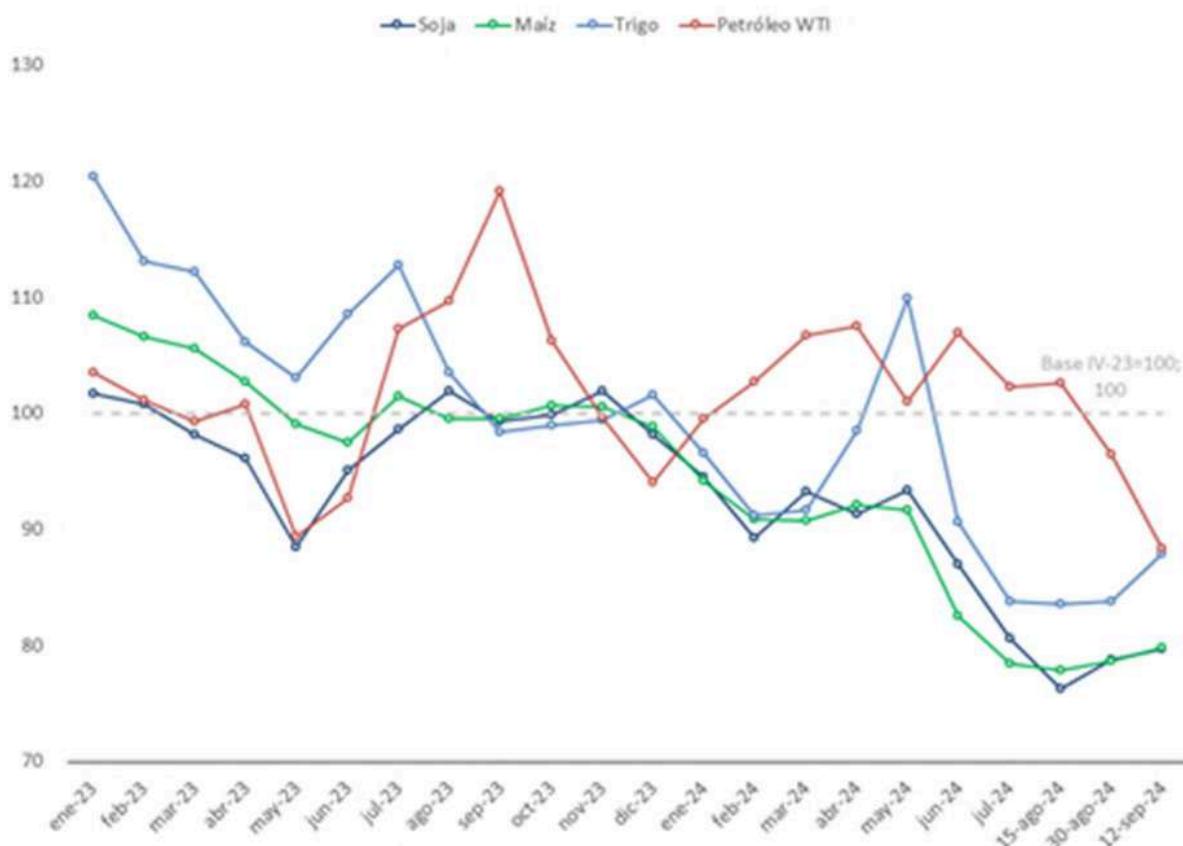
Los vaivenes de la economía real no solo se verifican en el gigante asiático. Por caso, a la Unión Europea le cuesta salir de su "gran moderación": su Banco Central recortó en 0,1 p.p. sus proyecciones de crecimiento para este año, dejándolas en

0,8% (en 2023, su PIB se contrajo 0,4%), lo que motivó un ajuste de 0,25 p.p. de su tasa de interés de referencia, que quedó en 3,5%.

Si las condiciones de demanda no ayudan al repunte de precios, las de oferta tampoco. Con la postergación del aumento de producción de barriles de crudo a diciembre, el principal pesimismo se traslada a los bienes agropecuarios. En lo que va del segundo semestre, el poroto de soja arrastra una caída de 8,5%, a la vez que el maíz y el trigo retroceden 3,3% y 3%, respectivamente.

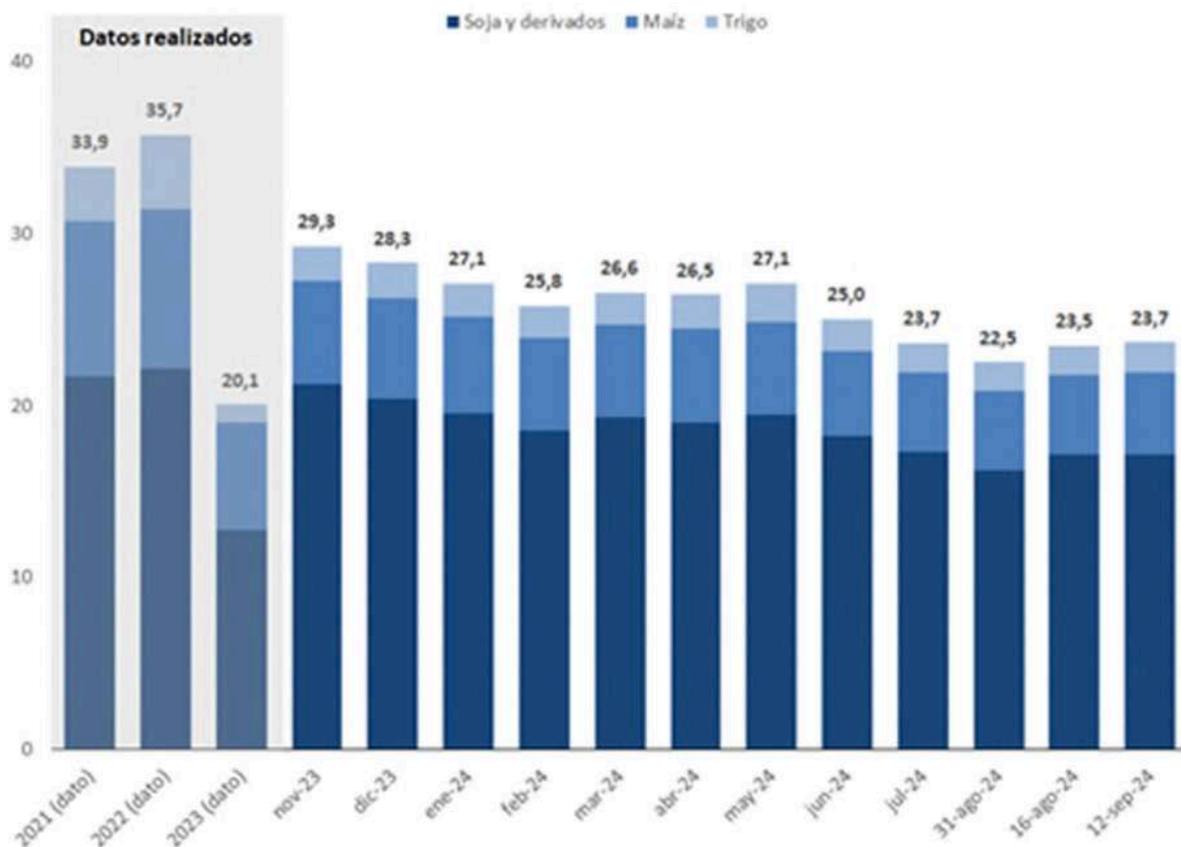
Si bien se verifica una mejora respecto del piso de mediados de agosto (+5,7% en el caso de la soja, +3,6% en el del maíz y +4,8% en el del trigo), los rojos siguen siendo importantes. En septiembre, el Departamento de Agricultura de Estados Unidos (USDA) mantuvo sus proyecciones de cosecha para la oleaginosa en la campaña actual en 125 millones de toneladas. El avance de 10% respecto de 2023 en el volumen de producción, más el pico de rendimiento por tonelada (3,6 por hectárea, +5% respecto del año pasado), explican la sobreabundancia de oferta en un mundo con una demanda acotada.

Precios de commodities a fin de mes | base IV-23=100. Fuente: Bloomberg.



A nivel exportaciones de Argentina, la caída de los precios está teniendo un impacto significativo. Considerando las proyecciones de toneladas enviadas al exterior para 2025 -cosecha normal: 41,3 millones de toneladas de soja, 29,6 de maíz y 8,3 de trigo-, la entrada de dólares por poroto, harina y aceite de soja, maíz y trigo pasó de USD 28.300 millones con los precios de cierre de 2023 a USD 23.700 millones con los datos del 12 de septiembre (USD -4.600 millones). Vale destacar que el piso fue el 16 de agosto, cuando la oleaginosa rozó los USD 350 por tonelada, y el retroceso respecto del 30 de diciembre de 2023 era de USD 5.800 millones.

Exportaciones de poroto, harina y aceite de soja, maíz y trigo a precios de cierre de cada mes | En USD miles de millones. Fuente: Bloomberg.



Este combo internacional tiene distintos impactos para la Argentina, especialmente vinculados con la eventual flexibilización de los controles de cambios. Por un lado, i) la relajación de la política monetaria de la Fed debería alentar el movimiento de capitales hacia emergentes, ya que la “tasa libre de riesgo” tiene un menor rendimiento. Sin embargo, ii) la menor demanda internacional -menos cantidades exportadas-, en un contexto producción agropecuaria récord en el hemisferio norte reduce la entrada de dólares por la

cuenta corriente. En consecuencia, el escenario es adverso: el viento sopla más de frente que de cola.

Principales indicadores financieros | base dic-23=100. Fuente: Bloomberg.



Vale destacar que en las últimas semanas se recuperó el apetito de inversores financieros por la región, principalmente por la moderación en las expectativas de flexibilización de la política monetaria de Brasil (el Real se apreció 2,5% entre el 31 de julio y el 12 de septiembre, pasando de 5,75 BRL/USD A 5,6 BRL/USD, y si bien acumula un salto mayor al 15% en lo que va del año, las expectativas mejoraron en el arranque del segundo semestre). Aunque los principales indicadores financieros siguen por debajo de los niveles de 2023, marcan avances de hasta 10% -en dólares - respecto de los pisos de julio y agosto.

Retomando el análisis del impacto del escenario global sobre la economía argentina, esto aleja las probabilidades de salida del cepo, en tanto reduce los potenciales beneficios de un eventual desarme de los controles cambiarios: la entrada de capitales privados a países de la región está siendo escasa -y hasta negativa en términos netos-, incluso para los países con una macroeconomía más estable que la nuestra, en lo que va de 2024. Por lo tanto, si el estancamiento de la

inflación en torno del 4% reduce las chances de salida del cepo por una mayor nominalidad que el objetivo, el escenario global lo hace por la escasez de financiamiento y el bajo valor esperado de nuestras exportaciones. ¿No hay dogma que dure una gestión?

ECONOMÍA NACIONAL: COYUNTURA ECONÓMICA

DEUDA EN PESOS: EL DISCRETO ENCANTO DE LOS CONTROLES CAMBIARIOS

En el primer trimestre, el Ministerio de Economía emitió ARS 10,7 billones de deuda en moneda local. En un contexto de alta incertidumbre y volatilidad nominal, ARS 9,8 billones fueron ajustables por CER (más del 90% de total). Asimismo, en pos de relajar los compromisos de corto plazo, ARS 10,4 billones tenían vencimientos a partir de 2025. Los títulos de capital variable ajustables por inflación y los vencimientos de mediano plazo, se por razones de oferta o de demanda -es decir, sea porque el Gobierno lo buscaba o porque el mercado se resistía a otras alternativas-, terminaron siendo las opciones elegidas.

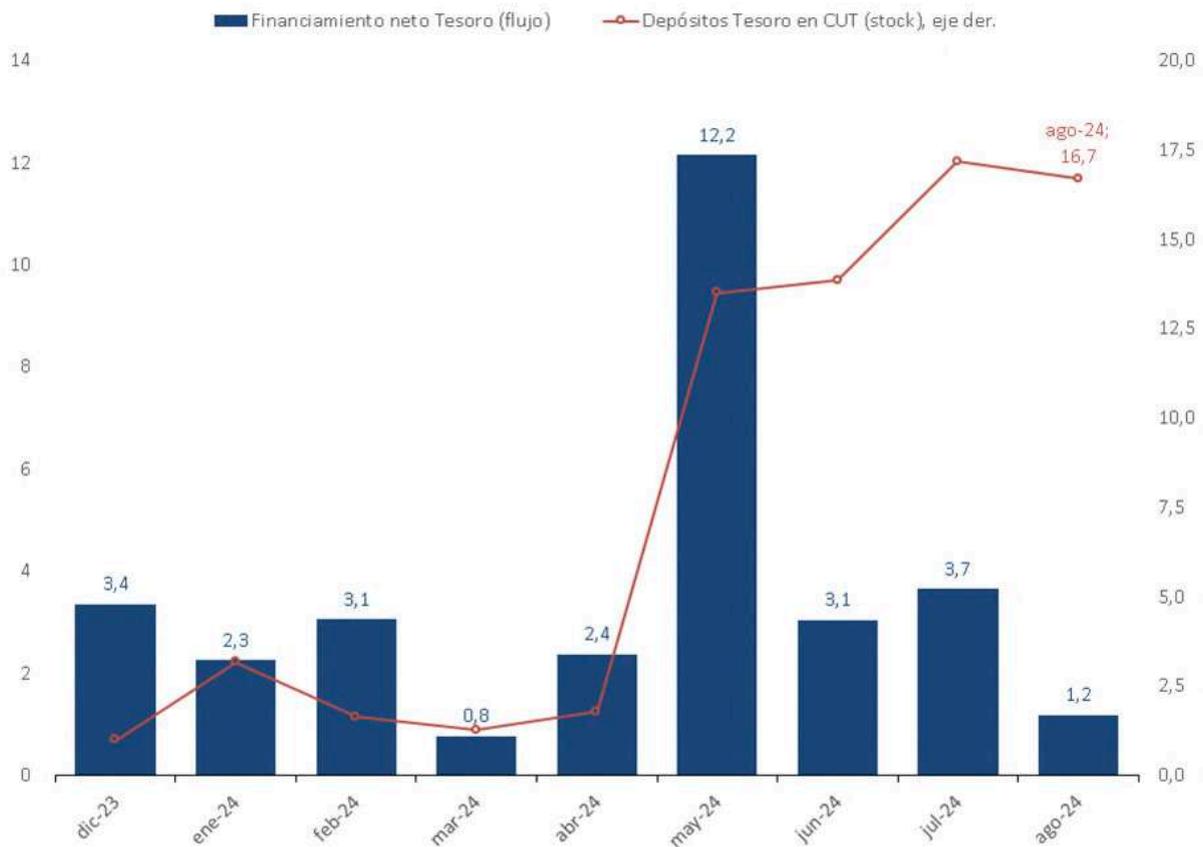
En el segundo trimestre, en cambio, ARS 30 billones de los casi ARS 35 billones emitidos fueron en letras de tasa fija (87%). La baja de la inflación, que pasó de 14,9% promedio mensual en el primer trimestre a 5,8% en el segundo, más la recomposición de algunas variables cambiarias -por caso, las Reservas brutas escalaron de USD 23.100 millones el 31 de diciembre a USD 27.000 millones el 31 de marzo- permitieron reorientar la estrategia de financiamiento.

En contraposición, dado que las opciones a tasa fija suelen tener vencimientos más cortos que aquellas que ajustan de manera automática ante la suba del nivel de precios, el plazo promedio de emisión cayó de más de dos años a 110 días entre el primer y segundo trimestre. Hacienda priorizó su forma de endeudamiento por sobre su calendario de pagos.

En julio, se repitió el esquema del segundo trimestre y ARS 7,5 billones de los ARS 8,7 billones emitidos fueron a LECAP, a la vez que ARS 4,6 billones vencerán antes del cierre del año -número que asciende a ARS 7,5 billones cuando incorporamos enero-marzo de 2025-.

Ahora bien, en agosto hubo algunas novedades. Si bien Economía siguió prefiriendo las LECAPs por sobre otras modalidades de financiamiento (95% del total emitido), apuntó a estirar plazos por sobre comprimir tasa: el promedio ponderado de vencimiento saltó de 206 a 270 días. De esta manera, más que se duplicó el plazo de pago respecto del segundo trimestre (los 110 días mencionados más arriba) y se descomprimieron las obligaciones más inmediatas.

Resultado neto licitaciones y depósitos del Tesoro en CUT del BCRA | en ARS billones. Fuente: Ministerio de Economía y BCRA.



En contraste, producto entre otras cosas de una oferta más escasa, el Tesoro obtuvo su menor cantidad de pesos netos desde marzo (ARS 1,2 billones), a la vez que redujo a menos de la mitad los ingresos financieros de julio (ARS 3,7 billones). Como resultado, la Cuenta Única del Tesoro (CUT) en el Banco Central contrajo su saldo por primera vez desde marzo, pasando de ARS 17,2 billones a fines de junio a ARS 16,7 billones al cierre de agosto.

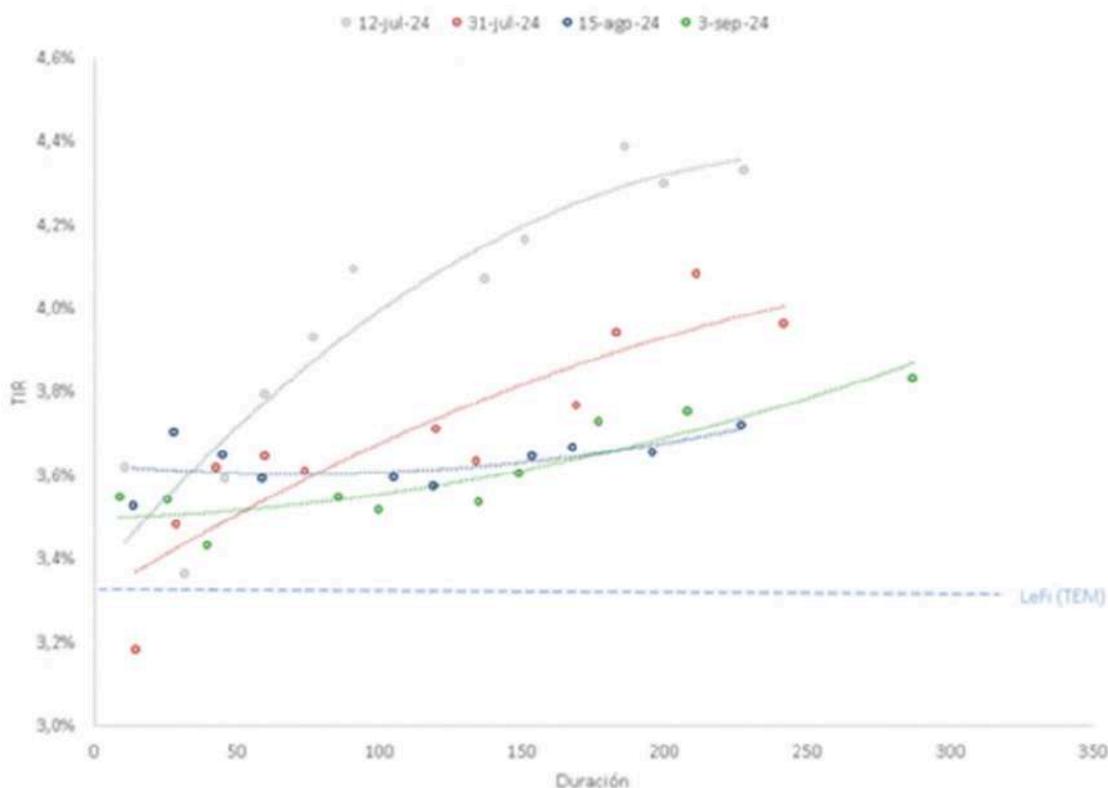
¿Qué nos marca este cambio? En primer lugar, que Hacienda está más preocupado por descomprimir los vencimientos de los próximos meses que por su costo financiero. En este punto, vale recordar que, técnicamente, las LECAPs no pagan intereses, sino que amortizan al vencimiento; no obstante, dado que el efecto para el emisor es neutro, la diferencia solo es contable: las LECAPs afectan el stock de deuda del Tesoro, pero no su resultado financiero -casualmente, aquel donde se posa el objetivo de equilibrio-.

