

Novedades

Económicas

Agosto 2024 | N°1107 | Año 47



EN LA MIRA

Las decisiones que viene tomando el gobierno son consistentes con una clara priorización del objetivo de bajar rápido la inflación. Si bien tienen como base de sustentación un inédito ajuste fiscal, la estrategia implica sacrificar otros objetivos.

LAS TRES CLAVES

1. ¿ARRANCA LA RECUPERACIÓN?

La producción habría registrado una leve variación positiva en el segundo trimestre respecto al primero, pero con comportamientos muy disímiles entre sectores. Mientras la actividad industrial no habría logrado salir de la recesión, el sector agropecuario se destaca por su contribución positiva, luego de la sequía. La sanción de la Ley Bases, los buenos registros en materia de reducción de la inflación que permiten la recomposición del poder adquisitivo y la expansión del crédito gracias a la liberación de recursos que genera el superávit fiscal, son factores que juegan en favor del sostenimiento de la recuperación. Sin embargo, su continuidad en el tiempo depende de la instrumentación de las reformas enunciadas en el Pacto de Mayo.

2. ¿CUÁLES SON LOS PRINCIPALES IMPACTOS DEL NUEVO RÉGIMEN CAMBIARIO-MONETARIO?

La nueva estrategia mantiene la devaluación del dólar oficial al ritmo del 2% mensual y contempla la posibilidad de volcar parte de las reservas al mercado cambiario libre con el objetivo de reducir la brecha. Esto reduce la dinámica de los precios internos de los bienes exportables (a través del "blend") e importables (parte de las importaciones son pagadas con el dólar libre), lo que contribuye a acelerar el proceso de desinflación. Entre sus principales efectos adversos aparece la menor acumulación de reservas en un contexto de reservas netas negativas. El esquema prioriza el objetivo de baja de la inflación por sobre el de dinamizar la velocidad de recuperación de la producción en el segundo semestre de este año.

3. ¿ALCANZA EL RIGI PARA SALIR DE UNA DÉCADA DE DESINVERSIÓN?

El RIGI tiene potencialidades para promover inversiones significativas en sectores focalizados. Pero se necesita una recuperación mucho más vigorosa de la inversión para evitar encontrar un techo en la recuperación. Para lograrlo es imprescindible avanzar con la agenda del Pacto de Mayo. La Argentina es el país del cono sur más rezagado en materia de reformas estructurales, incluso comparado con Brasil que fue y sigue siendo una economía con excesivas y malas regulaciones e impuestos muy distorsivos. Pero desde 2017 comenzó a realizar reformas, tanto en el plano laboral como, más recientemente, en la simplificación de su sistema tributario que están teniendo impactos muy positivos en la expansión de la producción y el empleo.

NOTA PRINCIPAL JORGE VASCONCELOS

La apuesta por la inflación cero

3

FISCAL

MARCELO CAPELLO, NICOLÁS
CAMPOLI

**Primer semestre:
el mayor ajuste
fiscal en décadas
y por menor
gasto**

10

PRODUCTIVO

MARCOS COHEN, VANESSA
TOSELLI, FRANCO ARTUSSO

**Ven la luz las
primeras
señales oficiales
de repunte**

12

SOCIAL Y LABORAL

LAURA CAULLO

**Costo laboral en
Argentina: ¿Una
traba para la
competitividad?**

14

MONETARIO Y CAMBIARIO

GUSTAVO REYES

**Fase 2 y el
nuevo Marco
Monetario**

16

INTERNACIONAL

MAXIMILIANO GUTIÉRREZ

**EEUU: más
certezas con la
tasa de corto que
con las de largo
plazo**

18

REGIONAL

JORGE DAY

**¿Y si el plan
saliera bien?
Una visión
sectorial y
regional**

21

La apuesta por la inflación cero

0%

Por **Jorge Vasconcelos**

La apuesta de “inflación cero” del gobierno seguramente tiene como referencia la fuerte reactivación del consumo lograda en planes de estabilización exitosos (al menos en sus inicios), caso de la Convertibilidad de 1991, el Plan Real brasileño de 1994 y el de Israel de 1985. En esas experiencias, los gobiernos que tomaron la iniciativa de darle prioridad a la estabilidad se consolidaron políticamente a medida que las políticas adoptadas daban los resultados esperados. En la Argentina de 2024, la confianza en el gobierno sigue en buen nivel, habiendo pasado más de un semestre de gestión y, en buena medida, esto deriva de una tasa de inflación mensual que se ha recortado algo más de siete veces desde los guarismos en torno al 30 % del arranque. Sin embargo, el camino para consolidar estos logros no es sencillo.

Por empezar, las medidas adoptadas desde diciembre de 2023 hasta julio de 2024 no son estrictamente comparables a las de la convertibilidad, el plan real o el de Israel. Hay analogías en la política fiscal, pero aquellos planes contenían mecanismos explícitos de desindexación de la economía, y partieron de precios relativos con menos distorsiones.

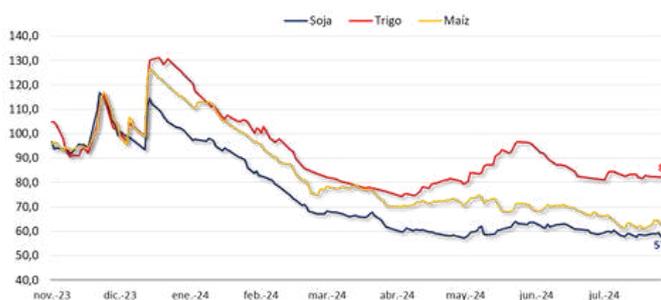
En el presente, subsiste inercia en la evolución de los precios de los “no transables”, caso de los servicios intensivos en mano de obra, que se ajustan a un ritmo del 7,3 % mensual desde mayo, un guarismo similar al de los salarios privados formales. En el caso de los precios relativos, si se toma como referencia junio de 2019, para el combo de electricidad, gas y transporte, posiblemente sean necesarios ajustes adicionales de entre el 35 % y el 40 %, medidos en dólares al tipo de cambio oficial. Son decisiones difíciles en el plano político, pero relevantes en términos de sustentabilidad fiscal (reducción de subsidios) y de señales de precios congruentes con incentivos apropiados para el consumo y la inversión.

Otra diferencia con los planes de estabilización mencionados es que, en el presente, el redoblar la apuesta por la “inflación cero” está teniendo como contrapartida un efecto negativo sobre la dinámica de las reservas externas del Banco Central (cuyas causas se analizan por separado en este informe). Obviamente, para afianzar los indicadores de confianza y para reducir el riesgo país se necesita que avanzar en la estabilización de la economía no resulte contradictorio con la recuperación de las reservas netas del BCRA, que se encuentran en territorio negativo.

Al respecto, en la edición de julio de 2024 de Novedades Económicas se analizó como una opción válida, que permitiría recuperar reservas sin afectar en forma significativa la trayectoria de la inflación, la eliminación de todo tipo de trabas en el funcionamiento del mercado cambiario en el segmento libre, manteniendo por algo más de tiempo los controles en el segmento oficial, por el que fluyen las divisas que son contrapartida de exportaciones e importaciones de bienes.

Evolución de los precios por tonelada de soja, maíz y trigo en Rosario

(en pesos constantes) / Base 100 = Nov-23



Fuente: IERAL en base a INDEC y Bolsa de Comercio de Rosario.