En segunda instancia, esto puede reflejar que el Ministerio de Economía no espera una reducción abrupta de la inflación para lo que resta de 2024 e incluso para la primera mitad de 2025 -en la última subasta del 28 de agosto se emitieron ARS 2 billones a junio y agosto de 2025 a una tasa efectiva mensual de 3,9% en ambos casos-. Si la inflación bajara sensiblemente, el costo financiero de estos títulos aumentaría de manera significativa en términos reales.

A modo de ejemplo, si la suba de precios orbitara en torno del 1% mensual a partir del último trimestre de este año, las LECAPs emitidas a agosto del año que viene pagarían una tasa de interés real cercana al 3% por mes entre enero y junio de 2025. Dado que los ingresos del Sector Público crecen en línea con el IPC y el nivel de actividad, estos pasivos se tornarían excesivamente costosos.

En este marco, vale destacar que la curva "larga" de LECAPs se volvió virtualmente plana en las últimas semanas. Así, se observa que el mercado no espera una gran baja de la inflación para los próximos meses, pero que, a diferencia de principios de julio, tampoco castiga con menores precios a los vencimientos más extendidos. Dicho de otro modo, podemos sostener que no se está cobrando por la incertidumbre de mediano plazo.

Curva de rendimientos para títulos a tasa fija (LECAPs) | Fuente: Bloomberg.



En relación con el frente cambiario, esto permite entrever dos “expectativas”, una de corto y otra de mediano plazo. Respecto de la primera, la tasa de devaluación mensual efectiva de los contratos de Rofex para lo que resta del año ronda el 3%. De esta forma, sigue por debajo de la inflación esperada, pero por encima de la suba de tipo de cambio oficial objetivo del Banco Central de los últimos meses: 2%. Asimismo, y no menor, se ubica en línea con la tasa de interés de política monetaria: 3,3%.

Ahora bien, este sendero de LECAPs cuasi plano también revela que el mercado no está descontando grandes desalineaciones de la inflación para los próximos meses, tanto para arriba como para abajo. Considerando que los últimos desarmes de los controles de cambios, más conocidos como cepo, llevaron al dólar a los niveles del tipo de cambio financiero -es decir, la brecha se cierra por arriba-, podría intuirse que el mercado no aguarda una flexibilización relevante de los controles, al menos hasta mediados del año que viene -últimos plazos de las LECAPs-.

Es importante mencionar las complejidades de obtener crédito privado en moneda extranjera en contextos de cepo: sin libre remisión de utilidades y dividendos, pareciera no haber financiamiento disponible. Vale destacar que esta situación no es la misma para los Organismos Multilaterales: por caso, el Fondo Monetario Internacional firmó su último Programa de Facilidades Extendidas (EFF, por sus siglas en inglés) con nuestro país en 2022, momento en el cual el cepo ya llevaba tres años de vigencia. En consecuencia, no descartamos que, incluso con controles, nuestro país alcance un nuevo acuerdo con el FMI en los próximos meses, algo que parece más difícil con el mercado.

Dicho esto, vale recordar que en 2022 comenzaban los pagos de capital del Acuerdo Stand By (SBA) de 2018, de modo que el acuerdo anterior no incrementó el stock total de deuda en moneda extranjera: los desembolsos se calzaron con los vencimientos. En 2025, los USD 3.300 millones que vencen con el FMI son por intereses.

El cepo tiene un impacto opuesto entre la deuda en pesos y la deuda en dólares. A la vez que la reducción de opciones de ahorro en moneda extranjera facilita el financiamiento en moneda local, complica el crédito en divisas. La curva de LECAPs y la de títulos en dólares, no reflejan un fin de la brecha -ni de la inflación- al menos hasta junio de 2025. El impuesto PAIS vence a fines de 2024, ¿los controles cambiarios lo sobrevivirán?

FISCAL I: PRESUPUESTO 2025

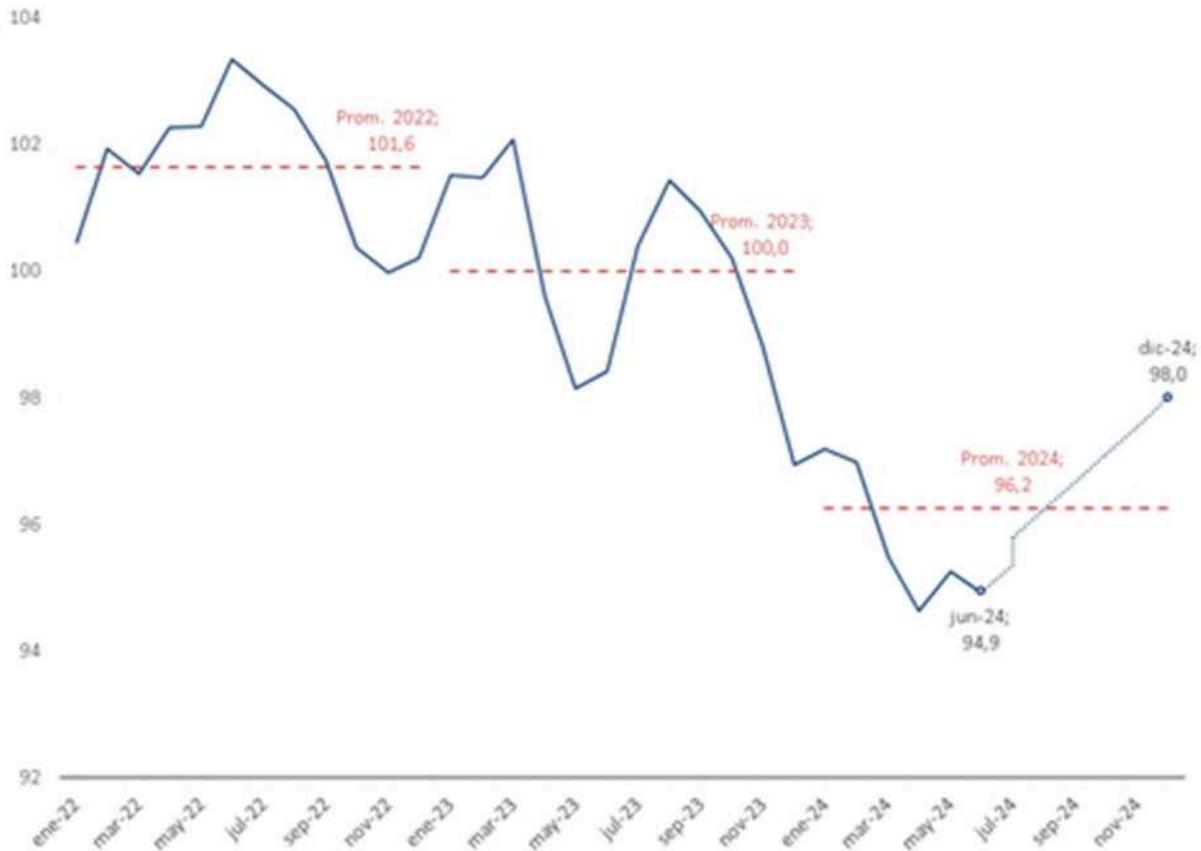
1 Supuestos macroeconómicos:

	2023	2024	2025	2026	2027
PIB	-1,6%	-3,8%	5,0%	5,0%	5,5%
Consumo privado	1,0%	-6,3%	4,5%	4,3%	4,7%
Consumo público	1,5%	-4,8%	4,0%	4,1%	4,2%
Inversión	-2,0%	-22,2%	9,9%	9,6%	10,2%
Exportaciones	-7,5%	23,2%	7,7%	6,7%	5,6%
Importaciones	1,7%	-19,2%	14,2%	12,9%	11,8%
Inflación (dic-dic)	211,4%	104,4%	18,3%	11,6%	7,4%
TCN, ARS/USD (dic.)	642	1.020	1.207	1.347	1.446
v%a	124,3%	58,9%	18,3%	11,6%	7,3%
TCN, deflac. (ago-24=953)		972	972	972	972
Exportaciones bienes y servicios	82.947	95.414	104.030	113.185	122.919
v%a	-19,5%	15,0%	9,0%	8,8%	8,6%
Importaciones bienes y servicios	92.300	73.442	83.282	94.512	106.894
v%a	-5,2%	-20,4%	13,4%	13,5%	13,1%
Elasticidad impo/PIB	3,3	5,4	2,7	2,7	2,4
Balanza comercial	-9.353	21.972	20.748	18.673	16.025

El Presupuesto 2025 prevé una caída de 3,8% para el PIB en 2024. Con los datos a junio, la actividad arroja un arrastre estadístico de -4,4%, de modo que el EMAE debería crecer alrededor de 3,7% entre junio y diciembre (+0,5% mensual) para alcanzar este objetivo. En este escenario, la economía cerraría el año 0,8% por debajo de los niveles de noviembre 2023 y 3,3% por debajo de agosto 2023, pico de actividad del año pasado. Parece alcanzable.

EMAE desestacionalizado con supuestos de crecimiento de Presupuesto |

Fuente: elaboración propia.



En materia de inflación, los números son algo más optimistas: estima un acumulado de 105% para este año, lo que implicaría una suba de 1,2% promedio mensual entre septiembre y diciembre. Luego de cuatro meses en torno del 4% mensual, este número parece demasiado exigente.

Para 2025, la estimación de 18% en el acumulado anual también parece optimista: implica un promedio menor a 1,5% mensual. Conforme a nuestras estimaciones, sea con o sin cepo, con o sin ajustes tarifarios, este número es poco plausible.

El escenario de tipo de cambio nominal está copiado del de inflación: es exactamente el mismo en cada año. Considerando un tipo de cambio de 953 ARS/USD para cierre de agosto, con la “desaceleración” inflacionaria comentada más arriba, el dólar cerraría 2024 en torno de los 970 ARS/USD actuales, permaneciendo en esa zona -en términos reales- hasta 2027.

2 Comercio internacional de bienes y servicios

El proyectado de 2024 parece relativamente lógico, especialmente cuando tomamos el base devengado y no el caja (o sea, lo facturado y no lo pagado). Con las importaciones cursadas por el mercado paralelo de principios de año, la caída 20% para este año tiene sentido. Para los años venideros, la elasticidad Impo/PIB da alrededor de 2,7/2,5, ubicándose en línea con la media histórica. Por lo tanto, si bien el escenario de actividad planteado parece algo optimista y no se cumpliría, el de compras externas es consistente con ese aumento de consumo privado y las importaciones.

Respecto de las exportaciones sí vemos un exceso de optimismo: en un mundo con precios de *commodities* en mínimos históricos (soja alrededor de USD 370/380 la tonelada y no levantando en futuros), cosechas récord en el hemisferio norte y la economía de Brasil con un crecimiento esperado menor al 2% i.a. los números parecen bastante auspiciosos.

De todos modos, con vencimientos por USD 17.000 millones de deuda pública en moneda extranjera (títulos, FMI y otros organismos, BOPREAL y swap) para 2025 y algo más para los años posteriores, ni siquiera este desenlace benigno es consistente con un repago de la deuda en un escenario sin crédito privado externo -esta conclusión se profundiza con una flexibilización del cepo-.

La entrada de inversiones netas debería ser no menor a USD 10.000/15.000 millones por año para honrar los vencimientos en un escenario de autarquía financiera.

3 Escenario fiscal

Por el lado fiscal, el Presupuesto plantea mantener un esquema de déficit financiero cero. Esto si bien en sí mismo no pareciera una novedad, modifica el escenario planteado al FMI en dónde se proyectaba un superávit en 2025 de 0,5% del PBI. Para mantener este equilibrio el presupuesto plantea una caída equivalente de ingresos y gastos de 0,2 p.p del producto.

En materia de recursos, el presupuesto plantea dos principales novedades que generan una caída en los recursos a) la eliminación del impuesto país lo que implica según las estimaciones del gobierno nacional una merma de 1,1 p.p del PBI y b) una reducción de las rentas de la propiedad de 0,3 p.p[1].

Para compensar esta merma de los ingresos, el gobierno apela a 4 fuentes principales: i) Aportes y contribuciones a la seguridad social (+0,5 p.p del pbi / +15,7% i.a real); Derechos de expo (0,47 p.p del pbi / +57,2% i.a real), Ganancias (+0,25 del pbi / +10,7% i.a real) y combustibles (+0,25 p.p del pbi / +100,3% i.a real).

De esta forma, el total de los ingresos presenta un incremento de 4,3% en términos reales.

Sector Público Nacional.	2024. En % del PBI	2025. En % del PBI	Dif. En p.p	Var i.a Real
Recursos tributarios y SS	15,36	15,46	0,10	6,2%
País	1,10	0,00	-1,10	-100,0%
IVA Neto de Reintegros	3,38	3,24	-0,14	0,9%
Bienes Personales	0,07	0,04	-0,03	-39,4%
Créditos y Débitos	1,65	1,65	0,00	5,1%
Derechos de Impo y tasa estadística	0,62	0,70	0,08	17,8%
Ganancias	1,78	2,03	0,25	10,7%
Combustibles	0,28	0,54	0,26	100,3%
Derechos de Expo	0,96	1,43	0,47	57,2%
Aportes y Contrib. a la Seguridad Social	5,06	5,56	0,50	15,7%
Resto Tributarios	0,46	0,26	-0,2	
Rentas de la propiedad	0,80	0,50	-0,30	-34,0%
Resto	0,54	0,54	0,00	
Total Ingresos	16,7	16,5	-0,20	4,3%

Por el lado de las erogaciones, el gasto primario se incrementaría en 0,1 p.p del PBI, mientras que las rentas de la propiedad caerían 0,2 p.p.

Dentro del gasto primario, se observa por un lado un incremento en: Prestaciones a la seguridad social (+0,2 p.p / +9,3% i.a real), gastos de consumo (+0,1 p.p/ +11,7% i.a real), transferencias a provincias (0.1 p.p / +39,2% i.a real) y GK (+0.1 p.p / +18,4% i.a real). Para contrarrestar dichos incrementos, la totalidad de la reducción del gasto se centrarían en subsidios y programas sociales (cabe mencionar que aquí se incluye dentro de subsidios las transferencias a empresas públicas) que experimentarán una caída de casi 0,5 p.p del producto.

Por otro lado, en función de la estrategia de emisión de títulos por parte del SPN, las rentas de la propiedad aportarán una reducción de 0,2p.p adicionales.

Gastos. Sector Público Nacional	2024. En % del PBI	2025. En % del PBI	Dif. En p.p	Var i.a Real
Prestaciones a la Seg.Social	6,1	6,3	0,2	9,3%
Gastos de Consumo	2,7	2,9	0,2	11,7%
Remuneraciones	2,1	2,2	0,1	8,6%
Bienes y Servicios	0,6	0,7	0,1	22,5%
Universidades nacionales	0,5	0,5	0,0	0,8%
Transferencias a Provincias	0,3	0,4	0,1	39,2%
Gastos de Capital	0,6	0,7	0,1	18,4%
Programas Sociales y Subsidios	4,8	4,4	-0,5	-6,1%
Gasto Primario	15,1	15,2	0,1	5,6%
Rentas de la propiedad	1,5	1,3	-0,2	-10,2%
Gasto total	16,6	16,5	-0,2	4,2%

Conclusión fiscal:

El gobierno debió generar un esquema macro a todas luces inconsistente, para poder mostrar un escenario de ingresos y gastos que sea “votable”.

En este sentido, los ingresos del SPN no parecieran tener un correlato claro con la evolución de la actividad esperada. Puntualmente, los derechos de expo muestran un incremento real de casi el 57% cuando las cantidades exportadas sólo crecerían al 9%). De hecho, sólo basta comparar dicho guarismo contra los derechos de importación que crecen al 17% real, cuando las cantidades crecen al 10%. ¿Qué explica dicha diferencia entre cantidades y recaudación?

Por otra parte, la masa salarial en términos reales crecería al 16% lo cual sería el mejor guarismo desde 2011 al menos.

Viendo el lado del gasto, aquí empieza a jugar otro supuesto clave. Poner un crecimiento del 5% del PBI le permite al gobierno licuar el impacto en el gasto del incremento en las prestaciones sociales (consistente con la baja de la inflación planteada) y mostrar un incremento del gasto en términos reales, aún conservando el equilibrio fiscal.

En este sentido, recursos inflados y el crecimiento del producto permite al gobierno aumentar partidas que entran en el común de negociaciones en el presupuesto: Gasto de capital y Transferencias a provincias.

De esta forma, a medida que los recursos no se condigan con los planteados con el gobierno nacional, serán estas promesas de gastos los principales puntos de apoyo para alcanzar el objetivo del 0.

FISCAL II: LAS CUENTAS FISCALES SIGUEN EN POSITIVO

El Sector Público Nacional no Financiero alcanzó un superávit primario de ARS 900.000 millones en agosto y un superávit financiero de ARS 4.000 millones en agosto, revirtiendo los déficits de ARS 124.000 millones y ARS 1.295 millones, respectivamente, observados en igual mes del año pasado.

Al igual que en los meses precedentes, la mejora del saldo se explicó por la caída del gasto público (-29,4% i.a. en términos reales), en tanto que los ingresos retrocedieron 13,9% i.a., atenuando la consolidación de las cuentas públicas. En relación con estos últimos, sobresale la contracción de IVA total (-14,4% i.a.), profundizando el retroceso de julio (-11,6% i.a.). En contraste, Aportes y contribuciones a la seguridad social se redujo 6,5% i.a. en agosto, atenuando la caída de julio (-6,5% i.a.).

Resultado fiscal agosto de cada año, en billones de pesos de 2024 | Fuente: elaboración propia en base a INDEC y Hacienda.

	2022	2023	2024	v%a	Incidencia
Ingresos totales	9,7	10,2	8,7	-13,9%	
Ganancias	1,1	1,1	0,8	-28,1%	-3,0 p.p.
Derechos de exportación	0,6	0,4	0,4	24,0%	0,8 p.p.
IVA Total	1,8	2,1	1,8	-14,4%	-3,0 p.p.
Seguridad social	2,7	2,8	2,7	-6,5%	-1,8 p.p.
PAIS	0,3	0,7	0,7	-7,5%	-0,5 p.p.
Resto	3,2	3,1	2,4	-21,3%	-6,5 p.p.
Gasto primario	11,2	10,3	7,8	-23,7%	
Prestaciones sociales	5,6	5,5	4,6	-16,2%	-8,6 p.p.
Jubilaciones y pensiones	3,4	3,2	2,8	-21,1%	-3,5 p.p.
AUH y AAFP	0,6	0,4	0,5	23,0%	0,9 p.p.
Resto prestaciones sociales	1,7	1,8	1,2	-33,5%	-6,0 p.p.
Gastos de capital	1,3	0,9	0,3	-71,7%	-6,2 p.p.
Subsidios económicos	1,7	1,3	1,1	-13,2%	-1,7 p.p.
Transferencias a provincias	0,4	0,4	0,2	-40,9%	-1,5 p.p.
Resto	2,2	2,2	1,7	-26,1%	-5,7 p.p.
Resultado primario	-1,6	-0,1	0,9		
Pago de intereses	-1,2	-1,2	-0,9		
Resultado financiero	-2,8	-1,3	0,0		

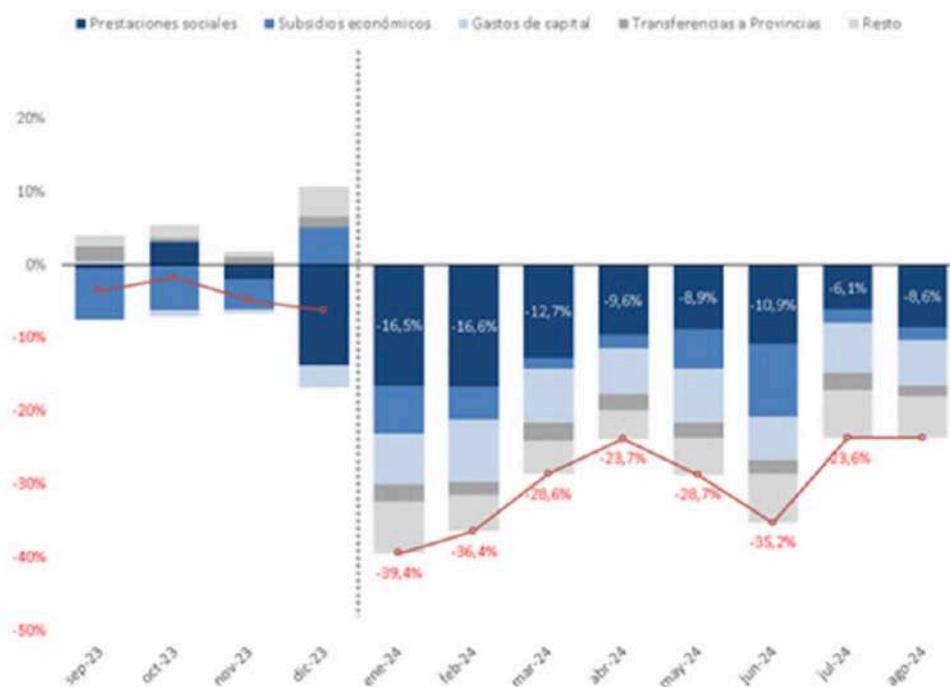
Así, estos indicadores arrojan una dinámica contrapuesta entre el consumo (IVA) y la masa salarial formal (SS). Entre otros factores, entendemos que esto podría deberse i) a un mal desempeño de los trabajadores no registrados, sin negociaciones colectivas y menores herramientas para preservar su poder

adquisitivo, ii) el cambio de precios relativos, donde las tarifas de servicios públicos ganan terreno frente a otros rubros, obligando a ajustar la demanda, aún cuando el salario vaya por encima del IPC y iii) cierto adelantamiento de compras en agosto de 2023 que dejó distintas bases de comparación: en ese mes, el IVA había saltado 14,7% i.a. (+8,4 p.p. respecto de jul-23), a la vez que Seguridad social había crecido 4,7% i.a. (-0,9 p.p. que en julio).