Por lo apuntado (se dejan de lado otros factores que marcan similar dirección) surge que, si se pretende avanzar en una desindexación generalizada de la economía y evitar el drenaje de las reservas, pero se insiste en hacerlo con los actuales instrumentos, probablemente sean necesarias dosis mayores de ajuste fiscal y monetario para acercarse al objetivo buscado. A diferencia de la Convertibilidad, el Plan Real y el de Israel, se necesitaría resignar más nivel de actividad para lograr similares resultados en términos de inflación y de recuperación de reservas.

En este sentido, si bien el PIB habría registrado una leve variación positiva en el segundo trimestre respecto del primero, hay que subrayar que en ese período la actividad industrial no logró salir de la recesión (en parte por falta de competitividad, como se analiza más abajo). Por su parte, si bien el sector agropecuario está haciendo una formidable contribución a las cuentas nacionales en este año pos-sequía (en mayo, incremento de 103,3% interanual), la caída de los precios internacionales y un tipo de cambio cada vez más ajustado están deteriorando los incentivos para una repetición y/o mejora de la próxima campaña.

De acuerdo a Márgenes Agropecuarios, en julio 2024 se necesitaron entre 20% y 40% más quintales de soja o maíz para adquirir combustibles, fertilizantes y equipos (tractores) en relación a julio de 2023. Son señales que indican que el sendero hacia una recuperación sostenida de la economía no está consolidado.

Encarecimiento de insumos agrícolas en términos de quintales de soja y de maíz

Var % i.a (jul-24 vs jul-23)



Fuente: IERAL en base a Revista Márgenes Agropecuarios.

Sigue la incertidumbre sobre el régimen monetario

Las variables financieras y cambiarias, a su vez, reflejan incertidumbre acerca de cuál habrá ser el punto de llegada de la actual transición, si dolarización, competencia de monedas o un régimen convencional, de metas de inflación y flotación cambiaria. El punto es que esta indefinición inevitablemente está afectando la toma de decisiones de mediano y largo plazo de las empresas.

Es que la coyuntura del 2024 inevitablemente está enmarcada en una economía sumergida en más de una década de estanflación, fenómeno que no casualmente se inicia a fin de 2011, cuando la presidencia de entonces anuncia una serie de restricciones sobre el mercado cambiario y el comercio exterior. Los llamados cepos inauguraron un largo período en el que gobiernos sin apego a la "restricción presupuestaria" pudieron "cazar pesos en el zoológico" para financiar déficits fiscales crecientes, al costo de destruir las señales de precios de la economía, alterando incentivos para las decisiones de consumo, producción e inversión, fenómeno potenciado por la continua desconexión

de la economía local del mercado mundial, e incluso del regional, Mercosur incluido. Cepos y estanflación están íntimamente conectados.

Agrava este cuadro el hecho que el único intento de levantamiento de cepos en este largo período, iniciado a fin de 2015, resultó ser una política que no pudo sostenerse, con la reintroducción de restricciones incluso antes que esa gestión completara su mandato. Esa experiencia es muy relevante: no se trata sólo de levantar los cepos, se necesita que, para las expectativas, esa decisión sea irreversible.

Y, en cuanto al empalme entre estabilidad y crecimiento, cabe subrayar que el RIGI puede ser un instrumento apropiado para casos como la minería y los hidrocarburos, pero su alcance es limitado en términos sectoriales y tampoco da respuesta a cuestiones estructurales que operan como lastre para la convergencia del PIB por habitante de la Argentina con el de países desarrollados, en línea con experiencias pos segunda guerra mundial como las de Corea, Australia, Nueva Zelanda, España, Israel, entre otras.

Esas experiencias tienen en común la inserción en el mercado global, como instrumento ordenador de la organización de las respectivas economías nacionales, en contraste con el caso de la Argentina, que ni siquiera está logrando definir cómo pararse en la región. No puede ignorarse, en términos de estrategia de crecimiento, que los resultados del Mercosur son insatisfactorios tanto en la competitividad de la región de cara al resto del mundo, como en la quita de “aduanas interiores” dentro del espacio común, clave para las economías de escala de las empresas instaladas.

Además, entre los países socios, la Argentina es la que aparece más rezagada en el plano de las reformas estructurales, no sólo en comparación con Uruguay y Paraguay. Brasil fue y sigue siendo una economía poco competitiva, con excesivas regulaciones y limitada inserción global, pero desde 2017 ha comenzado a realizar reformas

significativas, con creciente impacto en el potencial de crecimiento y en la capacidad de generar empleos privados formales, tanto en el plano laboral como, más recientemente, en la simplificación de su distorsivo régimen tributario (ver recuadro). Se trata de factores relevantes para tener en cuenta en el bosquejo del sendero de empalme de la estabilidad al crecimiento de nuestro país. Aunque en el presente Brasil atraviese tribulaciones derivadas de una política de gasto público que amenaza la sustentabilidad de los ratios de deuda, a los atractivos para la inversión que significan las reformas citadas, se suma en el presente un significativo encarecimiento de los costos en dólares de la Argentina relativos al vecino, por un tipo de cambio bilateral significativamente desalineado respecto al promedio de las últimas décadas (ver al respecto la comparación de salarios industriales de ambos países en la columna respectiva).

Dolarización, bimonetarismo a la peruana, metas de inflación: las opciones siguen abiertas



A juzgar por los anuncios oficiales, la Argentina estaría inmersa en una profunda reforma monetaria, aunque de un carácter institucional bastante frágil, basado en comunicados y circulares del Banco Central. El título de esa reforma es el de la “emisión cero” de pesos, una regla que ni siquiera contemplaría usar la “maquinita” para acumular reservas en el Central. Esto alimentó las conjeturas respecto a que las autoridades ya habían tomado partido por la “dolarización endógena”. Sin embargo, a medida que se conocen detalles, los anuncios se hacen relativos. En un comunicado del BCRA se aclaró que esa prescripción es válida mientras dure el control de cambios. Vale decir, quedó abierta la puerta para volver a acumular reservas con emisión en otro régimen cambiario, aunque siga pendiente de definición su característica. Por otra parte, tampoco ha quedado cerrada la canilla de la emisión de pesos que alimenta la evolución de los depósitos y créditos bancarios. La base monetaria puede expandirse en la medida en la que las entidades financieras canjeen por pesos los títulos públicos que tienen en su activo (LEFIs).

Y el margen para esa expansión es significativo. Las autoridades argumentan que con cepo la compra de dólares no refleja necesariamente un aumento genuino de la demanda de pesos. Por lo tanto, bajo el control de cambios habría una fracción de la emisión originada en compra de dólares que podría ser inflacionaria. Esto justificaría desde “el lado monetario” la venta de dólares comprados en el segmento oficial en mayo, una cifra del orden de los 1,7 mil millones, a través del mercado libre (CCL). Una presión vendedora que tiene la inocultable intención de comprimir la brecha cambiaria. Esta decisión influyó negativamente sobre las expectativas de recuperación de reservas por parte del Banco Central. En realidad, técnicamente es posible retomar la acumulación de reservas, aún con ventas en el CCL, siempre y cuando exista una fluida oferta de dólares de exportación y la brecha cambiaria se mantenga en un andarivel relativamente elevado (en ese caso, se necesita vender menos divisas en el mercado libre para esterilizar los pesos emitidos por las compras en el oficial). Es otra de las paradojas del esquema actual.

Obsérvese lo apuntado por el Banco Central en el comunicado difundido el martes 23 de julio: “a la par de mantener el compromiso firme con el equilibrio fiscal, se avanza en eliminar o esterilizar las demás fuentes de oferta monetaria nueva: (a) los pasivos remunerados del BCRA, (b) el financiamiento indirecto del Tesoro a través de “BIDs” y “PUTs” y, mientras persistan los controles de cambios, (c) la acumulación de reservas internacionales”.

Subrayamos la última parte de ese párrafo: se prevé esterilizar pesos emitidos por acumulación de reservas... “mientras persistan los controles de cambios”.

Puede interpretarse de este párrafo que, para el “día después” de un eventual levantamiento del cepo, el Central no ha cerrado la puerta a un esquema monetario-cambiario análogo al de Perú/Uruguay, en el que reaparecen las compras de dólares con emisión de pesos. Si bien las señales a favor de la “dolarización endógena” (un esquema más parecido al de El Salvador) siguen siendo enfáticas, cabe llamar la atención sobre el párrafo anterior. Interpretando literalmente, no podrían desecharse opciones como metas de inflación, utilizadas por Brasil (flotación cambiaria con la tasa de interés como instrumento), un régimen bimonetario como el de Perú, con competencia de monedas; o un sistema en el que el Banco Central resigna la utilización de cualquier instrumento (El Salvador). Durante la transición y mientras se atraviesa “el túnel”, en principio cabe reafirmar la idea de “trinidad imposible”, por la que debe admitirse que la política económica no puede controlar todas las variables al mismo tiempo (agregados monetarios, tasa de interés y nivel del tipo de cambio tanto en el oficial como en el libre).

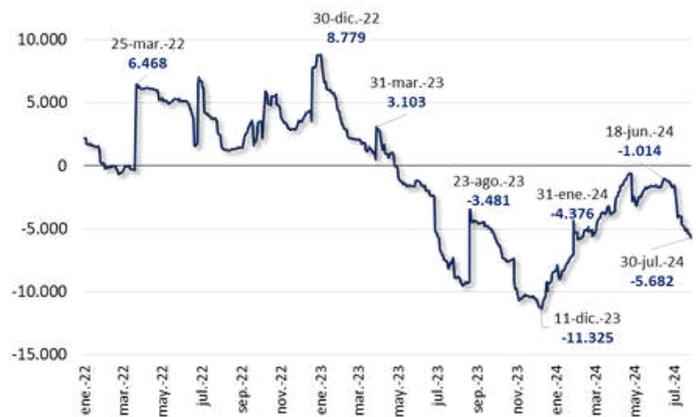
Alguna de esas variables será un derivado de los equilibrios (o desequilibrios) macro. Si a) aumenta la demanda de crédito del sector privado, por ejemplo, el efecto sería una suba de la tasa de interés, ante limitaciones en la oferta de pesos, pero existe bastante margen para llegar a un momento crítico, debido a que los bancos pueden hacerse de liquidez vendiendo LEFIs al Central.

Y si b) la demanda de dinero no se recupera, entonces el gobierno podría intentar un achicamiento adicional de la brecha cambiaria vendiendo dólares en forma más agresiva por el segmento libre (CCL), con lo cual las reservas netas podrían caer más.

En el escenario a), se complicaría la continuidad de la salida de la recesión, pero esto depende de la rapidez con la que eventualmente se manifieste el endurecimiento monetario. En el escenario b) se afectaría aún más la performance del riesgo país.

Lo cierto es que, desde los anuncios vinculados con la “Fase 2” del plan, el resultado inmediato en términos de compra de dólares y de evolución de las reservas dista de ser positivo. En las últimas dos semanas, las operaciones en el mercado oficial de cambios de cambios arrojaron un saldo negativo para el BCRA de 327 millones de dólares, en buena medida por la pausada liquidación de divisas por parte de los exportadores.

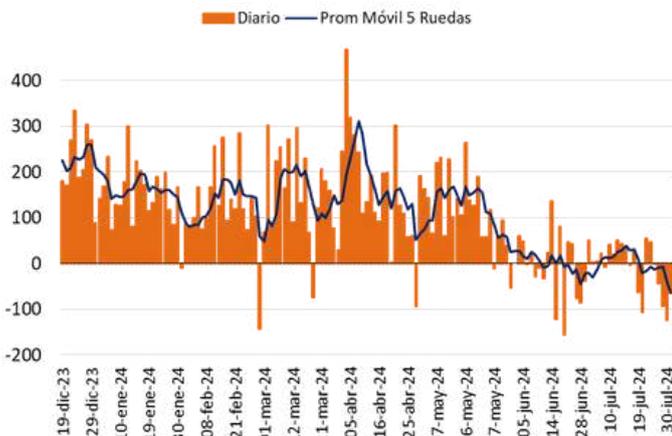
Evolución Reservas Netas En Millones de USD



Fuente: IERAL en base a BCRA.

A su vez, luego de haberse recortado en 10,0 mil millones de dólares el rojo heredado al 11 de diciembre, para llegar a un saldo negativo de las reservas netas de 1.014 millones de dólares el 18 de junio pasado, desde entonces se retomó la trayectoria descendente. Computando las divisas apagar por el vencimiento del BOPREAL, el rojo actual se estima en torno a los 5,7 mil millones de dólares. De allí la urgencia del gobierno por alejar riesgos en base a iniciativas en diversos frentes: el uso del oro de las reservas como colateral, el acceso directo e indirecto a reservas brutas incrementadas por el blanqueo de capitales, la eventual emisión de bonos con garantía del Banco Mundial, al estilo de Ghana, entre otras. Las credenciales logradas por el resultado fiscal del primer semestre le otorgan al gobierno cierto margen en este flanco, siendo que, de todos modos, no parecen haber madurado condiciones para un nuevo acuerdo con el FMI. Y, mientras tanto, el gobierno estaría canalizando venta de reservas a través del CCL por unos 200 millones de dólares por semana, retirando pesos y procurando achicar la brecha cambiaria. Obviamente, el paso del tiempo no es neutral en esta estrategia que insuere reservas de las que se carece.

Ritmo de compras netas de divisas del BCRA En Millones de USD



Fuente: IERAL en base a BCRA.

La importancia de un sector real que reaccione rápidamente a los incentivos

Sin flexibilidad en el manejo de la macro, se requiere extrema flexibilidad en el funcionamiento del sector real de la economía

¿Hasta qué punto las reformas están ayudando a introducir margen en el funcionamiento del sector real de la economía?

El RIGI fue diseñado para compensar parcialmente esa rigidez, no para modificar de raíz el funcionamiento y la organización de la economía. Además, alcanza sólo a infraestructura, sector forestal, minería, energía, siderurgia, tecnología y turismo. El resto de actividades está excluida.

Volatilidad de términos de intercambio: por si faltaran pruebas acerca de la necesidad de una

organización de la economía rediseñada a favor de la competitividad, y de una macro con flotación cambiaria, metas de inflación o “competencia de monedas”, deuda pública refinanciándose “naturalmente” en un mercado de capitales doméstico cada vez más profundo.

En la Argentina, un ciclo sostenido de deterioro de términos de intercambio, como el que parece haberse iniciado desde fin de 2022, afecta en forma muy significativa tanto el frente fiscal como el externo de la economía. Influye negativamente también en la posibilidad de financiamiento de la inversión, por el deterioro de la capacidad de ahorro.

Evolución términos de intercambio
Base 100 = 2019



Fuente: IERAL en base a INDEC.



Nuevamente, la estabilidad es condición necesaria, no suficiente para el crecimiento



Un reciente estudio del FMI sobre reformas estructurales en Brasil, muestra impactos muy significativos en cuanto a expandir el potencial de crecimiento. En caso de la reforma laboral de 2017, con efectos ya observados en términos de aumento de empleo formal, menor litigiosidad, menor tasa de desempleo, fuerte aumento de la productividad, particularmente en actividades intensivas en empleo. Desde entonces, Brasil salió del estancamiento en la creación de empleo formal, y en el sector privado se sumaron más de 4 millones de trabajadores en esa condición.