Por su parte, Derechos de exportación creció 24% i.a. durante agosto, impulsado por la normalización de la cosecha, a la vez que el impuesto PAIS cayó 7,5% i.a. -primera vez en el año-, afectado por la posposición de pagos al exterior que generaron sus expectativas de baja y una mayor base de comparación, dado que a fines de julio del año pasado se había establecido el gravamen de 7,5% para la compra de divisas para la importación de bienes y servicios.

Por el lado del gasto primario, las Prestaciones sociales retrocedieron 16,2% i.a., acelerando respecto de julio (-12,1% i.a.): el rojo obedeció a Jubilaciones y pensiones (-11,1% i.a.) y Asignaciones familiares (-18,8% i.a.), ya que Asignación Universal para Protección Social saltó 71,5% i.a. durante el octavo mes del año. En otro orden, sobresale la caída de Gasto de capital (-71,7% i.a.), Transferencias a provincias (-40,9% i.a.) y Subsidios económicos (-13,2% i.a.), moderado por el aumento de los giros al Transporte (+22,3% i.a.), en tanto que los realizados por Energía retrocedieron 19,3% i.a. durante agosto, siempre en términos reales.

Gasto primario, variación interanual real. Contribución al crecimiento por partida | Fuente: elaboración propia en base a Hacienda e INDEC.



Por último, el resultado fiscal primario acumula un superávit de ARS 8.750 millones en los primeros ocho meses del año, a la vez que el superávit financiero alcanza a ARS 1.975 millones, equivalente a 0,3% del PIB conforme a nuestras estimaciones. Al igual que en los datos del mes, la mejora se explica por la contracción del gasto primario (-29,4% i.a.), ya que los ingresos se redujeron 6,8% i.a, atenuando el avance.

Respeto de estos, sobresale la caída de IVA (-10,6% i.a.), Seguridad social (-14,4% i.a.) y Ganancias (-9,2% i.a.), en tanto que Derechos de exportación e impuesto PAIS crecen 31,1% i.a. y 153,5% i.a., respectivamente. Se verifica así cómo los tributos no coparticipables arrojan un mejor resultado que aquellos que se distribuyen de manera federal.

Por el lado del gasto, resalta que Prestaciones sociales se contrajo 19,5% i.a. (-22,6% i.a. jubilaciones y pensiones, +0.1% AUH y Asignaciones familiares), Gastos de capital 79,4% i.a., Transferencias a provincias 69,1% i.a. y Subsidios económicos -34,9% i.a.

Resultado fiscal enero-agosto de cada año, en billones de pesos de 2024 |

Fuente: elaboración propia en base a INDEC y Hacienda.

	2022	2023	2024	v%a	Incidencia
Ingresos totales	69,2	64,4	60,1	-6,8%	
Ganancias	7,4	6,8	6,1	-9,2%	-1,0 p.p.
Derechos de exportación	6,2	2,8	3,7	31,1%	1,4 p.p.
IVA Total	12,0	13,2	11,8	-10,6%	-2,2 p.p.
Seguridad social	20,2	20,7	17,7	-14,4%	-4,6 p.p.
PAIS	1,6	2,0	5,0	153,5%	4,7 p.p.
Resto	21,8	19,1	15,8	-16,9%	-5,0 p.p.
Gasto primario	76,7	72,7	51,3	-29,4%	
Prestaciones sociales	42,4	39,7	32,0	-19,5%	-10,6 p.p.
<i>Jubilaciones y pensiones</i>	25,8	23,9	18,5	-22,6%	-7,4 p.p.
<i>AUH y AAFF</i>	4,6	3,3	3,4	0,1%	0,0 p.p.
<i>Resto prestaciones sociales</i>	12,0	12,4	10,1	-18,7%	-3,2 p.p.
Gastos de capital	5,6	6,3	1,3	-79,4%	-6,8 p.p.
Subsidios económicos	10,9	8,9	5,8	-34,9%	-4,3 p.p.
Transferencias a provincias	2,5	2,2	0,7	-69,1%	-2,1 p.p.
Resto	15,3	15,7	11,6	-26,2%	-5,6 p.p.
Resultado primario	-7,5	-8,3	8,8		
Pago de Intereses	-6,1	-7,5	-6,8		
Resultado financiero	-13,6	-15,8	2,0		

ACTIVIDAD: ¿POR QUÉ ESTA DEVALUACIÓN ES DIFERENTE QUE LAS DEMÁS?

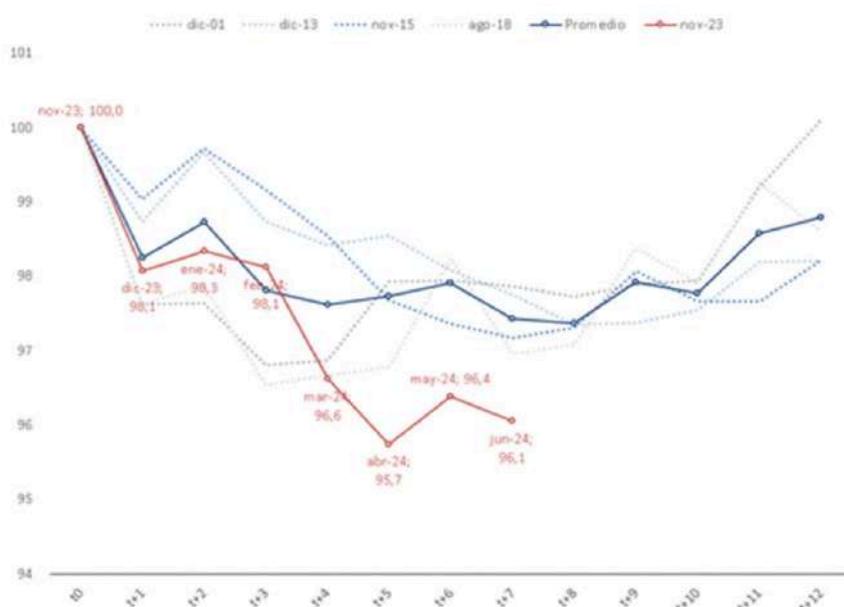
La actividad económica cayó 5,4% entre octubre 2023 y junio 2024, marcando un retroceso similar al registrado entre diciembre de 2017 y agosto de 2019 (-5%), a la vez que superó en más de 1 p.p. a la contracción verificada entre agosto de 2015 y julio de 2016 (-4,3%), pico y piso de ambos años, respectivamente. De este modo, se observa que la recesión actual está siendo más fuerte en menos tiempo que las anteriores caídas asociadas a una devaluación -dado que al salto cambiario de agosto de 2019 le siguió la pandemia de 2020, los números no son comparables y por eso no los incluimos-.

Entendemos que este mayor deterioro comparado se explica i) por el mayor incremento del tipo de cambio real, ii) una política fiscal contractiva que profundiza el rojo de la demanda interna y iii) una situación previa algo más compleja -entre agosto y octubre de 2023 la economía ya había retrocedido 1,2%, llevando el rojo acumulado a junio 2024 a 6,4%-.

No menor, el Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) tuvo dos bajones: uno entre noviembre y febrero, que asociamos al salto cambiario, y otro entre febrero y abril, que puede explicarse por la caída de gasto público. En las anteriores devaluaciones, más allá de la magnitud, solía haber un solo retroceso.

Ahora bien, llegado este punto, aparecen tres preguntas: ¿la economía empezó a rebotar en el segundo semestre? ¿a qué velocidad, qué la motoriza? y ¿hasta dónde llegará? Veamos.

EMAE en pos devaluaciones | base mes pre salto cambiario=100. Fuente: INDEC.



En los ajustes cambiarios anteriores, el EMAE tardó seis meses en volver a crecer y doce meses en recuperar los niveles previos de actividad. Si esta vez se repitiera la dinámica, en julio deberían haberse empezado a ver las primeras señales positivas. Efectivamente, algo de eso se verificó.

Por caso, la producción automotriz creció casi 40% en la medición desestacionalizada de julio, a la vez que la de Acero crudo avanzó 14,2%. En el mismo sentido, el consumo local de cemento trepó 25,9% y el índice Construya +12,1%. Como resultado, el Índice de Confianza de Consumidor que elabora la Universidad Torcuato Di Tella se recuperó 5% en julio.

En este marco, vale destacar que el índice de ventas minoristas que elabora la Cámara Argentina de la Mediana Empresa (CAME) se contrajo 1,6% durante julio, luego de haber encadenado un segundo trimestre en terreno positivo. En el último tiempo se viene observando una disociación entre los índices de consumo y los de producción: los segundos arrojan resultados menos pesimistas que los primeros. Entendemos que esto responde a cierto adelantamiento de compras que hubo en los últimos meses del año pasado, en pos de anticiparse a la suba de precios que trajo aparejada la devaluación, y por eso se está compensando -parcialmente- este año.

Por último, los préstamos a las familias crecieron 13,1%, 4 p.p. que el financiamiento a las empresas (+9%), especialmente motorizado por los Documentos (+16,4%), en tanto que los Adelantos de cuenta corriente retrocedieron 5,1% en julio. Así, el crédito está siendo uno de los principales pilares de la estabilización y posterior rebote de la economía.

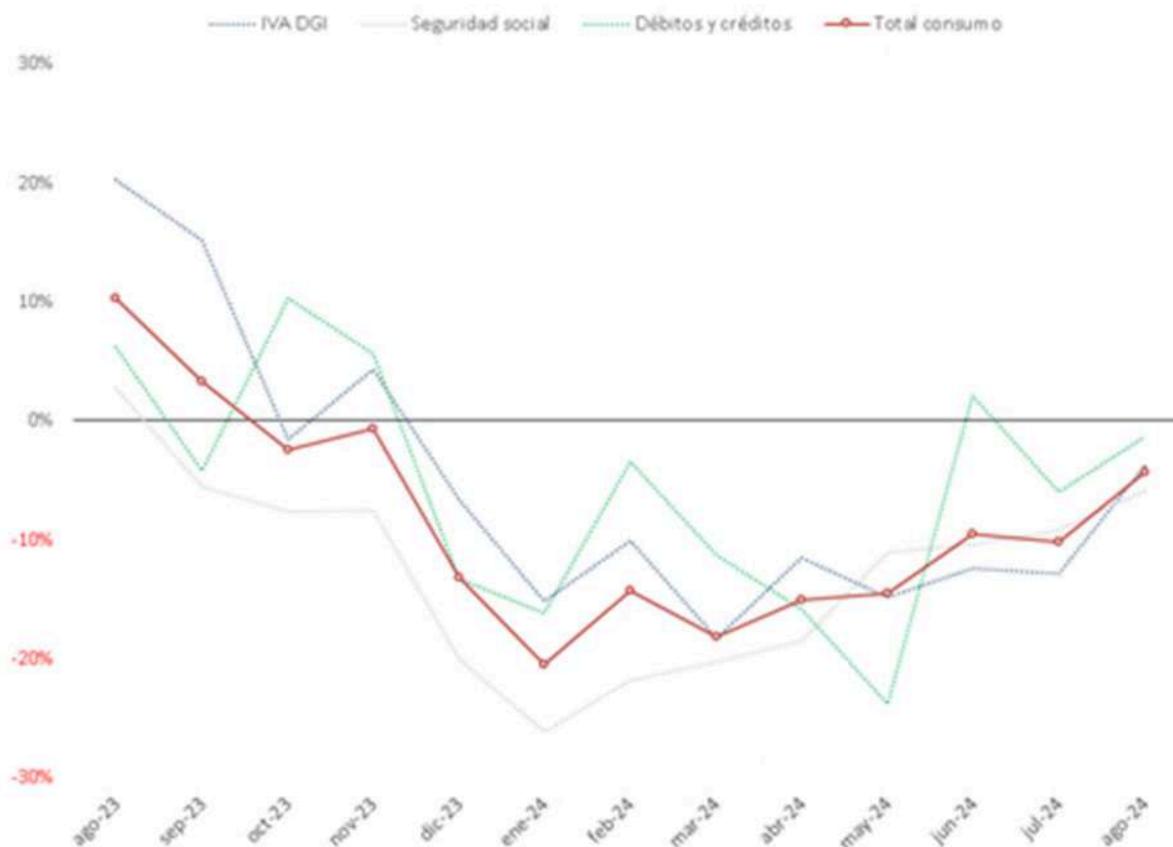
Dicho esto, vale recordar que los números interanuales permanecen en rojo. Por ejemplo, la producción automotriz cayó casi 10% en julio 2024 contra igual mes del año pasado, la de acero crudo 9,2% i.a. y el consumo local de cemento 14,5% i.a. Nuevamente, el mayor retroceso se verifica en las ventas: el índice de CAME marcó una caída de 15,7% i.a. En consecuencia, podemos sostener que los indicadores adelantados reflejarían una recuperación en julio respecto de junio, pero los niveles que siguen lejos de los valores pre-devaluación.

En agosto los números son algo más contrapuestos.

En materia de Recaudación de AFIP, resalta que el IVA DGI, que venía de caer casi 13% i.a. en julio, se contrajo "solo" 3,7% i.a. durante el mes pasado -solo entre comillas: excluido diciembre 2023 y lo que va de 2024, hay que irse a la pandemia para ver una caída mayor-, mientras que Aportes y contribuciones a la Seguridad social -más vinculado con la masa salarial- pasó de -17,9% i.a. en el primer semestre a -9,2% i.a. en julio y -5,9% i.a. en agosto. Por su parte, el impuesto a los Débitos y créditos bancarios desaceleró su retracción de -11,4% i.a. en el

acumulado enero-junio a -6% i.a. en julio y -1,4% i.a. en agosto. En los tres casos, agosto 2023 había dado crecimientos interanuales, de modo que las bases de comparación no parecen ser menos exigentes.

Variación interanual Recaudación AFIP | Fuente: elaboración propia en base a AFIP e INDEC.



Sin embargo, los primeros indicadores de oferta son algo menos promisorios: producción de automóviles -4,3% en el mes a mes desestacionalizado, -11,9% consumo local de cemento y -4,3% el índice Construya. En la dinámica interanual también se verifica una profundización de las caídas: producción de automóviles -18,6% i.a. (vs -9,8% i.a. en julio), consumo local de cemento -26,4% i.a. (vs. -14,5% i.a. en julio) y el Índice Construya -20,1% i.a. (vs. -16,5% i.a. en julio).

En este punto, vale destacar que la expectativa de baja del impuesto PAIS y la consecuente posposición de importaciones a la espera de la baja nominal del costo de importar (que pasó de la zona de 1.120 ARS/USD a fines de agosto a 1.020 ARS/USD en el comienzo de septiembre) puede haber demorado parte de la producción y explicar esta disociación entre los indicadores de oferta y los de demanda, ahora invertida.

Hacia adelante, la masa salarial será determinante para entender la evolución del consumo interno, a la vez que el crédito y las expectativas de devaluación serán fundamentales para la inversión, dado que el gasto público y las exportaciones reales no parecieran ser drivers posibles. En relación con la primera, vale destacar que la recuperación del salario real de los últimos meses no se viene traduciendo en una recuperación pari passu del consumo: i) el cambio de precios relativos a favor de las tarifas de servicios públicos, que vienen moviéndose por encima de Nivel General de precios y son de consumo inelástico -no se puede consumir menos luz-, ii) más cierta regresividad en la mejora del poder adquisitivo -mayor en el segmento privado registrado que en el público e informal-, provocan que el ahorro se recupere más rápido que el consumo.

Así, aunque entendemos que la demanda interna habría dejado de caer, está recuperándose lenta y heterogéneamente. La actividad tardará más de un año en volver a los niveles de pre salto cambiario. Esta devaluación fue diferente a las demás.

PRECIOS: LA INFLACIÓN SE ACELERÓ EN AGOSTO, ¿CÓMO SEGUIRÁ?

La inflación fue de 4,2% en agosto, acelerándose 0,2 p.p. en relación con julio (+4%). El mayor aumento se explicó por el avance del IPC Núcleo, que pasó de crecer 3,7% en mayo, junio y julio a 4,1% el mes pasado. En la misma línea, Regulados trepó de +4,3% en julio a 5,9% en agosto, impulsado por Educación (+6,6%). En contraste, Estacionales pasó de crecer al 5,1% en julio a 1,5% el mes pasado, contenido por Prendas de vestir y calzado (+2,1%), Frutas (+0,9% en el Gran Buenos Aires, sin medición Nacional) y Verduras (-2,7% en GBA).

Inflación por componentes y contribución al agregado | Fuente: INDEC.

	Ponderación	Dato mensual		Incidencia (contribución al agregado)	
		Mensual	Interanual	Mensual	Interanual
Nivel general		4,2%	236,7%	4,2%	236,7%
Vivienda, agua y electricidad	9,4%	7,0%	298,8%	0,7%	28,1%
Educación	2,3%	6,6%	208,2%	0,2%	4,8%
Transporte	11,0%	5,1%	270,6%	0,6%	29,7%
Comunicación	2,8%	4,9%	320,0%	0,1%	9,0%
Restaurantes y hoteles	9,0%	4,8%	224,2%	0,4%	20,1%
Equipamiento y mantenimiento del hogar	6,4%	4,3%	215,1%	0,3%	13,7%
Salud	8,0%	4,1%	244,5%	0,3%	19,6%
Recreación y cultura	7,3%	3,7%	224,2%	0,3%	16,3%
Alimentos y bebidas no alcohólicas	26,9%	3,6%	236,9%	1,0%	63,8%
Bebidas alcohólicas y tabaco	3,5%	3,0%	230,7%	0,1%	8,1%
Bienes y servicios varios	3,5%	2,3%	293,3%	0,1%	10,4%
Prendas de vestir y calzado	9,9%	2,1%	166,7%	0,2%	16,5%
Núcleo	67,9%	4,1%	227,5%	2,8%	154,5%
Estacional	11,3%	1,5%	198,3%	0,2%	22,4%
Regulados	20,8%	5,9%	308,3%	1,2%	64,0%
Bienes	66,1%	3,2%	227,3%	2,1%	150,3%
Servicios	34,0%	6,5%	263,9%	2,2%	89,6%

En la comparación entre bienes y servicios, sobresale que los segundos volvieron a ganarle la carrera nominal a los primeros por séptima vez en ocho meses de 2024: desde febrero que los servicios suben más que los bienes. Así, entre enero y agosto, los servicios acumulan una inflación de 143,1%, equivalente a 11,7% promedio mensual, en tanto que los bienes avanzaron 50 p.p. (+80,3%, equivalente a 7,6% mensualizado).