Más recientemente, se avanzó en una profunda reforma tributaria, que condensa en un IVA nacional impuestos distorsivos de las distintas jurisdicciones (incluido simil de Ingresos Brutos). El FMI estima que, cuando se complete su implementación, esta reforma aportará un incremento potencial del PIB de nada menos que 11 puntos. Varios vectores convergen cuando se eliminan impuestos distorsivos y se unifican en un IVA, aunque su alícuota parezca elevada: mejor asignación de recursos de inversión; reducción del costo de los insumos y bienes intermedios de producción local, incentivos a la formalización de la economía, ampliación de escalas por incremento de la demanda, etc.

En el caso de Argentina, una señal de alerta del freno que significan los problemas estructurales irresueltos la aporta la evolución de las cuentas de ahorro e inversión. Con datos del FMI, la tasa de ahorro estaría aumentando de 15,7 % del PIB en 2023 a 17,3 % del PIB en 2024. En presencia de cepos, que minimizan la entrada de capitales, la inversión tiene que recuperarse de la mano del ahorro.

Pues bien, en 2024 el ahorro se está incrementando 1,6 puntos porcentuales respecto a 2023, pero la

Evolución Balance Ahorro-Inversión

En % del PIB

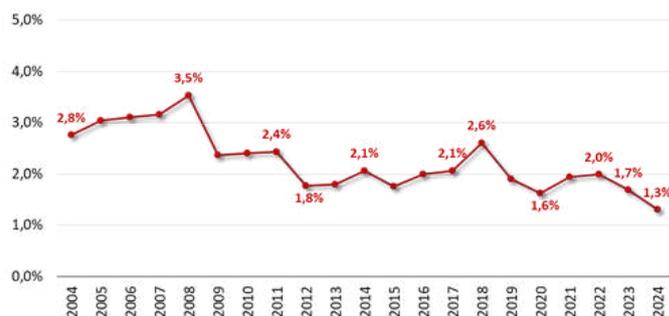
	2021	2022	2023	2024 proy
Inversión Bruta	17,1%	17,9%	19,1%	16,7%
Privado	14,5%	14,7%	16,3%	14,4%
Público	2,7%	3,2%	2,8%	2,3%
Ahorro nacional bruto	18,5%	17,2%	15,7%	17,3%
Privado	22,9%	21,1%	20,3%	17,3%
Público	-4,3%	-3,9%	-4,6%	0,0%
Balance Cuenta Corriente	1,4%	-0,7%	-3,4%	0,6%

Fuente: IERAL en base a FMI.

tasa de inversión está yendo en la dirección opuesta, achicándose en 2,4 puntos del PIB (fuente, estimaciones del FMI).

Obviamente, sin recuperación de la inversión, el rebote pos crisis del PIB encuentra rápidamente su techo, por lo que tiende a deteriorarse la capacidad de generar ratios elevados de ahorro. Y se complica el financiamiento de la inversión, en la medida en que la estrategia de crecimiento sea diseñada para no depender excesivamente del uso del ahorro externo. Bajo el RIGI se esperan inversiones significativas en sectores focalizados, como el de hidrocarburos, que darían lugar a producción de energía en términos competitivos en el mercado global y, por ende, permiten proyectar incrementos sostenidos de exportaciones. Sin embargo, después de la aprobación de la Ley Bases ha pasado un período considerable y faltan precisiones por vía de la reglamentación. Y no hace falta subrayar que la instrumentación es tan relevante como las negociaciones políticas en el Congreso cuando se trata de reformas que necesitan modificaciones legislativas.

Evolución de las importaciones de bienes de capital
(Acumulado I semestre de cada año anualizado)
En % del PIB anual



Fuente: IERAL en base a INDEC.

Las importaciones de bienes de capital reflejan con precisión la dinámica de la inversión en máquinas y equipos. Tal como muestra el gráfico adjunto, durante el primer semestre de 2024 se estaría tocando el piso de la serie que arranca en 2004, con un equivalente a 1,3% del PIB, luego del 1,7% registrado en igual período de 2023 y del 2,0% de 2022. Nuevamente en este caso, niveles superiores a los 3 puntos del PIB en importación de bienes de capital sólo se alcanzaron en la etapa previa a la instauración de los cepos, que arrancaron a fin de 2011.

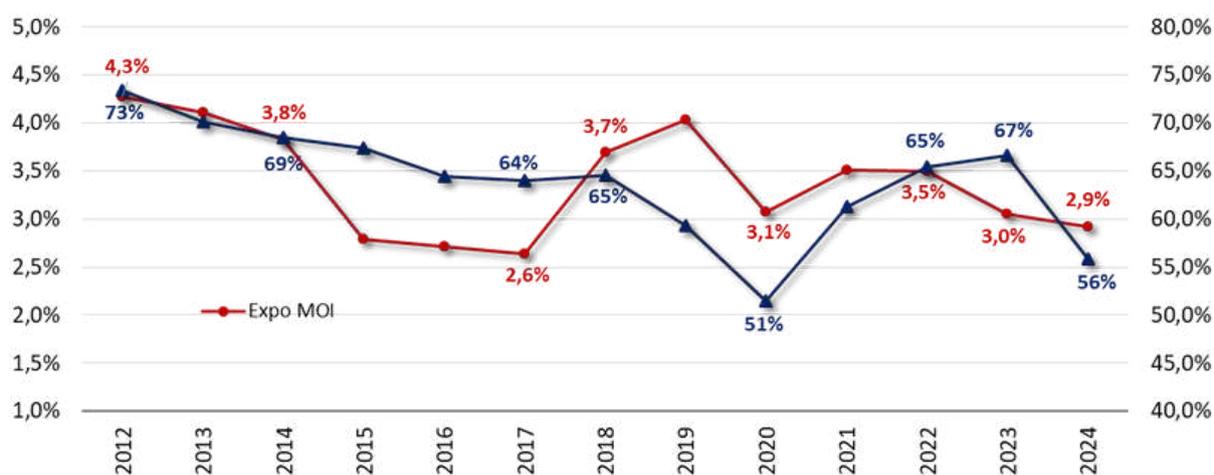
Recuadro 1 Las limitaciones de la industria para operar como factor anticíclico

En las recesiones, al aumentar la capacidad ociosa, se deterioran los incentivos a nueva inversión. Eso es cierto, pero la pregunta es ¿Cuánto de esa capacidad ociosa son activos productivos valiosos, en condiciones de generar oferta de bienes y servicios a precios competitivos y con demanda sostenida tanto del mercado externo como del interno?

¿Se trata verdaderamente de capacidad ociosa? Es posible que esto sea cierto para actividades como la construcción y el turismo, entre otros ejemplos, donde el problema se presenta por el lado de la demanda. En cambio, otros casos, vinculados a producción manufacturera o de ciertas economías regionales, pueden estar indicando problemas del lado de la oferta, por falta de adecuación en tecnología o costos a la demanda global y local.

Evolución de las exportaciones de manufacturas de origen industrial
(Acumulado I semestre anualizado) y uso de la capacidad instalada de la industria
(Prom. I semestre)

Expo en % del PIB anual y uso CI como %



Nota: Uso capacidad instalada de la industria incluye promedio ene-may 24, último dato disponible
Fuente: IERAL en base a INDEC.

Si la capacidad ociosa fueran equipos y organización empresarial en condiciones de competir en el mercado global, ante la recesión doméstica debería observarse una canalización de esa oferta potencial hacia las exportaciones. Pero este comportamiento “anticíclico” de ningún modo es generalizado. Es lo que refleja la evolución de las exportaciones de Manufacturas de Origen Industrial (MOI). Pese a la profunda contracción del mercado interno en el primer semestre de 2024, las exportaciones de MOI se redujeron a 2,9 % del PIB (a precios corrientes), cuando en igual período de 2023 se situaban en 3,0 % del PIB. Este es un fenómeno tendencial, más allá de los movimientos de corto plazo relacionados con el ciclo local. Desde que la Argentina ingresó a la estanflación y a largos períodos de “cepos” al cambio y al comercio exterior, el ratio Exportaciones MOI/PBI se achicó 1/3, ya que pasó de 4,3 % del PIB en el primer semestre de 2012 al 2,9 % que muestran los últimos datos.

Esta limitación “anticíclica” de la industria explica la divergencia en los indicadores de nivel de actividad en lo que va de 2024. De acuerdo al relevamiento proxy del PIB del Estudio Ferreres (IGA), en el segundo trimestre el PIB ya estaría reflejando una muy leve mejora del nivel de actividad, ya que mostraría una variación positiva de 0,6 % respecto del primer trimestre, en términos desestacionalizados. Por el contrario, de acuerdo a FIEL y al Estudio Ferreres, la actividad industrial habría registrado una caída de 1,5 % entre el primer y el segundo trimestre del año, profundizando la recesión. Es paradójico que una devaluación como la realizada a fin de 2023 esté afectando más a la industria (que en teoría produce bienes que pueden venderse en el exterior), que al promedio de la economía (que incluye una amplia gama de sectores que vieron recortado su poder adquisitivo y/o el mercado por la depreciación inicial del peso).



Primer semestre El mayor ajuste fiscal en décadas y por menor gasto

¿Acelera o desacelera la reducción del gasto?

Por **Marcelo Capello** y **Nicolás Cámpoli**

El resultado fiscal del mes de junio arrojó un superávit primario del 0,08% del PIB, y un superávit financiero del 0,04%, con un primer semestre que culminó con superávit primario de 1,2% y superávit financiero de 0,4% del PIB. Esto es consecuencia de una reducción anual del gasto del 35%, dado que los ingresos totales cayeron un 5%, en ambos casos en valores constantes.

Los mayores ajustes anuales en el gasto del primer semestre se dieron en las transferencias a provincias (-98% las de capital y -74% las corrientes), en la inversión pública (-71%), en los subsidios económicos (-43%) y en las jubilaciones (-27%).

El ajuste del gasto primario fue del 39% anual en enero, para luego desacelerar la caída hasta el mes de abril, cuando la reducción resultó del 24% anual. A partir de mayo el ajuste vuelve a acelerar, y termina el semestre con una caída del 35% en junio.

Ahora bien, ¿en qué tipo de erogaciones se aceleró o desaceleró el ajuste en los últimos meses del primer semestre?

Los que vienen desacelerando la caída son el gasto en Personal, Jubilaciones y erogaciones de Capital, que caen menos en los últimos 3 meses del semestre, que al inicio del año.

En cambio, aceleraron el ajuste en los últimos dos meses las erogaciones en Otros Gastos de Funcionamiento, Transferencias a Universidades y Subsidios a Energía y Transporte.

En el caso del mes de junio, con datos de la Administración Nacional, ¿hasta qué punto se aceleró el ajuste en algunas partidas? ¿o se trata de no devengar gastos que se deberían haber devengando? ¿o no se pagaron erogaciones que sí se habían devengado? En el caso de los Subsidios a la Energía, en junio cayeron mucho tanto el gasto devengado (-74%) como el pagado (-71%), lo que genera la percepción que en realidad fue un mes en que no se devengaron erogaciones que se deberían haber devengado. En cambio, en las Transferencias a Universidades se observa que cayeron más las erogaciones pagadas (-96%) que las devengadas (-44%), ampliando la deuda flotante para el mes siguiente.

Sector Público Nacional: Variación interanual del gasto primario en cada mes de 2024
Variación anual en términos reales



Fuente: IERAL sobre la base de OJF, INDEC, UTD.

Sector Público Nacional: Variación interanual de erogaciones primarias en cada mes

Variación anual en términos reales en meses de 2024

Gasto	ene	feb	mar	abr	may	jun
Gastos Primarios	-39%	-36%	-29%	-24%	-29%	-35%
Gastos corrientes primarios	-35%	-31%	-23%	-19%	-24%	-32%
Prestaciones sociales	-30%	-30%	-21%	-17%	-18%	-19%
Jubilaciones y pensiones contributivas	-38%	-38%	-31%	-26%	-16%	-18%
Subsidios económicos	-64%	-43%	-21%	-14%	-32%	-74%
Energía	-77%	-44%	-17%	-13%	-30%	-81%
Transporte	-17%	-40%	-39%	-17%	-42%	-49%
Salarios	-27%	-11%	-19%	-18%	-15%	-19%
Otros gastos de funcionamiento	-33%	-36%	-28%	-18%	-37%	-51%
Transferencias corrientes a provincias	-72%	-85%	-76%	-73%	-74%	-72%
Transferencias a universidades	-31%	-25%	-18%	-27%	-19%	-95%
Gastos de capital	-86%	-88%	-87%	-78%	-78%	-74%

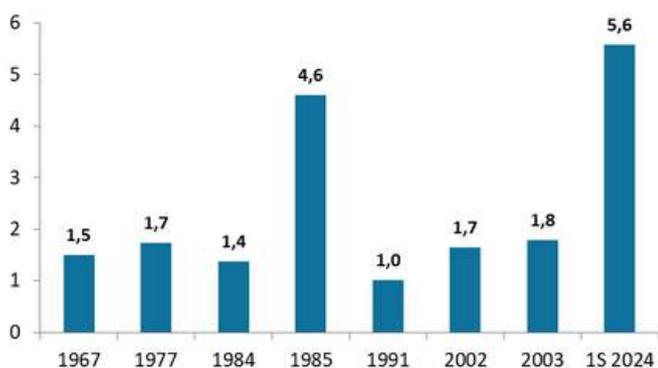
Fuente: IERAL en base a Ministerio de Economía.

El ajuste fiscal de 2024 en perspectiva histórica

Considerando los últimos 64 años, la mejora más importante del resultado financiero del sector público nacional (SPN), se dio en el primer semestre de 2024, con un ajuste equivalente a 5,6 puntos del PIB. Si sólo se tienen en cuenta las mejoras en el resultado financiero de 1% del PIB o superiores, se trata de 8 casos en 6 décadas y media, encabezados por el mencionado primer semestre de 2024, seguido por el año 1985, cuando con el Plan Austral ocurrió una mejora de 4,6 puntos del PIB en el resultado fiscal, ubicándose luego los ajustes fiscales de los años 2003 (1,8 puntos del PIB), 2002 (1,7), 1977 (1,7), 1967 (1,5), 1984 (1,4) y 1991 (1,0).

Cambios en el resultado financiero del SPN en años de mejoras importantes

Variación respecto al año previo. En puntos porcentuales del PIB



Nota: para el dato de 2024, se consideró el PIB semestral.

Fuente: IERAL en base a Ministerio de Economía y Fundación Norte y Sur.

Adicionalmente, debe remarcar que lo que hace más notorio el ajuste del primer semestre es que toda la mejora en el resultado financiero se debe adjudicar a una baja del gasto público, cuando en 1985, año en que también se registró una fuerte mejora, todo el aporte lo hizo la suba de los recursos (+6,2% del PIB), por cuanto el gasto subió ese año en 1,6 puntos del PIB ese año. En realidad, en los 8 años en que se observaron mejoras

importantes en el resultado financiero del SPN entre 1961 a 2024, sólo en 3 ocasiones el ajuste en el gasto aportó más que la suba de los ingresos, siendo el caso más destacado el del primer semestre de 2024.