Si separamos entre Servicios públicos (Vivienda, Transporte y Comunicación) y privados (los demás), se observa que los segundos lideraron la canasta (+6,8% y +5,8%, respectivamente), repitiendo la dinámica que se viene observando desde mayo. No obstante, producto de las fuertes subas de los primeros meses del año, servicios públicos casi duplicó a privados en el acumulado enero-agosto 2024: 146,5% y 85,8%, respectivamente. Por lo tanto, podemos hablar más de una recomposición o rebote de precios relativos que de un cambio “genuino”. El ratio Servicios públicos/privados está más de 50% por encima de los valores de fines de 2023.

Por su parte, Alimentos y bebidas no alcohólicas avanzó 82,1% en los primeros ocho meses del 2024, a la vez que el resto de los bienes trepó 78,1%. De esta

forma, la inflación conserva el sesgo regresivo que había adquirido en el arranque del año, aunque moderado: considerando que los bienes y servicios de menor elasticidad ingreso (alimentos, bebidas, luz, gas y agua) dejaron de subir marcadamente por encima del resto, la inflación de los primeros deciles empezó a acercarse a la de los sectores de mayores ingresos, aunque no alcanza a revertir la dinámica que se había generado entre enero y abril.

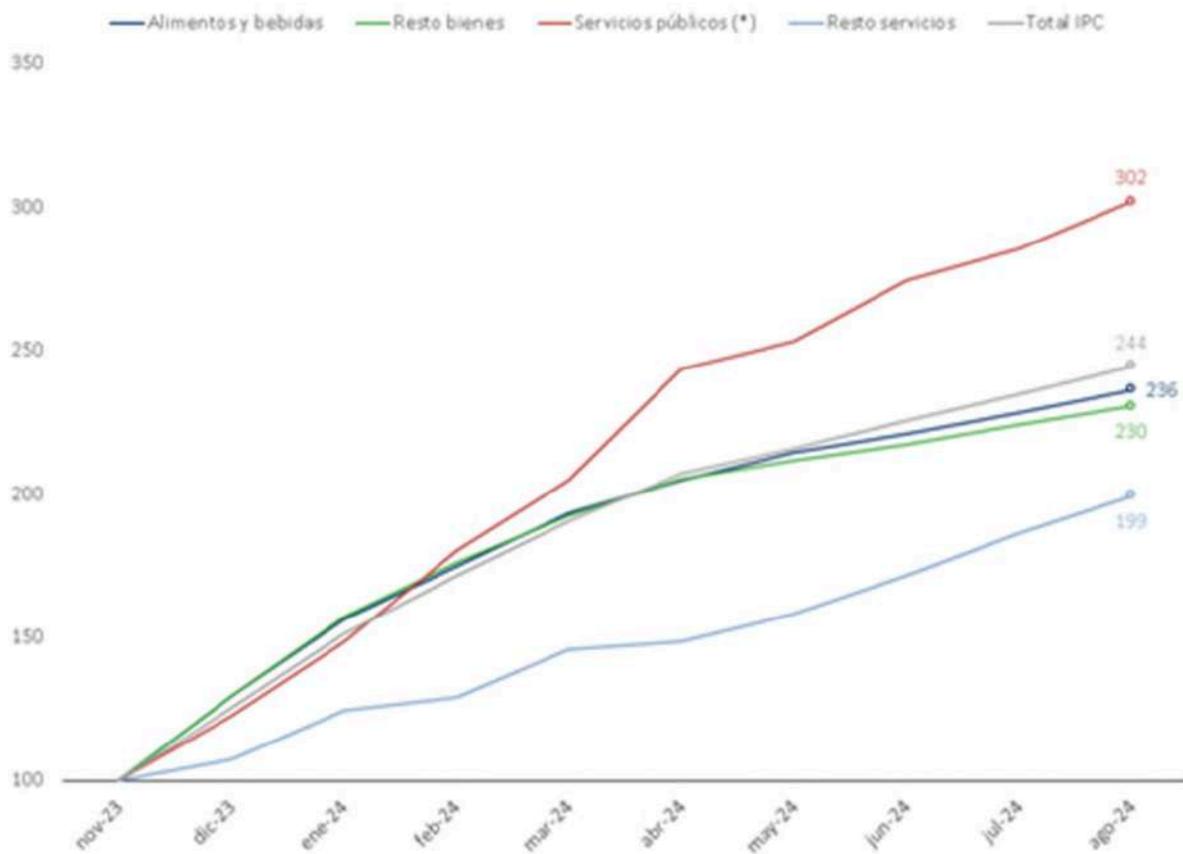
Esta diferencia se agranda cuando trasladamos el punto de comparación a noviembre, es decir, antes de la devaluación que llevó al tipo de cambio oficial a 800 ARS/USD y que empezaran los ajustes de tarifas. Vivienda, Transporte y Comunicación se triplicaron desde entonces (+200%), Alimentos y bebidas no alcohólicas saltó 135%, el resto de los bienes 130% y el resto de los servicios, en donde se encuentran Restaurantes y Hoteles, Recreación y Cultura y Educación, 100%. Por su parte, la inflación acumula 145% desde entonces.

Entre otras cosas, esto puede explicar por qué la estabilización del salario real de los últimos meses (especialmente en el segmento de privados registrados y con datos que llegan a junio, pero que no se habrían revertido sensiblemente en el arranque de la segunda mitad del año) no se corresponde con una mejora del consumo privado: el aumento de los bienes inelásticos por encima del Nivel General de precios -y de los ingresos- afecta las compras en otros rubros, ya que la demanda de luz, gas o agua no es fácil de ajustar.

No obstante, vale destacar que el cambio de precios relativos no es el único factor explicativo. Por caso, los puestos de trabajo formales pueden haber retomado su caída a partir de julio -junio, último dato disponible, arrojó un crecimiento de 13.000 empleos respecto de mayo-, a la vez que el adelantamiento de consumo puede estar “pasando factura” en la actualidad.

Asimismo, el carácter regresivo que adquirió la economía en los últimos meses -la crisis afecta más a los que menos tienen- reduce la propensión marginal a consumir del promedio de la sociedad, ya que, a mayores ingresos totales, mayores son las capacidades de ahorro -y, por tanto, menor el porcentaje que se traslada al consumo de cada peso “extra” que ingresa a las familias-.

Inflación por canastas. (*) Vivienda, agua y electricidad, Transporte y Comunicación. Base: nov-23=100 | Fuente: elaboración propia en base a INDEC.

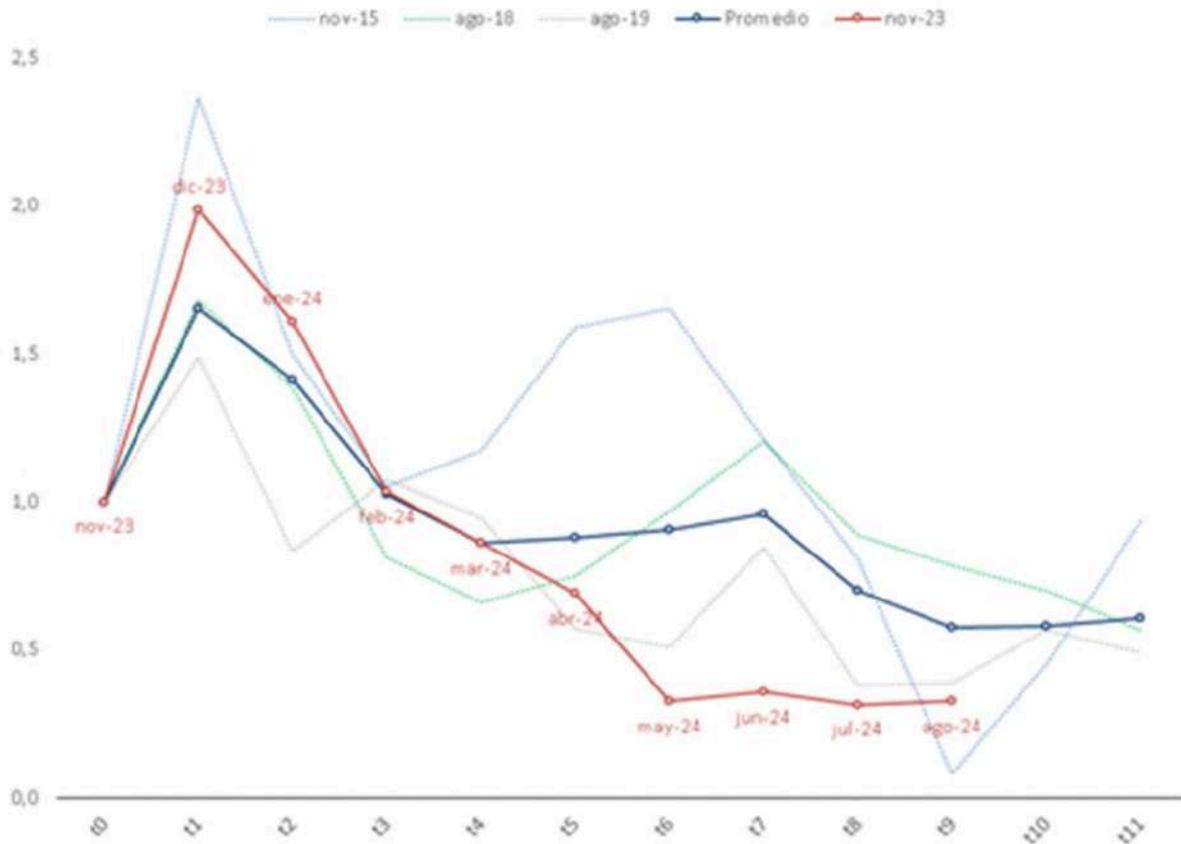


En los últimos meses, la inflación pareciera haberse estabilizado en torno del 4% mensual, habiendo dejado de lado los ruidos transitorios que tenía en el arranque del año -devaluación, incertidumbre-, cuando superaba el 10% mensual. Ahora bien, pese a esta baja, y en parte también producto de ella, entendemos que la suba de precios está explicada cada vez en mayor medida por los factores inerciales -precios que suben porque otros subieron antes-, que tienen un carácter más permanente y resiliente que los mencionados más arriba. De este modo, se vuelve más difícil que la nominalidad se relaje sin un cambio en la política económica.

La suba de precios se habría ordenado en torno de 4% mensual, piso que le está costando perforar. La última devaluación se asemeja a las anteriores en ese sentido: el IPC inicialmente se aceleró, para luego estancarse en un valor i) por encima del objetivo (1% mensual, mencionado en distintas entrevistas y algo por encima de la suba del tipo de cambio oficial) y ii) que cuesta trascender sin algún tipo de programa más ambicioso. En otros términos, llegamos a ese momento en donde es óptimo que se desacelere la suba de precios a nivel general, pero no hay

incentivos para ceder terreno relativo a nivel individual. Corresponderá alinear estos objetivos para que la inflación “colapse”. Fácil de decirlo, difícil de hacerlo.

Inflación en pos-devaluaciones, relación entre el índice pre y pos ajuste cambiario | Fuente: elaboración propia en base a INDEC y fuentes alternativas.



PRINCIPALES VARIABLES

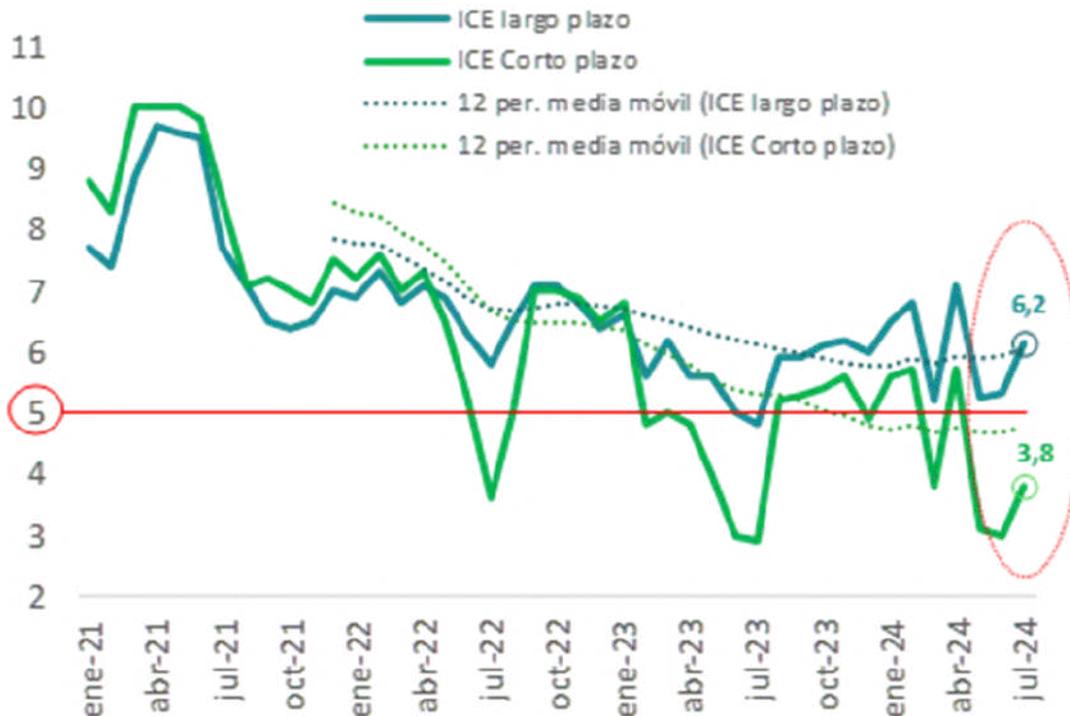
Variable	Unidad	Frecuencia	Fecha (último dato)	Dato	Var. % o Diferencia
Actividad					
PIB precios constantes	%	s.e. y v'ba	1-24	-2,6%	-5,1%
EMAE	%	s.e. y v'ba	jun-24	-0,3%	-3,9%
Salarios Privados					
Salarios nominales INDEC	%	s.e. y v'ba	jun-24	6,7%	249,3%
Salarios reales INDEC	%	s.e. y v'ba	jun-24	2,0%	-6,0%
Fiscal					
Ingresos totales	% PIB, df. i.a.	Acum. año	jul-24	8,6%	1,0 p.p.
Gasto primario	% PIB, df. i.a.	Acum. año	jul-24	-7,3%	1,4 p.p.
Resultado primario	% PIB, df. i.a.	Acum. año	jul-24	1,3%	2,5 p.p.
Intereses	% PIB, df. i.a.	Acum. año	jul-24	-1,0%	-0,1 p.p.
Resultado financiero	% PIB, df. i.a.	Acum. año	jul-24	0,3%	2,4 p.p.
Precios					
IPC Nacional	%	v'lm y v'ba	ago-24	4,2%	236,7%
IPC Núcleo, nacional	%	v'lm y v'ba	ago-24	4,9%	227,5%
Comercio exterior					
Exportaciones (INDEC)	USD M	Mes y 12m	jul-24	7.221	72.651
Importaciones (INDEC)	USD M	Mes y 12m	jul-24	5.646	62.121
Balanza comercial (INDEC)	USD M	Mes y 12m	jul-24	1.575	10.529
Balanza cambiario					
Bienes (BCRA)	USD M	Mes y 12m	jul-24	551	25.070
Servicios y rentas (BCRA)	USD M	Mes y 12m	jul-24	-2.279	-14.965
Cuenta capital y financiera (BCRA)	USD M	Mes y 12m	jul-24	-1.034	-8.333
Tipo de cambio					
Tipo de cambio, A3500	ARS/USD	Diario	12-sep-24	959,7	
Con impuesto PAIS	ARS/USD	Diario	12-sep-24	1.027,6	
Tipo de cambio real multilateral	Dic 01=1	Diario	12-sep-24	1,2	
CCL	ARS/USD	Diario	12-sep-24	1.257,2	
CCL real multilateral	Dic 01=1	Diario	12-sep-24	1,6	
Reservas					
Reservas brutas	USD M	Diario	13-sep-24	27.419	
Compra neta de divisas semanal	USD M	Diario	13-sep-24	-338	
Liquidación CIARA semanal	USD M	Diario	13-sep-24	470	
Titulos públicos					
AL30	USD	Diario	12-sep-24	55,8	
GD30	USD	Diario	12-sep-24	57,3	
Riesgo País	USD	Diario	13-sep-24	1.407	
Monetario					
Tasa de política monetaria	% TEM	Diario	10-sep-24	3,4%	
Badlar bancos privados	% TEM	Diario	10-sep-24	3,2%	
Internacional					
Real Brasil	BRL/USD	Diario	12-sep-24	5,6	13,7%
Yuan China	CNH/USD	Diario	12-sep-24	7,1	-2,5%
Soja (tn.)	USD	Diario	12-sep-24	372,2	-25,7%
WTI (Petróleo)	USD	Diario	12-sep-24	69,2	-23,1%

INDICADOR DE CONDICIONES EXTERNAS (ICE)

RESULTADOS MIXTOS EN JULIO Y MÁS INTERROGANTES

En líneas generales, los datos de julio provenientes del frente externo mostraron cierta mejora con respecto al mes anterior. Como se observa en el gráfico siguiente, ambas versiones del índice de condiciones externas (ICE) mostraron reversiones de sus direcciones con respecto a los meses previos. Sin embargo, en niveles, sólo el ICE de largo plazo, la definición que compara el panorama actual con el de mediados de los noventa, quedó por arriba del umbral neutral correspondiente al valor 5 (línea roja), pues el ICE de corto plazo continuó mostrando desmejora (3,8). Las líneas de tendencia (punteadas), al mismo tiempo, situaron los momentos de desmejoramiento hacia fines de 2023, seguido por un amesetamiento con una leve tendencia a la recuperación sólo en esa versión larga del índice.

Frente externo de la economía argentina: “una de cal y una de arena” | Fuente: Elaboración propia en base a fuentes alternativas. NOTA: Umbral neutral (UN) = 5. UN>5: Expansión / UN<5: Contracción. Tendencia de los últimos doce meses (media móvil)

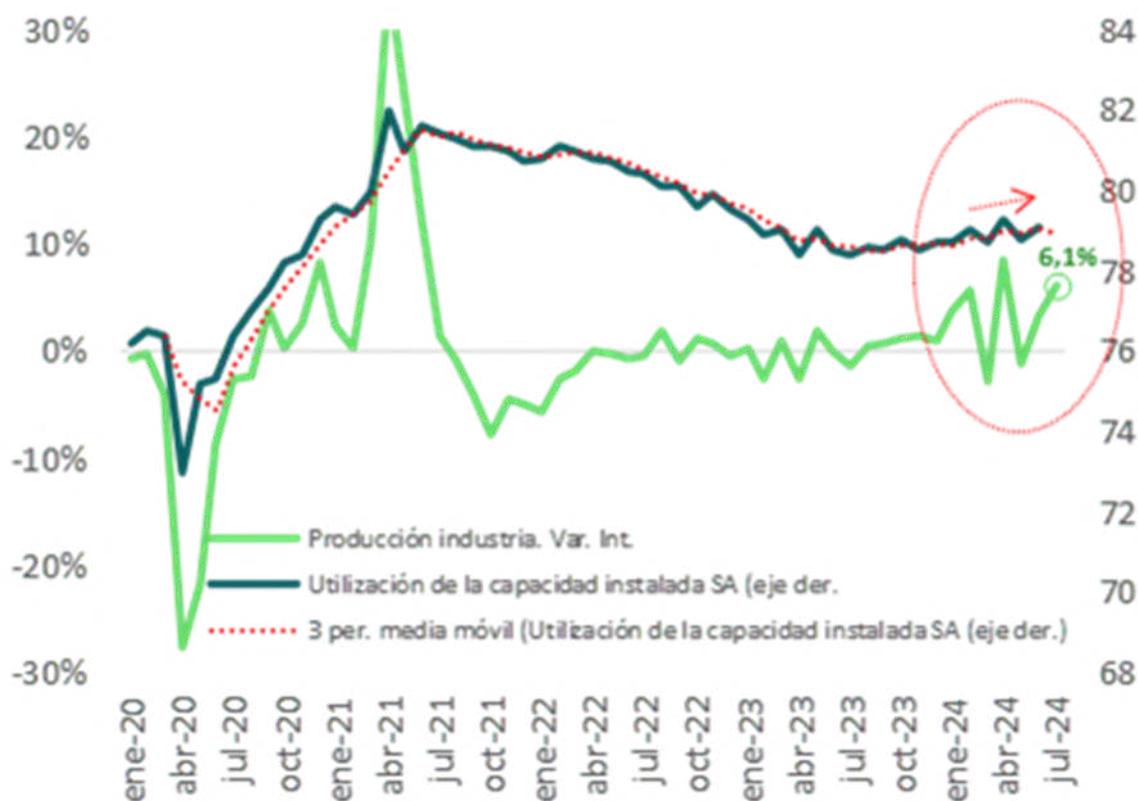


¿Dónde se detecta la recuperación? Básicamente en las variables que explican alrededor de dos tercios de los valores del índice: los términos de intercambio (TI) y la industria de Brasil. Cuando se tiene en cuenta el ICE largo, el protagonismo principal corresponde a los TI; mientras que en el caso del ICE de corto plazo, el aporte más contundente proviene del crecimiento interanual de la industria del vecino país. En cuanto a los demás indicadores del ICE, el comercio internacional y la política monetaria de los Estados Unidos, la situación continúa siendo laxa, aunque, en esta última, la revisión y “el golpe de timón” ya decidido por los miembros del FOMC de la FED desde la actual (y prolongada) contracción monetaria hacia un escenario caracterizado por un menor costo del dinero a nivel global, podría dar un empuje favorable a través de cambios en la dirección de los movimientos globales de fondos financieros. Esto no sólo tendrá efecto energizante para la principal economía del mundo, sino que, también, introducirá distensión a numerosas regiones económicas del mundo (también a la Argentina, debido a la actual configuración de política económica dispuesta por este gobierno).

EL POSIBLE CICLO VIRTUOSO DE LA ECONOMÍA BRASILEÑA

Pese al traspie mensual, el crecimiento de la producción industrial brasileña continuó manteniéndose en terreno positivo manifestando señales de optimismo. Retrocedió -1,4% con respecto a junio en términos desestacionalizados, un mes que, observando la serie detenidamente y comparando con otros porcentajes del pasado, había experimentado un crecimiento mensual sumamente elevado y atípico (superior a 4% con respecto a mayo). El empuje provino de la comparación interanual. En julio, el sector experimentó el segundo incremento más elevado en importancia del corriente año (6,1% i.a.) escoltando al de abril (8,4% i.a.). Esta expansión de la actividad industrial abona la idea relativamente optimista mencionada más arriba porque, como dato adicional, aparece la suba acumulada de 3,2% i.a. experimentada en lo que va del año y la de los últimos doce meses (2,2% i.a.)

Crecimiento industrial y leve alza del uso de la capacidad instalada. Producción industrial. Var. % interanual. Utilización de la capacidad instalada (eje derecho) Var. Interanual. Fuente: Elaboración propia en base a fuentes alternativas.



Las subas las impulsaron los incrementos de todas las categorías. Principalmente, los aumentos de dos cifras de las manufacturas de bienes de consumo durable (31,4% i.a.) y las de bienes de capital (17,3% i.a.), seguidos a más distancia por los rubros de bienes de consumo no durables (5,5% i.a.) y bienes intermedios (4% i.a.). También se advierte una tendencia en leve ascenso de la utilización de la capacidad instalada industrial (UCI), lo cual estaría en línea con un impulso proveniente de la demanda agregada, según los datos de cuentas nacionales del segundo trimestre del año recientemente publicados. Los mayores ritmos de los incrementos interanuales del gasto de consumo de las familias, del Gobierno, de la formación bruta de capital y de las exportaciones experimentados en la primera mitad del año, inducirían a revisar al alza las proyecciones de tasa de crecimiento del producto interno bruto (PIB) de 2024. Esta podría ascender a medio punto porcentual (desde 2,5% i.a. a 3% i.a.), anticipando el ingreso de la economía brasileña a una etapa de ciclo expansivo virtuoso.

Sin embargo, la euforia también supondrá enfrentar desafíos. La presión de demanda podría obligar al Comité de Política Monetaria (COPOM) del Banco Central de Brasil (BCB) a reiniciar un proceso de endurecimiento monetario, o sea,

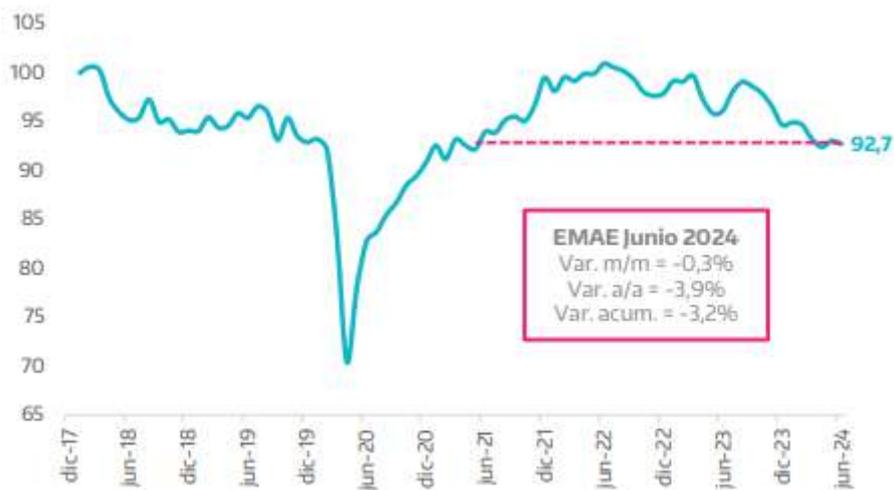
moverse desde el proceso de expansión monetaria al de contracción (subir la tasa de interés de referencia). Recuérdese que el BCB inició un sendero de bajas de la tasa de interés de referencia (SELIC), pero, en mayo de este año, pese al “ruido político” que generó su decisión, no dudó en “activar el freno de mano” en 10,5% anual. Las advertencias de aquel momento, sumado a los datos macroeconómicos favorables y la reciente potencia de los indicadores laborales del país, no sólo le habrían dado la razón al BCB, sino que, además, impulsaría a revertir la dirección de la política monetaria. Actualmente, la inflación se ubica en 4,5% anual con una meta nominal de 3% anual (con un error de más o menos 1,5 p. p). Es decir, el BCB no tiene demasiado margen de maniobra. Esto lo expresaron en su última reunión los miembros del COPOM cuando, literalmente, sostuvieron que “la situación actual, caracterizada por una etapa del proceso desinflacionario que tiende a ser más lenta, un mayor desanclaje de las expectativas de inflación y un escenario global desafiante, exige serenidad y moderación en la conducción de la política monetaria”.

3. INFORME PRODUCTIVO

3.1.1 Sólo con el sector primario no alcanza: la actividad cayó en junio

Pese al fuerte crecimiento del sector agropecuario (explicado por la baja base de comparación producto de la sequía de 2023) y al aporte de la minería y la pesca, la actividad económica medida por el EMAE se contrajo un 3,9% i.a. y un 0,3% mensual sin estacionalidad en junio pasado. Como consecuencia, el primer semestre de 2024 cerró con una contracción del 3,2%.

EMAE sin estacionalidad | Índice base Ene-2018 = 100. Fuente: Monitor Productivo BAPRO



Excluyendo al agro, la economía se contrajo un 8,8% i.a. en junio y un 6,6% en el primer semestre de 2024. La construcción, la industria y el comercio son las actividades más afectadas.

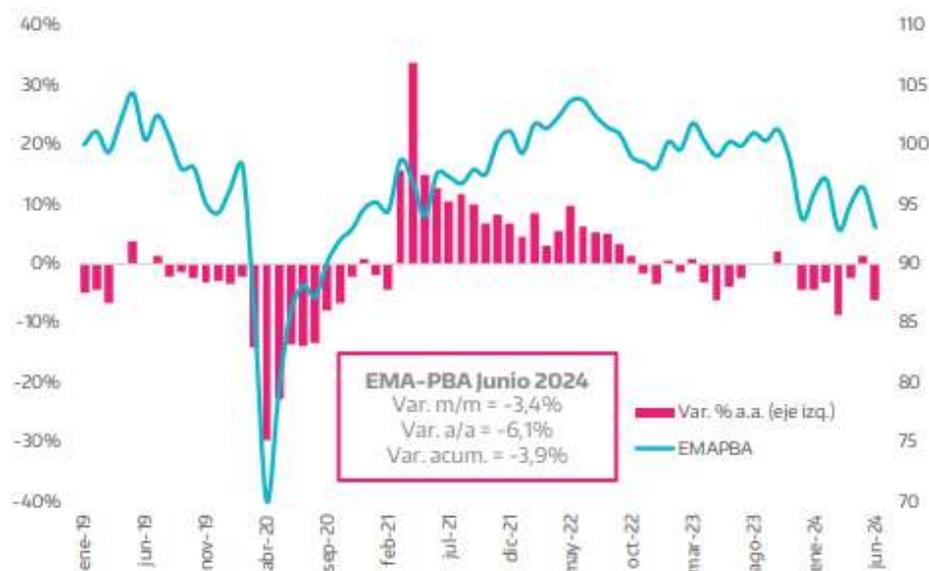
Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) | por sector de actividad económica. Var. Jun-24 / Jun-23



3.1.2 La actividad en la provincia en línea con lo observado a nivel nacional

La economía bonaerense se contrajo 6,1% interanual en junio: el crecimiento del sector agropecuario no fue suficiente para contrarrestar la caída en ramas de peso como la industria, el comercio, la construcción y la hotelería y restaurantes. De esta manera, el primer semestre de 2024 cerró con una caída del 3,9% de la actividad. En la comparación mensual sin estacionalidad el descenso fue del -3,4%.

Estimador Mensual de Actividad - PBA (EMA-PBA) | Nivel general sin estacionalidad (base Ene-19 =100) y variación interanual.



EMA-PBA por sector de actividad económica | Var. Jun-24 / Jun-23



3.2.1 La producción industrial rebotó en julio pero se mantiene debajo de nov-23
El Índice de producción industrial manufacturero (IPI) del INDEC registró un incremento mensual del 6,9% sin estacionalidad en julio, aunque lejos está de recuperar todo lo perdido tras la devaluación en diciembre de 2023. En términos interanuales, se contrajo un 5,4%, mostrando una desaceleración en la tasa de descenso, la base de comparación comienza a jugar un rol importante en esta medición. Como resultado, en el acumulado a julio de 2024 la industria descende un 14,6% respecto de 2023. Desde la asunción de Milei, la producción industrial acumula una caída del 6,2%.

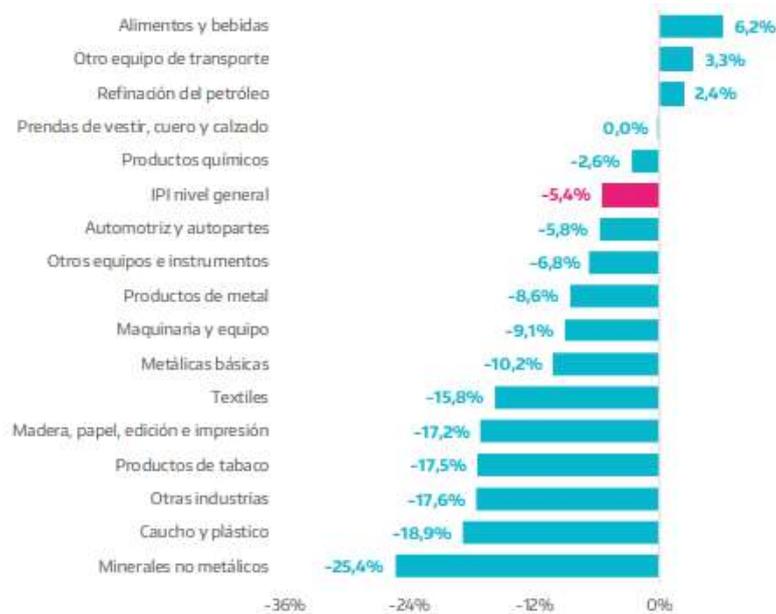
Índice de Producción Industrial (IPI) | Serie desestacionalizada. Base Ene-19 = 100



Índice de Producción Industrial (IPI) | Variación interanual



Índice de Producción Industrial (IPI) | Var. % Jul-24 / Jul-23



Índice de Producción Industrial (IPI) | Var. % Ene-Jul 24 / Ene-Jul 23



3.2.2 El uso de la capacidad se mantuvo debajo del 60% en julio

El porcentaje de uso de la capacidad instalada en la industria se ubicó en 59,7% en el séptimo mes del año (5,3 puntos debajo del mismo período de 2023), y a pesar de haber aumentado respecto del porcentaje de junio se ubica todavía en niveles de fines de 2020. De hecho fue el mes de julio con menor utilización de la capacidad desde 2020.

Utilización de la capacidad instalada (UCI) en la industria | Nivel general. En porcentaje



Solo dos sectores registraron un aumento interanual en la utilización de la capacidad: alimentos y bebidas y refinados de petróleo.

Utilización de la capacidad instalada (UCI) en la industria | Nivel general y bloques sectoriales. Julio 2024

Sector	UCI (%)	Var. %	
		a/a	acum
Nivel general	59,7	-5,3	-10,2
Caucho y plástico	44,0	-11,4	-12,4
Tabaco	47,9	-11,2	-10,3
Edición e impresión	48,8	-11,4	-11,5
Textiles	49,0	-14,2	-13,2
Metalmecánica	51,1	-5,4	-13,9
Automotriz	52,2	-5,7	-14,7
Minerales no metálicos	52,3	-19,4	-22,5
Papel y cartón	60,3	-17,1	-11,3
Metálicas básicas	61,5	-5,0	-15,5
Alimentos y bebidas	65,4	4,1	-3,1
Productos químicos	65,7	-7,9	-9,3
Refinación del petróleo	83,1	0,8	-2,4

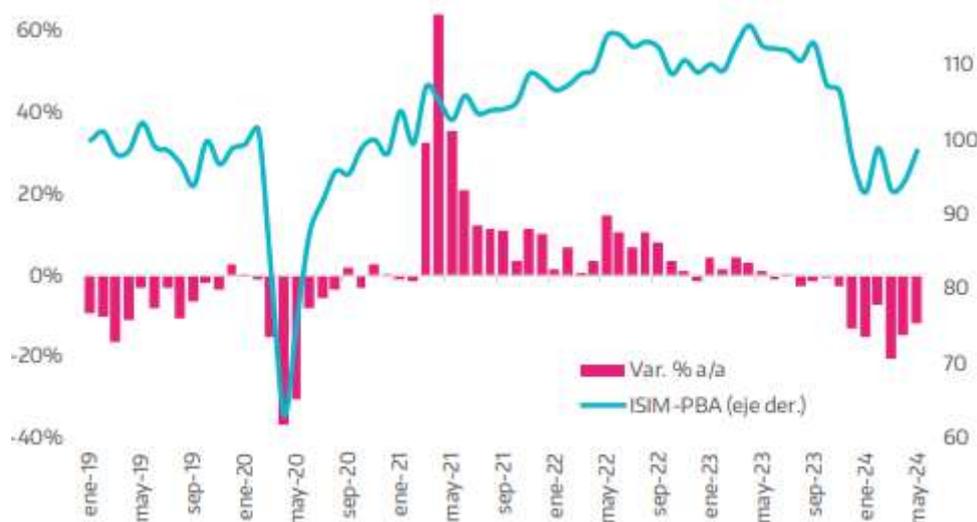
Expectativas negativas | para el trimestre agosto-octubre



3.2.3 Caída interanual de la producción manufacturera provincial en mayo

La industria bonaerense registró un descenso interanual del 11,7% en mayo, acumulando en los cinco primeros meses del año una caída del 14,0% respecto del mismo período de 2023. En la comparación mensual (sin estacionalidad), el ISIM tuvo un rebote del 4,4%.

Indicador Sintético Industria Manufacturera provincia de Buenos Aires | Nivel general. Índice base Ene-19 = 100



La totalidad de los bloques del ISIM redujeron su producción en el acumulado de 2024. En la comparación interanual sólo tabaco registró un aumento en su producción.

Indicador Sintético Industria Manufacturera de la Provincia de Buenos Aires (ISIM) | Mayo 2024

Sector	Var. %	
	a/a	acum.
ISIM-PBA	-11,7%	-14,0%
Alimentos y bebidas	-8,9%	-6,6%
Tabaco	4,4%	-0,4%
Textiles	-14,6%	-21,0%
Papel y cartón	-23,7%	-16,7%
Refinación de petróleo	-1,7%	-7,1%
Productos químicos	-3,5%	-12,3%
Caucho y plástico	-26,7%	-24,0%
Minerales no metálicos	-35,5%	-28,7%
Metales comunes	-27,7%	-32,1%
Máquinas y equipos	-6,6%	-15,0%
Vehículos automotores	-14,7%	-11,7%

En julio de 2024 rubros de peso dentro de la industria bonaerense como la siderurgia, el sector automotriz, la metalurgia, el cementero y la producción de derivados del petróleo mantuvieron su contracción.

Cabe resaltar que la producción de acero creció debido a la baja base de comparación (en julio de 2023 el sector enfrentó un conflicto gremial que impactó en su producción).

Algunas ramas vinculadas con el agro como la elaboración de aceite de soja y biodiesel (afectadas en 2023 por la sequía), la molienda de trigo y la faena porcina se expandieron tanto en la comparación interanual como en el acumulado anual.

Evolución de sectores industriales seleccionados de la Provincia de Buenos Aires | Julio 2024

Sector	Var. %	
	a/a	acum.
Agroindustria		
Aceite de soja	198,8%	18,8%
Aceite de girasol	-5,8%	-5,2%
Molienda de trigo	2,3%	0,9%
Faena bovina	-4,2%	-9,4%
Faena porcina	0,6%	2,3%
Faena de aves	-14,9%	-3,2%
Hidrocarburos		
Refinación de petróleo	-7,9%	-4,7%
Lubricantes	-13,6%	-17,3%
Asfaltos	30,9%	-42,9%
Fueloil	0,4%	-7,5%
Gasoil	-1,7%	-6,4%
Nafta	-7,0%	-6,8%
Biodiesel	15,3%	39,5%
Neumáticos	-19,9%	-18,5%
Cemento	-17,6%	-26,7%
Siderurgia		
Hierro primario	-12,9%	-11,0%
Acero Crudo	9,7%	-15,7%
Laminados terminados en caliente (*)	-15,2%	-35,0%
Metalurgia	-12,7%	-15,3%
Automotriz	-2,9%	-15,6%

3.2.4 No se detiene la caída del consumo energético del sector manufacturero

El consumo de energía eléctrica en las grandes industrias de la provincia descendió 3,4% interanual en julio, acumulando un -8,6% en 2024. Todos los sectores relevados registraron descensos con la excepción de siderurgia que creció debido a la baja base de comparación consecuencia del conflicto gremial que atravesó esta actividad en 2023.

Demanda de Energía Eléctrica de Grandes Usuarios Industriales de la Provincia de Buenos Aires. Serie original y media móvil (12 meses) | Índice base 2012 = 100



Demanda de Energía Eléctrica de Grandes Usuarios Industriales de la Provincia de Buenos Aires | Julio 2024

Sector	Var. %	
	a/a	acum
Total Industria	-3,4%	-8,6%
Alimentos y bebidas	-1,8%	-5,9%
Automotriz	-0,9%	-8,1%
Caucho y plástico	-16,9%	-16,3%
Cuero y calzado	-14,7%	-15,1%
Materiales para la construcción	-19,8%	-21,0%
Papel y cartón	-14,3%	-12,4%
Productos de metal	-19,2%	-8,8%
Productos químicos	-10,2%	-7,9%
Refinados de petróleo	-5,5%	-9,8%
Siderurgia	32,6%	0,2%
Tabaco	-3,6%	-0,5%
Textil	-5,8%	-11,4%

3.3.1 Pese a la mejora mensual la actividad se mantiene en niveles de pandemia
En julio, el sector creció un 8,0% mensual, mostrando una mejora en esta comparación por cuarto mes seguido, aunque se mantiene en niveles debajo de junio de 2020. En tanto, siguió mostrando una fuerte caída interanual (-20,4%, novena consecutiva) y acumuló una contracción del 30,9% en los siete primeros meses de 2024.

La construcción se ubica aún 21,7% debajo del nivel de noviembre de 2023.