En 2024, el ajuste de 5,4 puntos del PIB en el gasto se explica por la reducción en las erogaciones en transferencias (jubilaciones, subsidios por tarifas, transferencias corrientes a provincias, etc.), por 3,7 puntos del PIB, seguido por menor gasto de capital (1,4), y disminución en el gasto en personal (0,3). En el año 2002, en que las erogaciones bajaron en 1,6 puntos del PIB, el mayor aporte lo había hecho el menor gasto en intereses (1,5 puntos, seguramente como consecuencia del default de la deuda), la baja en el gasto de capital (0,2) y en personal (0,2).

SPN: Cambio en ingresos, gasto y resultado financiero en años de mejoras fiscales importantes

Variación respecto al año previo. En puntos porcentuales del PIB

Año	Ingresos totales	Gastos totales	Resultado Financiero
1967	2,3	0,8	1,5
1977	1,3	-0,4	1,7
1987	0,3	-1,0	1,4
1985	6,2	1,6	4,6
1991	1,4	0,4	1,0
1997	1,2	0,7	0,5
2002	0,0	-1,6	1,7
2003	1,7	-0,1	1,8
1S 2024	-0,1	-5,6	5,6

Nota: para el dato de 2024, se consideró el PIB semestral.

Fuente: IERAL en base a Ministerio de Economía y Fundación Norte y Sur.

Ven la luz las primeras señales oficiales de repunte



Por **Marcos Cohen Arazi, Vanessa Toselli y Franco Artusso**

Luego de siete meses del cambio de gobierno, comienzan a registrarse algunas señales de repunte. De todos modos, aún son incipientes y hay divergencias marcadas entre sectores. Veamos qué dicen los datos.

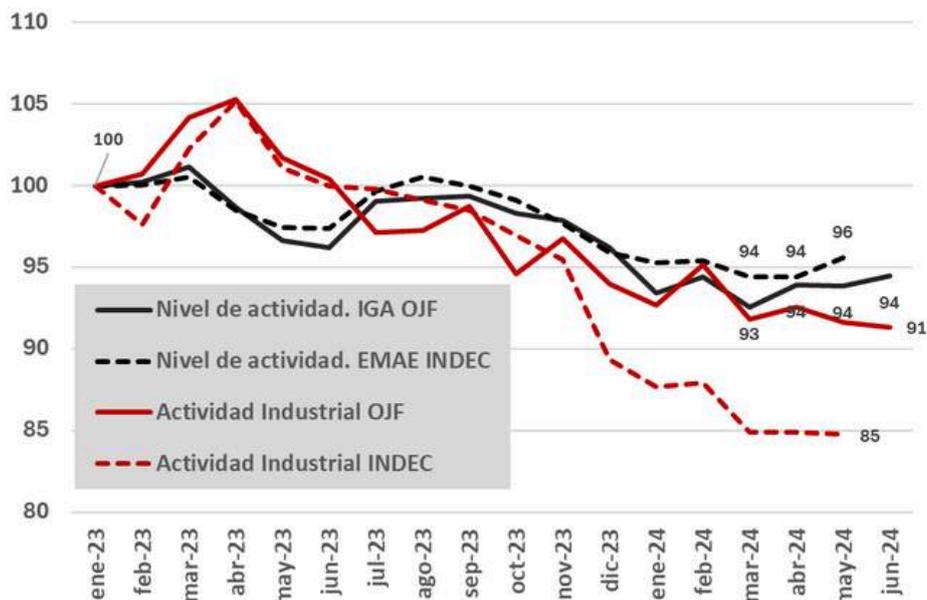
El Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE), relevado por INDEC, mostró en mayo la primera suba en lo que va del año, en su versión desestacionalizada.

En dicho mes, la actividad económica creció 1,3% respecto del mes de abril, luego de verificar registros adversos desde septiembre de 2023 (8 meses continuados de caída).

Por su parte, el indicador que releva OJF, si bien manifestó una ligera merma en mayo, apuntó un crecimiento de 0,6% en junio, también siguiendo la medición sin estacionalidad. Esto refuerza la idea de un posible rebote, aún de magnitud limitada. Se trata de un indicador algo más volátil, que había mostrado crecimiento en abril y en febrero, y una fuerte caída en marzo.

Indicadores de producción

Números índice base ene-23=100



Fuente: IERAL en base a INDEC y OJF (estimación alternativa).

Es oportuno destacar que se está verificando un contraste significativo entre sectores. Mientras el nivel general de actividad es impulsado por el repunte de la actividad agrícola, minería y energía, otros sectores aún no manifiestan señales siquiera de haber encontrado un piso en el nivel de recesión que enfrentan. Ese es, por ejemplo, el caso de la industria, que analizamos a continuación.

En el mes de junio, la actividad industrial cayó 0,4% en respecto de mayo, y acumula 10% de caída respecto de junio de 2023, según el indicador de OJF. Según la medición oficial de INDEC, con datos hasta mayo, la industria cayó 0,2% en mayo, y acumula una merma interanual cercana a 15%. En el mismo sentido, las importaciones sumaron otro mes de merma en junio (cayeron 2% en forma desestacionalizada), y ya suman siete meses de caída, lo cual en parte se explica por las limitaciones para acceder al mercado de cambios, pero también por el magro nivel de actividad (que normalmente

gatilla importaciones de insumos y bienes de capital).

El logro alcanzado por el gobierno en la aprobación la Ley Bases, como también los buenos registros en materia de reducción de la inflación -que permiten algo de recomposición del poder adquisitivo-, la incipiente recuperación del crédito y en especial el repunte de algunos sectores económicos son elementos que acompañan y asientan las primeras señales de repunte. Sin embargo, su continuidad en el tiempo y la posibilidad que sean el inicio de un camino hacia el crecimiento sostenido, vendrán de la mano de la reglamentación y efectiva puesta en funcionamiento de las reformas aprobadas, como también de las enunciadas en el Pacto de Mayo. Asimismo, la heterogeneidad en el desempeño, como se analiza en la sección regional, podría acentuarse por los cambios estructurales que enfrenta la economía a medida que avanza el programa económico de gobierno.

INDICADORES DE ACTIVIDAD

Variación respecto al mismo mes del año anterior (%)			Variación respecto al mes anterior desestacionalizado (%)			
Abril	Mayo	Junio		Abril	Mayo	Junio
-1,5	-2,5	-3	ACTIVIDAD GENERAL	1,5	-0,1	0,6
69,8	103,3		AGROINDUSTRIA	3,4	2,2	
-8,6	-9,5	-11,2	MANUFACTURAS	0,7	-1	-0,4
-33,2	-29,8	-32	CONSTRUCCIÓN	6,4	3,2	9,7
-7,3	-7,3	-21,9	COMERCIO	1,6	6,6	1,2

Fuente : IGA-OJF, EMAE - Agro, IPI - OJF, Índice Construya y Ventas Minoristas CAME.

Costo Laboral en Argentina ¿Una traba para la competitividad?



Por **Laura Caullo**

La competitividad de un país es un factor determinante para su desarrollo económico, capacidad para atraer inversiones y generar empleo. En este contexto, el costo laboral emerge como un elemento clave que pueden influir significativamente en la competitividad de una economía.

El costo laboral no sólo incluye los salarios directos pagados a los trabajadores, sino también una serie de cargas sociales y fiscales que incrementan el costo total para los empleadores. Este componente se vuelve especialmente relevante en un entorno donde la inflación y la volatilidad económica son características recurrentes, impactando tanto a empresas locales como a inversores extranjeros.

Más caros y menos competitivos que Brasil

Al analizar comparativamente los costos laborales de Argentina en relación a Brasil, medidos en dólares, se observa una dinámica compleja que ha persistido a lo largo del tiempo. Desde 1997 hasta la actualidad, la brecha entre los costos laborales industriales formales de ambos países ha fluctuado significativamente, pero con una tendencia clara: Argentina ha mantenido costos consistentemente más altos. La brecha promedio durante el período se sitúa alrededor del 100%, lo que significa que, en promedio, por cada \$1.000 de costo laboral en Brasil, Argentina ha enfrentado \$2.000. Esta diferencia ha moldeado la dinámica competitiva de la región.

Cuando la brecha es positiva, significa que los costos laborales de Argentina son mayores que los de Brasil. En noviembre de 2001, en vísperas de una de las crisis económicas más profundas de Argentina, la brecha alcanzó un pico alarmante, el costo laboral de Argentina era 3,7 veces mayor al de Brasil,

evidenciando una severa pérdida de competitividad. El punto más álgido de esta disparidad se observó en septiembre de 2015, cuando la brecha se disparó a casi el cuádruple. En ese momento, un costo laboral de 1.000 pesos en Brasil equivalía a 3.900 pesos en Argentina, marcando cumbre en desventaja competitiva.

En lo que va del año, se observa un incremento en la brecha debido a que los países están experimentando movimientos opuestos en el valor de sus monedas. Mientras Brasil devaluó el real, el peso argentino ha experimentado una apreciación en los últimos meses. El panorama más reciente, con datos de julio de 2024, muestra una brecha de 2,6. Aunque todavía significativa, esta cifra indica que, por cada 1.000 pesos de costo laboral en Brasil, Argentina ahora enfrenta 2.610 pesos. La persistencia de costos laborales sugiere desafíos estructurales que van más allá de fluctuaciones coyunturales.

Comparación de la brecha salarial en dólares entre Argentina y Brasil en el sector industrial formal (1997-2024)



Fuente: IERAL en base a base de Observatorio de dinámica empresarial, BCRA e IBGE.

Lecciones de la Reforma Laboral en Brasil

El último informe técnico del FMI sobre Brasil señala que, en 2009 el 7,4% de las empresas brasileras consideraban las regulaciones laborales como su mayor obstáculo, casi el doble del promedio para América Latina. En respuesta, Brasil implementó una reforma laboral en 2017, enfocada en:

- Reducción de litigios laborales
- Aumento de la flexibilidad en contratos de trabajo

·Mayor flexibilidad en la fijación de salarios
Los resultados han sido notables. Estudios recientes, como el de Corbi et al. (2022), indican que la reforma tuvo efectos positivos significativos en el empleo y la producción agregada, mejorando la productividad de las empresas al reducir los incentivos para litigar y los costos esperados de los juicios.



Implicancias para Argentina

La persistencia de la brecha con Brasil subraya la urgencia de que Argentina implemente reformas laborales más profundas. La reciente Ley de Bases, aunque es un paso en la dirección correcta, resulta insuficiente para abordar los desafíos estructurales que enfrenta el mercado laboral. Argentina necesita considerar una reforma laboral integral que reduzca los litigios, aumente la flexibilidad en los contratos de trabajo, permita una mayor flexibilidad en la fijación de salarios y simplifique las regulaciones para reducir costos administrativos. Estas reformas no solo mejorarían la competitividad de las empresas, sino que también podrían conducir a mejores oportunidades laborales y a un crecimiento

económico más sostenible, como se ha observado en la experiencia brasilera.

Sin embargo, a mediano plazo, el desafío de elevar la competitividad consiste en profundizar las reformas que dinamicen el crecimiento de la productividad del trabajo. Esto debe ir acompañado de una agenda de reformas integrales que incluya la mejora de la calidad institucional, la inversión en infraestructura y la reducción de los costos laborales no salariales. Para Argentina, cerrar la brecha de competitividad con Brasil no es sólo una cuestión de ajuste salarial o cambiario, sino de una transformación más profunda en su mercado laboral.

Fase 2 y el nuevo Marco Monetario



Por **Gustavo Reyes**

Como se describiera el mes pasado, desde fines de mayo, la dinámica de la política monetaria cambió respecto de los meses anteriores[1]. La necesidad auto-impuesta de las autoridades económicas de eliminar los pasivos remunerados llevó a que el BCRA amortizara parte de ellos generando un significativo aumento de la emisión monetaria por crédito interno[2]. Esto produjo un nuevo excedente de pesos que frenó la acumulación de reservas por parte de la entidad monetaria y generó presiones en el mercado libre de cambios.

Ante la mayor brecha cambiaria, el BCRA anunció un nuevo marco monetario como parte de la fase 2 del Plan Económico. Entre las diferentes medidas pueden desatacarse dos como las principales: la posibilidad de esterilizar los pesos emitidos por la compra de reservas internacionales desde el 30 de abril de este año y el establecimiento de un techo a la expansión monetaria en términos de la denominada Base Monetaria Amplia (Base Monetaria más Letras fiscales de Liquidez – abreviadas como “LEFI” que son Letras del Tesoro que reemplazaron los Pases del BCRA).

Respecto de la primer medida, si bien el BCRA ya había decidido cerrar las canillas existentes de emisión de pesos por crédito interno (por financiamiento al Tesoro y por intereses/amortización de pasivos remunerados), ahora la autoridad monetaria promete esterilizar discrecionalmente la compra de reservas, volcando las mismas en el mercado libre de cambios.

De esta forma, espera reducir el excedente de pesos y abastecer la oferta de divisas en el mercado libre de cambios buscando una menor brecha cambiaria.

Cuando el Banco Central compra reservas para cerrar la diferencia entre la demanda de base monetaria y la variación del crédito interno, su accionar no genera ningún tipo de presiones en el mercado cambiario ni tampoco inflacionarias. Un claro ejemplo fue la Convertibilidad. Bajo ese régimen, el BCRA tenía prohibido emitir pesos por crédito interno y solamente podía hacerlo para comprar reservas. Entre 1991 y 1997, para que el tipo de cambio no bajara, la autoridad monetaria tuvo que emitir pesos comprando más de USD 30 mil millones de reservas y compensar de esta forma el aumento de la demanda de base monetaria.

[1] Ver “Reservas del BCRA y Brecha Cambiaria”, *Novedades Económicas*, julio 2024, Nro. 1106, Año 46, https://www.ieral.org/images_db/noticias_archivos/4789-Revista%20Novedades%20Económicas%20Julio.pdf

[2] Emisión de \$ por motivos fiscales, pago de intereses y/o amortización de pasivos remunerados, etc.

Variación reservas y emisión de \$ por crédito interno

(Financ. Tesoro - intereses/ amort. pas. rem. - Otros)

(* Datos hasta el 23 de julio)



Fuente: IERAL en base a BCRA.

En un régimen donde los exportadores no están obligados a liquidar sus exportaciones al BCRA, cuando deciden vender sus divisas a la entidad monetaria, es un síntoma de una mayor demanda de pesos. Por este motivo, la emisión de pesos en la Convertibilidad no generó presiones en el mercado cambiario ni tampoco en la inflación.

Bajo el esquema actual, como los exportadores tienen la obligación de liquidar sus exportaciones al BCRA, la emisión de base monetaria para comprar estas divisas no necesariamente está respaldada por una mayor demanda de base monetaria. Cuando esto no sucede, se genera un excedente de pesos. En este caso, como los exportadores reciben pesos que no desean, tarde o temprano venden estos pesos y se generan presiones en el mercado libre de cambios y/o en la inflación.