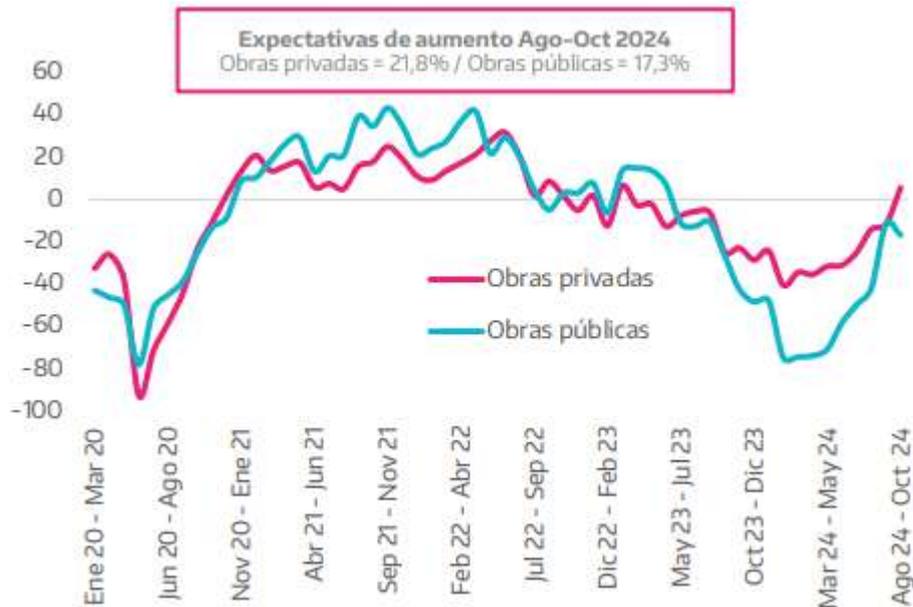
Indicador sintético de la actividad de la construcción (ISAC) | Serie sin estacionalidad. Base Dic-2019 = 100



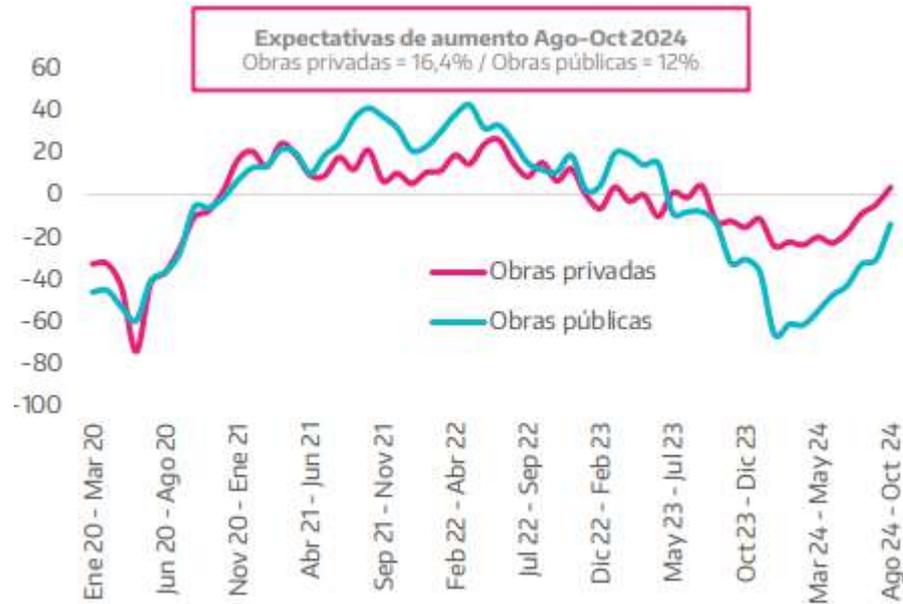
Indicador sintético de la actividad de la construcción (ISAC) y demanda de insumos | Var. % Jul-24 / Jul-23



Expectativas netas de la actividad



Expectativas netas del empleo

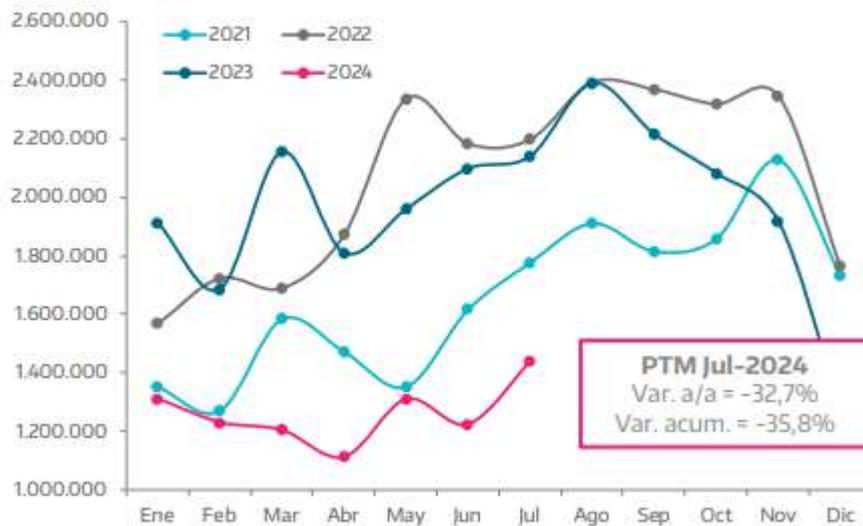


3.3.2 Construcción Provincial

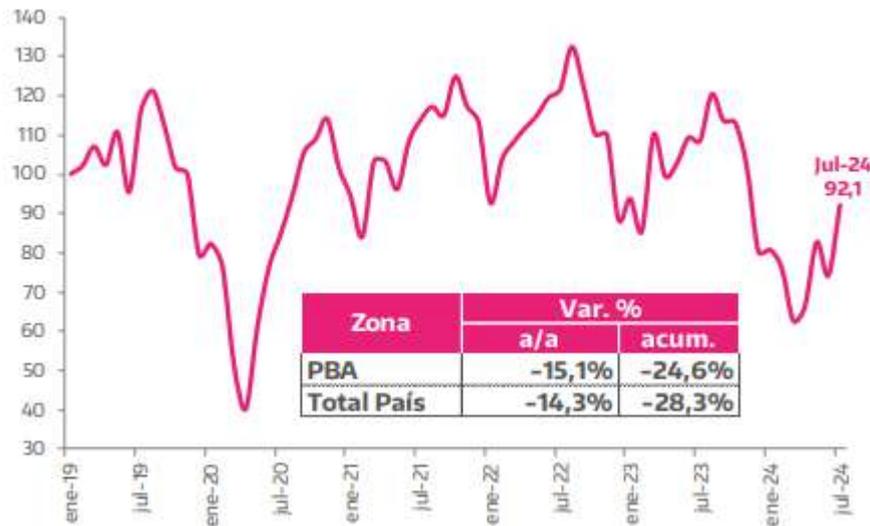
El abastecimiento de insumos en la Provincia se mantiene en niveles bajos.

Producción Transportada de Minerales (PTM)* en la Provincia de Buenos Aires

| En toneladas



Despacho de cemento en la Provincia de Buenos Aires | En toneladas. Índice base Ene-19 = 100



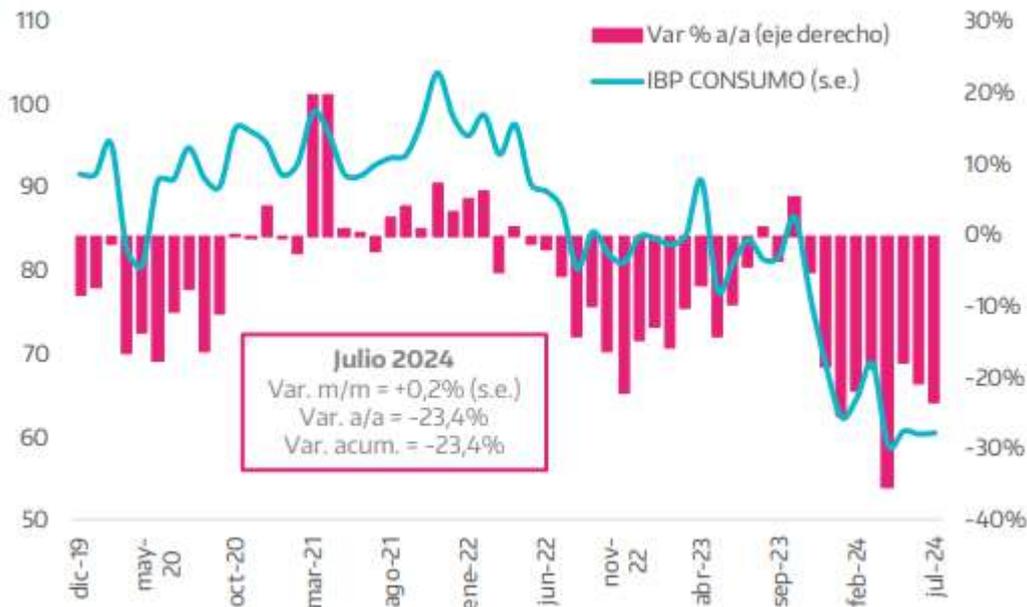
La crisis está impactando en el empleo y las empresas en actividad



3.5.1 Consumo Provincial

En julio el descenso del consumo con tarjetas fue del 23,4% interanual. Se acumuló una caída similar en los primeros siete meses del año. En la comparación mensual sin estacionalidad el indicador tuvo un leve repunte del 0,2% respecto de Junio de 2024, aunque se mantiene en niveles mínimos desde el inicio de la serie en 2016.

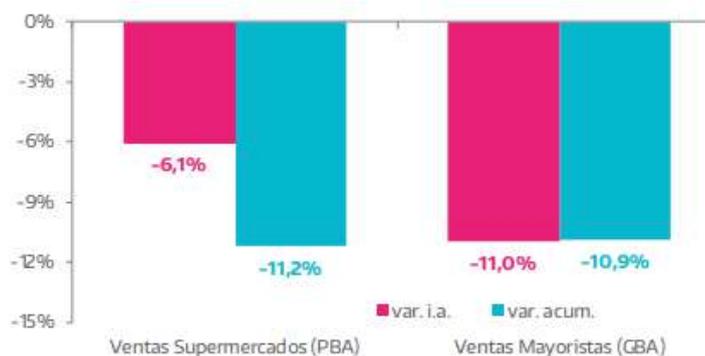
Índice Banco Provincia (IBP) de Consumo a valores constantes | Índice base 2019 = 100



3.5.2 Las ventas en supermercados y mayoristas no repuntan

En junio de 2024, las ventas en supermercados medidas a valores reales cayeron un 6,1% interanual. Se registraron descensos en los rubros de electrónicos (-27,4%), indumentaria (-4,6%), alimentos y bebidas (-6,7%) mientras que artículos de limpieza creció un +7,8%. En el primer semestre acumularon una caída del 11,2%. En los mayoristas del GBA las ventas cayeron un 11,0% en la comparación interanual, con mermas en los rubros de indumentaria (-6,9%), alimentos y bebidas (-16,2%) y artículos de limpieza (-5,9%), mientras que los electrónicos crecieron un 14,0%. En el período enero-junio se registró un descenso del 10,9% vs igual período de 2023.

Variación de las ventas a valores constantes en supermercados de la Provincia de Buenos Aires y en autoservicios mayoristas del GBA | Junio 2024



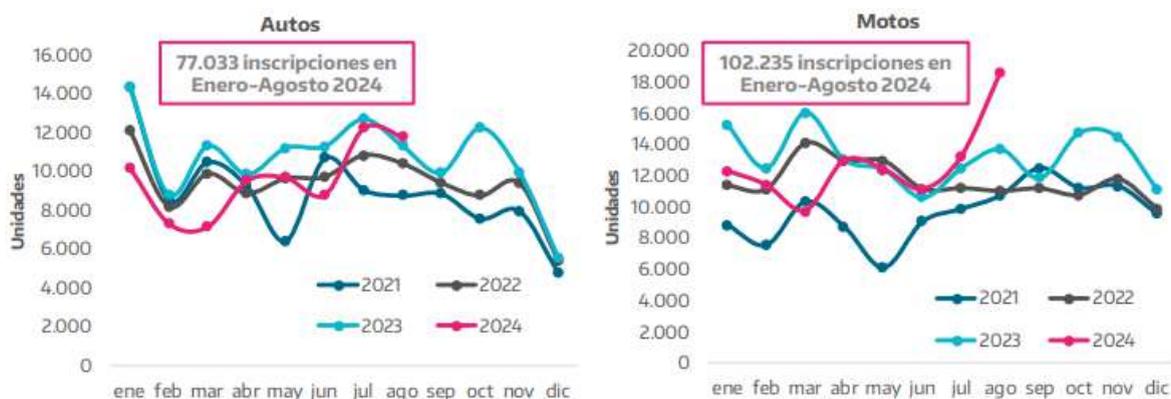
Variación de las ventas a valores constantes en supermercados de la provincia y en autoservicios mayoristas del GBA | Primer semestre 2024 / Primer semestre 2023



3.5.3 Consumo de bienes durables

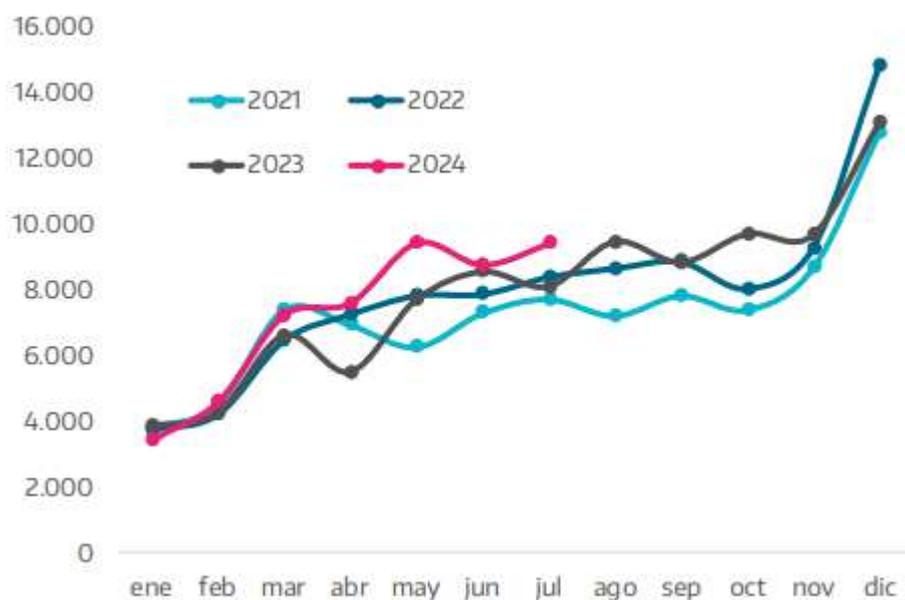
En Agosto de 2024, los patentamientos de autos en la provincia crecieron por primera vez en el año: +4,1% interanual, registrando 11.794 inscripciones. Igualmente en los ocho primeros meses del año acumulan una caída del 15,4%. En el caso de las motos, las inscripciones crecieron un 35,8% interanual (el mayor crecimiento desde octubre de 2023 alcanzando las 18.707 unidades). A pesar de esto, en 2024 acumulan un descenso del 4,2% respecto de 2023.

Inscripciones iniciales de automóviles y motos 0 km en la Provincia de Buenos Aires



Con un total de 9.449 operaciones de compraventa de inmuebles, el mercado inmobiliario de la provincia creció un 16,4% interanual en julio de 2024. De esta manera, en los primeros siete meses del año acumula un aumento del 13,3% respecto del mismo período de 2023.

Operaciones de compraventa de inmuebles en la Provincia de Buenos Aires



En julio, se registró un aumento interanual del 5,0% en el consumo eléctrico en la provincia de Buenos Aires, debido principalmente al crecimiento de la demanda residencial. En el acumulado anual se registró un retroceso del 2,6% del consumo de energía eléctrica, con caída en casi todos los segmentos de usuarios, fundamentalmente en grandes industrias y comercios.

Demanda Energía Eléctrica. Var. % interanual Julio 2024

Región	Tipo de Usuario			
	Comercial	Industrial/ Comercial Grande	Residencial	Total
AMBA (GBA+CABA)	10,2%	-6,1%	7,3%	5,4%
Resto PBA	-4,4%	6,0%	8,0%	3,7%
AMBA+Resto PBA	6,1%	-1,9%	7,4%	5,0%
Total País	5,1%	3,2%	7,9%	6,0%

Demanda Energía Eléctrica. Var. % acumulada Ene-Jul 2024/2023

	Comercial	Industrial/ Comercial Grande	Residencial	Total
AMBA	-1,3%	-5,8%	-2,5%	-3,0%
Resto PBA	-3,1%	-2,7%	+0,9%	-1,6%
AMBA+Resto PBA	-1,8%	-4,7%	-2,0%	-2,6%

3.5.4 Consumo energético

En julio se registró una disminución en las ventas de naftas (-4,8% i.a.), mientras que aumentaron en el caso de gasoil (+1,9% i.a.). En los primeros siete meses del 2024 el consumo de ambos tipos de combustibles acumuló una disminución interanual: -3,1% en gasoil y -8,0% en naftas.

En el mes de junio la demanda de gas descendió un 10,4% interanual de la mano de la fuerte caída del consumo industrial, comercial y residencial. En el primer semestre se registra una disminución del 4,5%.

Gas entregado en la Provincia de Buenos Aires por tipo de usuario | Junio 2024

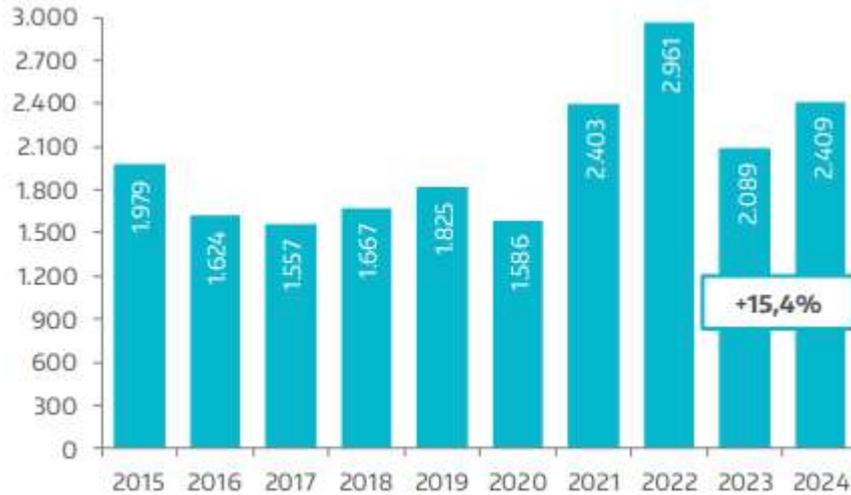
Usuario	Var. %	
	a/a	acum
Residencial	-8,2%	-6,4%
Comercial	-14,8%	44,3%
Industria	-17,6%	-10,9%
Centrales Eléctricas	3,5%	6,4%
Total	-10,4%	-4,5%

3.5.5. Exportaciones Provinciales

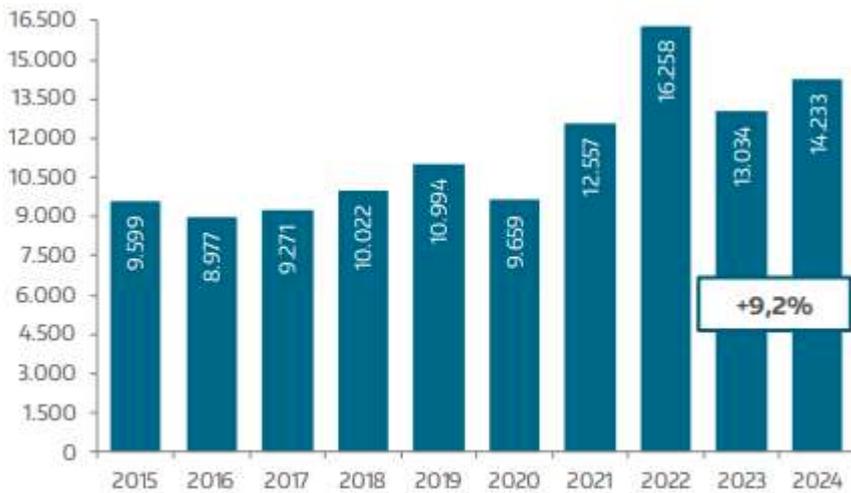
Las exportaciones de la Provincia de Buenos Aires alcanzaron los USD 2.409 millones en el sexto mes del año y crecieron 15,4% interanual, aportando el 36,6% del total nacional. Como resultado, en el primer semestre de 2024 el monto

exportado por la provincia ascendió a USD 14.233 millones (37,3% del total a nivel nacional), acumulando un aumento del 9,2% respecto del año pasado.

Evolución mensual de las exportaciones | Junio de cada año. En millones de USD



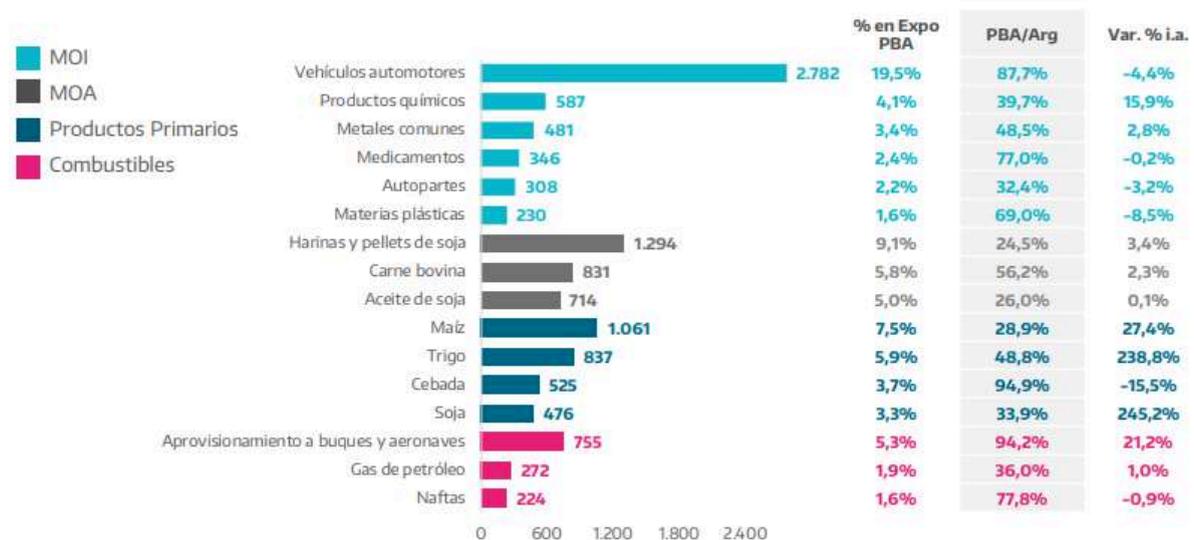
Evolución de las exportaciones | Acumulado a Junio de cada año. En millones de USD



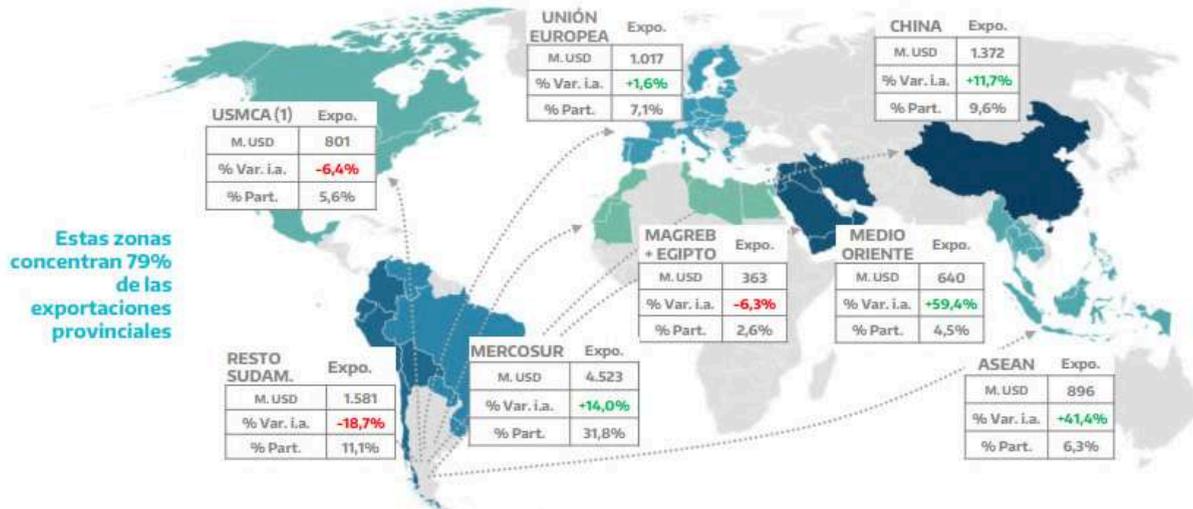
Exportaciones de la Provincia de Buenos Aires | según grandes rubros.
 Acumulado a Junio 2024

	 Productos primarios (PP)	 Manufacturas de origen agropecuario (MOA)	 Manufacturas de origen industrial (MOI)	 Combustible y energía (CyE)
Millones de USD	3.245	4.299	5.068	1.621
Variación Interanual	53,1%	0,2%	-1,5%	9,5%
Participación en el total	 22,8%	 30,2%	 35,6%	 11,4%
Participación en el rubro a nivel nacional	 32,0%	 31,3%	 53,3%	 33,7%

Exportaciones de la Provincia de Buenos Aires | según grandes rubros.
 Acumulado a Junio 2024

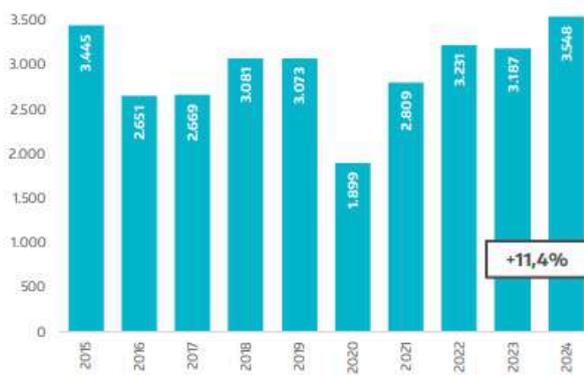


Principales zonas comerciales en las exportaciones de la Provincia de Buenos Aires. Acumulado a Junio 2024



En el primer semestre de 2024, las exportaciones a Brasil crecieron un 11,4% respecto del mismo período de 2023, alcanzando los USD 3.548 millones (mayor monto para este período de la última década). Las ventas vehículos aumentaron 10,4% en la misma comparación, concentrando el 53,0% de los envíos al vecino país.

Exportaciones de la Provincia de Buenos Aires a Brasil | Acumulado a Junio de cada año. En millones de USD



Rubro / Producto	Millones de U\$S	Var. % 2024/2023	Part. % en	
			Expo PBA a Brasil	Expo Total Rubro PBA
MOI	2.433	7,2%	68,6%	48,0%
Vehículos automotores	1.880	10,4%	53,0%	67,6%
Autopartes	151	8,3%	4,3%	49,2%
Materias plásticas	114	-26,4%	3,2%	49,6%
Productos Primarios	510	53,2%	14,4%	15,7%
Trigo	341	78,9%	9,6%	40,8%
Cebada	118	1,5%	3,3%	22,4%
MOA	388	12,2%	10,9%	9,0%
Productos de molinería	103	30,9%	2,9%	76,1%
Preparados de legumbres, hortalizas y frutas	97	22,6%	2,7%	79,4%
Combustibles y Energía	217	-9,1%	6,1%	13,4%
Gas de petróleo	178	-0,4%	5,0%	65,4%
Total Expo a Brasil	3.548	11,4%	100,0%	24,9%

3.6.1. El empleo asalariado del sector privado no detiene su caída

En junio el trabajo registrado del sector privado (6,19 millones de personas) descendió un 2,5% interanual, acentuando su caída: 156.791 empleos perdidos en un año. En la comparación mensual sin estacionalidad, la contracción fue del 0,2% (décima consecutiva). El empleo en la construcción se redujo 21,4% interanual y

0,8% en la comparación mensual. En el caso de la industria, se está profundizando el descenso del empleo: -2,3% interanual (27.343 trabajos perdidos) y -0,4% mensual sin estacionalidad.

Empleo asalariado registrado del sector privado | Sin estacionalidad. Índice base ene-19 = 100



Empleo asalariado registrado del sector privado según actividad económica. Var. mensual sin estacionalidad e interanual. Junio 2024

Actividad	Variación			Part. % en Empleo Total
	Jun-24 / May-24	Jun-24 / Jun-23		
		Absoluta	%	
Construcción	-0,8%	-100.323	-21,4%	5,9%
Industria	-0,4%	-27.343	-2,3%	18,8%
Actividades inmobiliarias y empresariales	-0,3%	-19.453	-2,2%	14,1%
Transporte y comunicación	-0,2%	-10.986	-2,1%	8,4%
Hoteles y restaurantes	-0,3%	-6.047	-2,2%	4,4%
Servicios comunitarios, sociales y personales	0,1%	-4.838	-1,3%	6,0%
Servicios sociales y de salud	-0,1%	-2.539	-0,8%	5,3%
Enseñanza	-0,1%	-2.023	-0,5%	6,9%
Intermediación financiera	0,3%	-348	-0,2%	2,5%
Pesca	-2,5%	-136	-0,9%	0,2%
Electricidad, gas y agua	-0,8%	18	0,0%	1,2%
Minería	0,2%	3.657	4,0%	1,5%
Agropecuario	-0,1%	6.075	1,9%	5,1%
Comercio	0,0%	7.605	0,6%	19,7%
Sin especificar	1,4%	-110	-60,1%	0,0%
Total	-0,2%	-156.791	-2,5%	100,0%

3.6.2 En la provincia se profundiza el descenso del trabajo registrado

Empleo Sector Privado PBA Junio 2024

1.946.797 trabajadores
(31,4% total nacional)

-2,7% i.a.

Junio 2024 vs Junio 2023

La PBA aportó el
34,4% de los empleos
registrados perdidos
por el sector privado a
nivel nacional

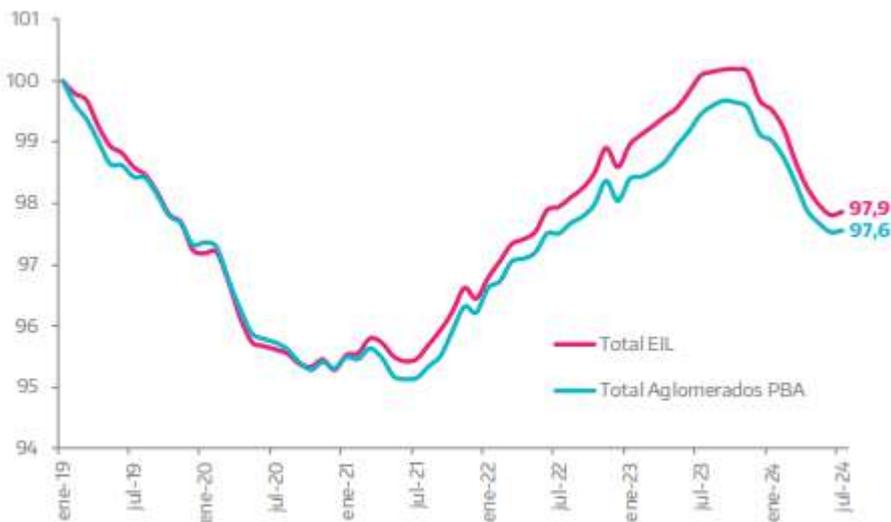
PBA
-53.917
Total País
-156.791

Asalariados registrados del sector privado de la Provincia de Buenos Aires. Serie desestacionalizada. Índice Base Dic-15=100



En julio, el empleo registrado del conjunto de aglomerados de la PBA se contrajo 1,9% interanual. GBA y el Gran La Plata explican la caída.

Encuesta de Indicadores Laborales (EIL). Empleo registrado del sector privado. Índice base Ene-17 =100 en Junio de 2024



Leve mejora en las expectativas de generación de empleo para el trimestre agosto-octubre de la mano de GBA, Bahía Blanca y Mar del Plata.

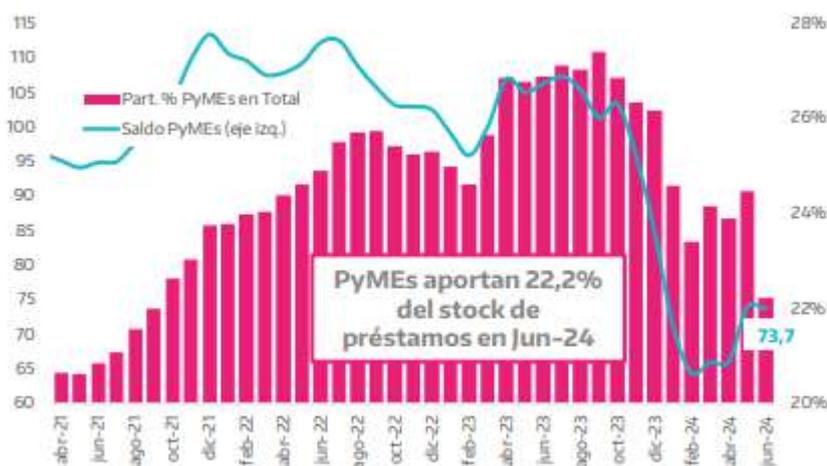
Expectativas netas de generación de empleo | Promedio aglomerados de la Provincia de Buenos Aires y Total EIL



3.7.1 El stock de préstamos bancarios mantiene su caída

El saldo de préstamos a PyMEs medido a valores reales se contrajo un -16,3% interanual en junio de 2024, aunque creció un 9,6% intermensual.

Saldo préstamos a personas jurídicas PyMEs | Total Nacional. A valores contantes. Índice base 2019 = 100



En el caso de los montos de créditos operados por el segmento PyME a nivel nacional, en julio de 2024 crecieron un 13% interanual (medido a valores reales), aunque acumulan en un descenso del 10,2% en los siete primeros meses del año.

Préstamos a personas jurídicas PyMEs. Total Nacional | Montos operados a valores constantes. Índice base 2019 = 100

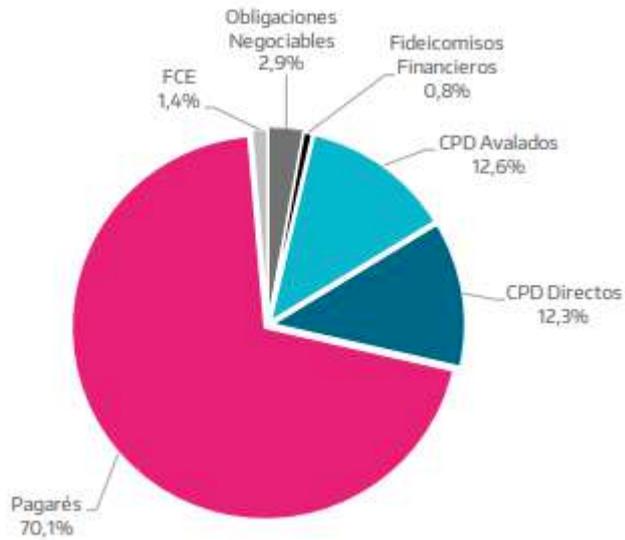


El financiamiento obtenido por las PyMEs a través del mercado de capitales aumentó un 85,5% interanual en julio de 2024, mientras que acumuló un crecimiento del 36,9% en los primeros siete meses del año. Los pagarés y los cheques de pago diferido fueron las herramientas de financiamiento que impulsaron la expansión en el acumulado a julio, al tiempo que concentraron el 95% del monto operado.

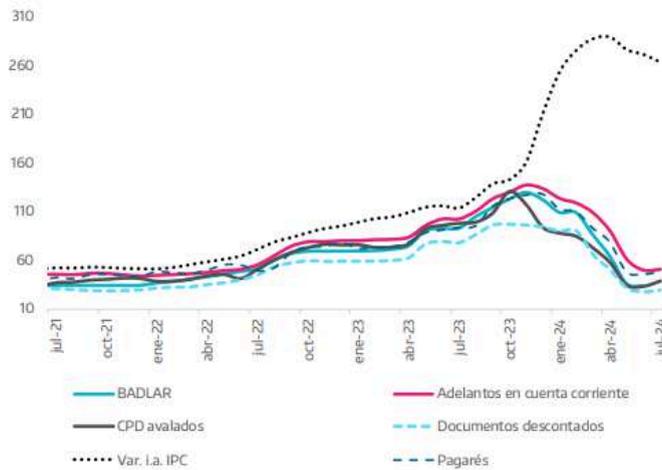
Financiamiento PyME en el mercado de capitales a valores reales | Julio 2024

Herramienta	Var. %	
	a/a	acum
Total	85,5%	36,9%
Cheques de pago diferido (CPD)	69,4%	20,9%
Avalados	2,7%	3,4%
Directos	156,9%	47,3%
Obligaciones Negociables	234,3%	4,5%
Fideicomisos Financieros	-35,0%	-44,4%
Pagarés	90,1%	47,7%
Facturas de crédito electrónicas (FCE)	42,3%	52,8%

Distribución financiamiento PyME en el mercado de capitales por instrumento.
Acumulado a Julio de 2024



Tasas de interés del financiamiento PyME (% nominal anual) y variación porcentual anual del nivel general del IPC



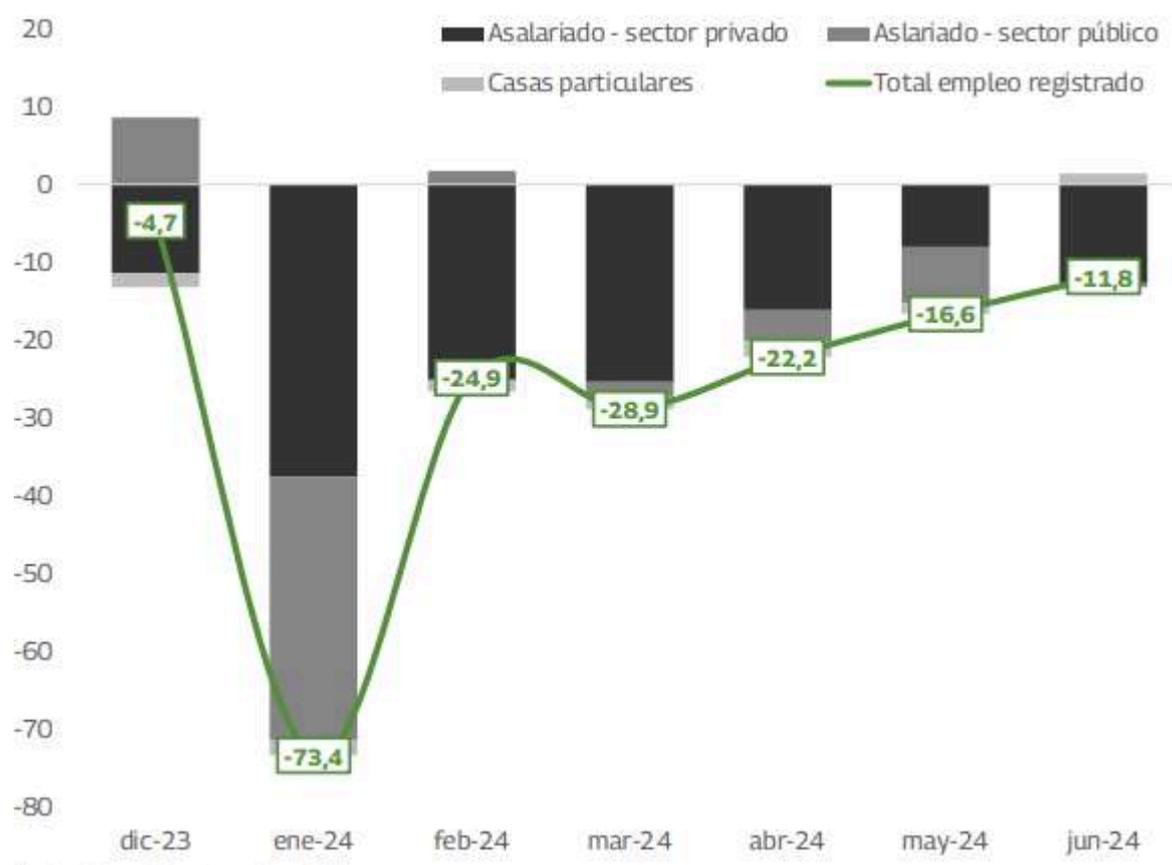
Variable	Tasa Jul-24 (%)	Dif. en puntos porcentuales vs	
		jun-24	jul-23
BADLAR	36,9	3,5	-55,9
Adelantos en cuenta corriente	50,5	0,9	-52,2
Documentos descontados	29,2	1,8	-48,6
Pagars	48,3	2,4	-45,3
Cheques de pago diferido (CPD) avalados	38,9	5,4	-59,3

4. SALARIOS Y EMPLEO.

5.1 Empleo registrado

Según SIPA, en junio el empleo registrado marca una nueva pérdida: en términos netos se perdieron 11.800 empleos, acumulando 182.500 desde el inicio de la actual gestión Nacional al depurar el efecto de la estacionalidad. Esta contracción en el empleo se concentra principalmente en la modalidad de asalariados del sector privado (trabajadores “en blanco”) que acumulan -136.400 desde el mes de noviembre. Al mismo tiempo, se expulsaron más de 37.600 puestos en el sector público y más de 8.600 empleadas en casa particulares perdieron su trabajo registrado. Como contracara, un fuerte crecimiento de otras modalidades de contratación (menos estables) que aportaron +140.000 nuevos registros.

Dinámica general del empleo registrado | Pérdida mensual de empleo según modalidad de contratación en miles de personas



Hacia junio-24, la planta del sector privado se ubica en 6,24 M de puestos genuinos, lo que representa una pérdida neta total de 169.300 puestos en el

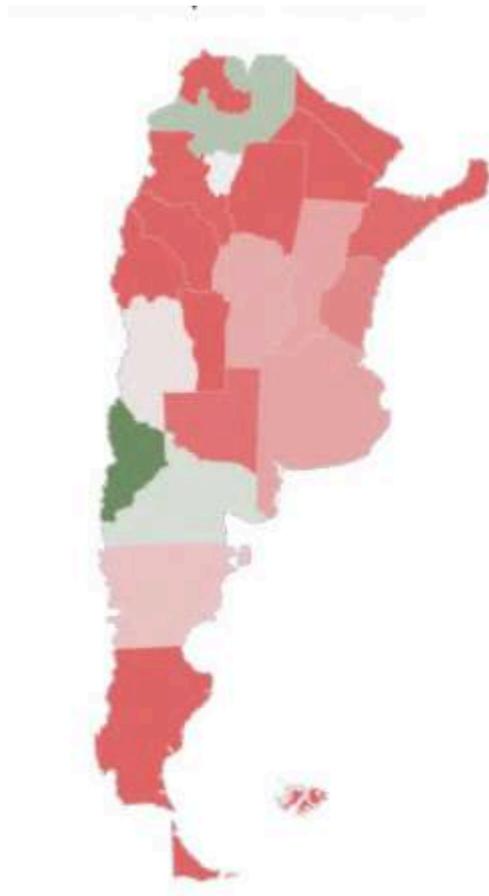
periodo (10 meses) y retrocede a niveles de 2015 (8 años de pérdida). Balance general: • De los 169.300 puestos perdidos, 32.900 fueron durante sep-nov (gestión AF) y 136.400 a partir de dic-23 (gestión JM) • En todo el proceso la industria y la construcción aportaron -31.100 y -93.100 puestos destruidos respectivamente (73% del total). • Los únicos sectores que expande su planta son: el agro, propio de su recuperación postsequía (+5.100), y el de Minería y Oil&Gas siendo el único que atraviesa un proceso de crecimiento (+2.600)

Empleo asalariado del sector privado | serie desestacionalizada en miles de puestos de trabajo



La caída del empleo es generalizada en gran parte del país (solo cuatro Provincias mostraron un nivel igual o mayor al año previo). Aunque la fuerte heterogeneidad en el desempleo es marcada entre regiones. La Región NEA es la zona del país más golpeada con una caída del 7,4% interanual, seguida por Cuyo (-3,3%) y el NOA (-2,9%). En conjunto explicaron el 30% de los puestos de trabajo perdidos.

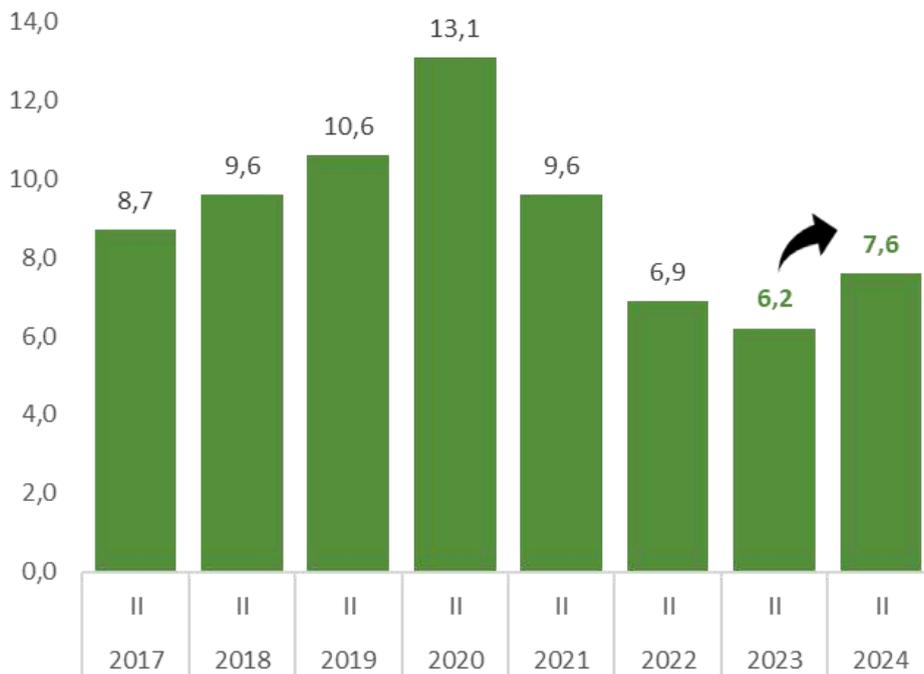
Pérdida de puestos de trabajo a nivel regional | variación % interanual por Provincias



Provincia	Var % i.a.
Formosa	-19,7
La Rioja	-14,4
Tierra Del Fuego	-12,3
Santiago Del Estero	-10,5
San Juan	-8,5
Chaco	-8,2
Santa Cruz	-7,7
San Luis	-7,4
Misiones	-5,7
Jujuy	-5,6
Catamarca	-4,9
Corrientes	-4,7
La Pampa	-4,5
Entre Ríos	-3,7
Pcia. Buenos Aires	-2,7
Santa Fe	-2,6
Promedio país	-2,5
Córdoba	-2,4
Chubut	-1,6
CABA	-1
Mendoza	-0,5
Tucumán	0
Río Negro	0,6
Salta	1,6
Neuquén	3,6

El mayor desempleo en el sector privado registrado es consistente con los datos recientes del mercado de trabajo publicados por INDEC donde la tasa de desocupación saltó +1,4 p.p. respecto del segundo trimestre trimestre del año 2023 y acumuló +216.000 nuevos desempleados en términos netos

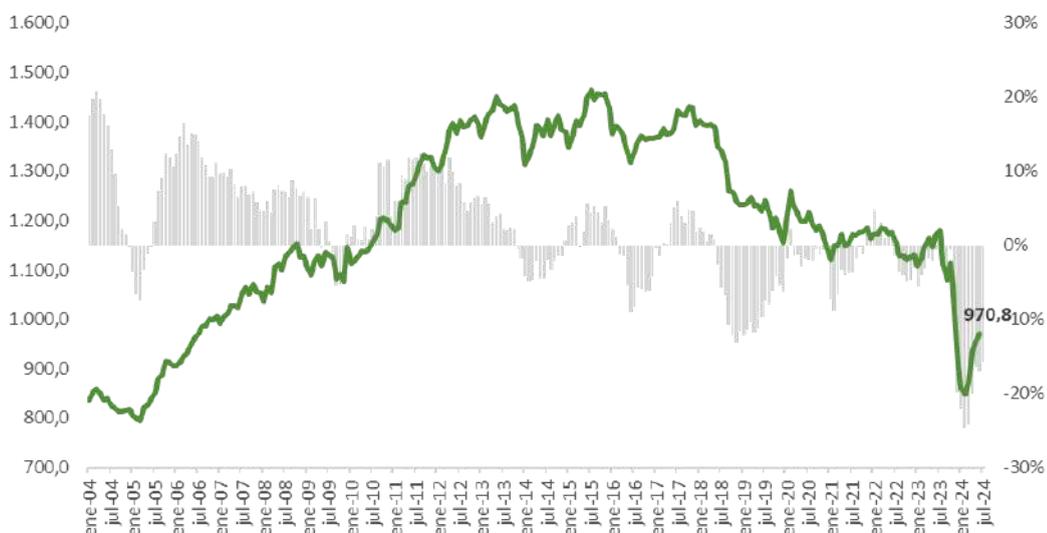
Tasa de desempleo | segundo trimestre de cada año, en porcentaje



5.2 Salarios

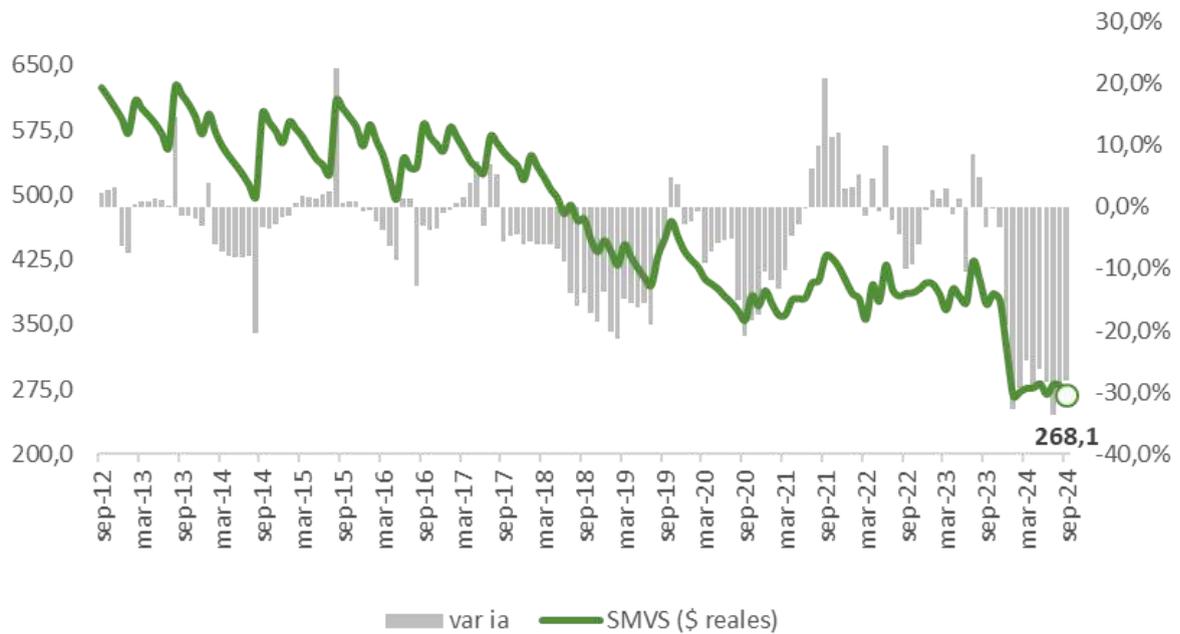
El RIPTTE mostró una importante recuperación (+17%) respecto del piso alcanzado en el mes de febrero. Sin embargo, el indicador se encuentra 5% por debajo del nivel alcanzado en noviembre (previo a la devaluación de Milei) y -16% respecto del mismo mes del año previo.

RIPTTE | en miles de pesos constantes de julio '24



Por otra parte el salario mínimo vital y móvil, consolidó una pérdida entorno al 29% en los primeros 9 meses del año. Así, hacia el mes de septiembre, el SMVM se ubicó en \$268.056, y alcanzó 13 meses de deterioro interanual consecutivo.

Salario mínimo vital y móvil | en miles de pesos constantes



5. PROVINCIAS.

El conjunto de Provincias más la CABA acumuló en el primer trimestre del año 2024, un resultado financiero de +\$2,1 billones mostrando una mejora de +120% en moneda constante.

Frente al escenario donde los ingresos cayeron 17%, la mejora en la posición fiscal se explica principalmente por la fuerte contracción del gasto (-24% ia real).

Por recaudación tributaria, producto principalmente de la crisis socioeconómica que indujo en la economía la Administración de Milei y la quita del impuesto a las ganancias para la cuarta categoría, las provincias perdieron más de \$1,9 billones en moneda constante (-14% ia real). Mientras que -\$570.000 millones se perdieron por menores transferencias percibidas y -\$280.000 para el financiamiento de la seguridad social.

Como contracara, el gasto en Capital fue la principal variable de ajuste para sostener las cuentas fiscales. Las Provincias, han dejado de invertir \$1,1 billones en infraestructura y equipamiento de capital mientras que \$2,0 billones se han contraído en gastos de funcionamiento (-22% ia real) en línea con la contracción de los salarios del sector público.

Resultado financiero | Total Provincias + CABA. En millones de pesos constantes, primer trimestre de cada año

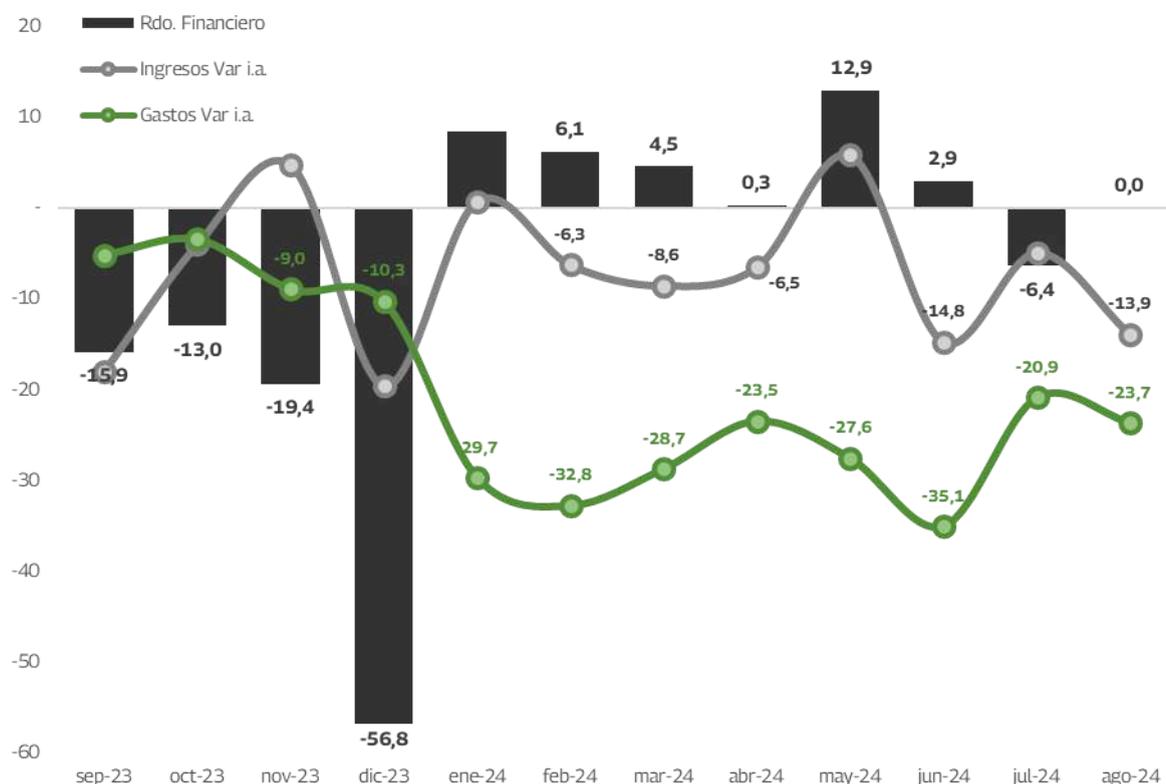
Primer trimestre	2023	2024	var ia
Ingresos corrientes	18.320.185	15.441.163	-16%
. Tributarios	14.317.013	12.323.740	-14%
. Contribuciones a la Seguridad Social	1.765.577	1.485.843	-16%
. Transferencias Corrientes	784.353	214.250	-73%
. Otros	1.453.241	1.417.330	-2%
Gasto Corriente	15.685.677	12.503.746	-20%
. Gastos de Consumo	9.153.760	7.135.030	-22%
. Rentas de la Propiedad	472.396	457.684	-3%
. Prestaciones de la Seguridad Social	2.290.320	1.819.055	-21%
. Transferencias Corrientes	3.769.202	3.091.977	-18%
Ingresos de Capital	340.411	72.760	-79%
Gastos de Capital	2.031.350	907.283	-55%
. Inversión Real Directa	1.336.377	575.712	-57%
. Transferencias de Capital	364.129	161.659	-56%
. Inversión Financiera	330.845	169.912	-49%
Ingresos Totales	18.660.596	15.513.923	-17%
Gastos Totales	17.717.027	13.411.028	-24%
Resultado Primario	1.415.964	2.560.578	
Resultado Financiero	943.569	2.102.894	

6. RESULTADO FISCAL

El Sector Público Nacional No Financiero registro un resultado financiero superavitario en el mes de agosto, pero sumamente apretado. El resultado financiero fue de \$3.530 millones, lo que representa un 0,04% de los ingresos.

Los Ingresos totalizaron \$8.748 miles de millones, lo que represento una contracción del 13,9% interanual, profundizando su caída en comparación con el mes previo. Los recursos tributarios en particular retrocedieron 11% y los impuestos que más contribuyeron a esta dinámica fueron: el impuesto a las ganancias (-28,1% i.a. real), el IVA (-14,4% i.a. real) y el impuesto P.A.I.S. (-7,5% i.a. real) que registra su primera variación interanual negativa en lo que va del año. Este último incidido por una base comparativa elevada en ago-23, debido a la devaluación post-PASO.

Dinámica fiscal nacional | Resultado Financiero como % de los ingresos y dinámica de ingresos y gastos como variación % i.a. real



A su vez, se registraron gastos por \$8.745 miles de millones, sosteniendo una caída del 23,7% interanual. El gasto en capital y las transferencias a provincias continúan liderando el ajuste del gobierno Nacional, aunque desaceleran su

caída. En el mes de agosto el ajuste de estas partidas fue del -62,1% y 62,8% interanual real respectivamente.

El gasto en jubilaciones también desacelera su caída (-11,1% i.a. real), dinámica que se explica por la divergencia entre las dos fórmulas, la actual con actualizaciones mensuales de los haberes y la que estuvo vigente durante 2023 con actualizaciones trimestrales (una de ellas en septiembre, donde probablemente la caída vuelva a profundizarse).

Por último, el financiamiento a universidades y los salarios de los trabajadores del sector público continúan atravesando el proceso de licuación y muestran caídas del 34,5% y 19,9% interanual real en el mes de agosto.

Dinámica fiscal nacional | Resultado Financiero como % de los ingresos y dinámica de ingresos y gastos como variación % i.a. real

Concepto	ago-24		Acumulado 2024	
	Miles de M\$	Var % i.a.	Miles de M\$	Var % i.a.
Ingresos Totales	8.748	-13,9	60.066	-7,2
Ingresos Tributarios	8.139	-11,0	55.151	-5,4
Otros Ingresos	609	-40,0	4.915	-23,4
Gastos	7.849	-23,7	51.304	-29,8
Prestaciones Sociales	4.569	-16,2	31.967	-19,9
Jubilaciones contributivas	2.843	-11,1	18.533	-23,0
Resto de prestaciones	1.726	-23,3	13.434	-15,1
Salarios	1.040	-22,1	7.585	-19,9
Funcionamiento	346	-24,8	1.716	-33,1
Subsidios	1.144	-13,2	5.790	-35,2
Universidades	234	-31,1	1.588	-34,5
Gasto de Capital Nacional	244	-62,1	1.243	-72,5
Transferencias a provincias	237	-62,8	719	-81,8
Otros gastos corrientes	36	-66,3	696	-46,7
Resultado primario	900	-	8.762	-
Intereses de deuda	896	-23,4	6.787	-10,3
Gastos Totales	8.745	-23,7	58.091	-27,9
Resultado Financiero	3,5	-	1.974,9	-