El aumento de la brecha cambiaria y la dinámica de las reservas del BCRA en los últimos meses son un claro ejemplo del exceso actual de pesos. A revertir tanto este sobrante como la magnitud de la brecha es lo que apunta la medida del BCRA de esterilizar discrecionalmente las compras de reservas realizadas desde el 30 de abril en adelante.

Respecto al límite establecido para la emisión de pesos, las cifras actuales son las siguientes: al 22 de julio de 2024, la Base Monetaria asciende a \$ 21,5 billones mientras que la Base Monetaria Amplia es de \$ 32,7 billones. Como el techo fijado es el valor que tenía esta última al 30 de abril del 2024 (\$ 47,7 billones), la autoridad monetaria cuenta con un margen importante para alcanzar dicho límite.

De acuerdo a lo expresado por las autoridades económicas y dado el prometido cierre de las "canillas" de emisión monetarias (por motivos fiscales, pasivos remunerados y por compra de reservas); el aumento de la base monetaria se va a producir cuando crezca la demanda de créditos. Para satisfacer la misma, las entidades financieras podrán llevar las "Lefi" al BCRA, cambiarlas por pesos, y satisfacer la mayor demanda de préstamos.

Teniendo en cuenta que la mayor demanda de créditos no necesariamente significa un incremento en la demanda de base monetaria; dicha emisión puede terminar generando presiones cambiarias e inflacionarias en caso que la misma no esté respaldada por un aumento en la demanda de pesos. Por otro lado, aun cuando la totalidad de la emisión monetaria destinada a satisfacer la demanda de crédito se encuentre respaldada por una mayor demanda de pesos, el BCRA no podría aprovechar esta mayor monetización de la economía para incrementar sus reservas. En este caso, la única forma que tendría la autoridad monetaria de aumentar su stock de divisas, es que el Tesoro cancele deuda con la entidad monetaria mediante el superávit fiscal y que estos pesos, se utilicen para comprar reservas.

En conclusión, la nueva estrategia monetaria puede acelerar el proceso de desinflación que tiene la economía. Al volcar parte de las reservas compradas al mercado cambiario libre, esto afecta negativamente las cotizaciones de dólar en estos mercados y reduce la dinámica de los precios internos de los bienes exportables (a través del "blend") e importables (parte de las importaciones son pagadas con el dólar libre).

Sin embargo, la nueva regla monetaria también genera efectos adversos ya que reduce la "acumulación" de reservas del BCRA en un contexto donde la autoridad monetaria aún posee reservas netas negativas.

Evaluando "costos y beneficios", el nuevo esquema monetario destinado a acelerar el proceso desinflacionario claramente reduce la acumulación de reservas del BCRA. Dependiendo de las magnitudes y de cómo el mercado termine evaluando estas ventajas y desventajas; la confianza en la economía y el riesgo país pueden mejorar o resentirse y terminar acelerando o reduciendo la velocidad de recuperación de la economía durante el segundo semestre de este año.

EEUU: más certezas con la tasa de corto que con la de largo plazo



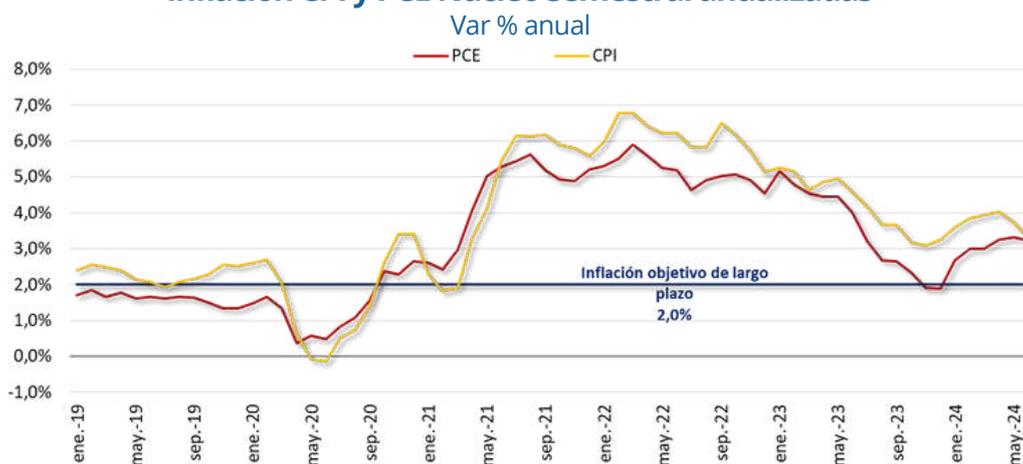
Por **Maximiliano Gutiérrez**

La inflación general de junio en EEUU se ubicó en -0,1% y la núcleo en +0,1% mensual. De este modo, ya son tres meses consecutivos sorprendiendo por la positiva, con datos por debajo de la mediana de las proyecciones de los economistas. La variación mensual de la inflación general en terreno negativo se debió al componente energético que, por segundo mes consecutivo, cayó 2 % mensual y más que compensó las subas en alimentos y en servicios. En las últimas minutas del “Federal Open Market Committee” (FOMC) sus miembros comunicaron que veían un mejor balance de riesgos entre los mandatos de pleno empleo y el de estabilidad en los precios.

En otras palabras, al momento de tomar una decisión sobre la evolución de la tasa de interés de referencia, hoy ponderan casi por igual los datos de empleo e inflación. De esta manera, a la desaceleración de la inflación que se viene dando, tal como se observa en el gráfico de más abajo, se suma que el mercado laboral parece estar debilitándose, tras 3 meses consecutivos de suba en la tasa de desempleo en 10 puntos básicos por mes, para ubicarse en el 4,1 % (cuando en marzo último se hallaba en el 3,8 %).

De esta forma, el mercado descuenta casi con seguridad que en la reunión de septiembre del FOMC comenzará un nuevo ciclo de baja de tasas. Es más, hasta fin de año se está descontando dos bajadas de la tasa de referencia (“Federal funds rate”).

Inflación CPI y PCE Núcleo semestral anualizadas



Nota: Personal Consumption Expenditures Price Index (PCE) refleja el índice del gasto en consumo personal y Costumer Price Index (CPI) constituye el índice de precios al consumidor.

Fuente: IERAL en base a FED Saint Louis, BLS y BEA.

Evolución del Nasdaq 100

En la última semana de julio, el índice Nasdaq 100 (donde tiene mayor ponderación las compañías tecnológicas) sufrió la peor baja diaria en casi 2 años (-3,7%) y volvió a ubicarse en los mismos precios de inicio de junio. Es así que, hacia fines de julio, pasó a ubicarse un 8% por debajo del máximo que exhibió a mediados del mes.

Este movimiento vino dado por una serie de factores.

Primero, tras las recientes publicaciones de los datos de inflación y empleo, los inversores comenzaron a ver más claro un primer recorte de los tipos de interés en septiembre, lo cual los animó a apostar por las "small caps", en detrimento de la tecnología. El segundo factor estuvo asociado a los balances de las compañías, después de que Tesla y Alphabet, matriz de Google, decepcionaran con sus informes del resultado de ganancias del segundo trimestre.

Evolución Nasdaq 100



Fuente: IERAL en base a Investing.

¿Quién será el sustituto en el Partido Demócrata?

A sólo cuatro meses de las elecciones presidenciales en Estados Unidos, el Partido Demócrata tendrá que encontrar a un sustituto del presidente Joe Biden luego de que el mandatario anunciara que abandonaba la contienda electoral frente al republicano Donald Trump, tras resistirse durante semanas a las crecientes peticiones de que lo hiciera.

La actual vicepresidenta Kamala Harris, a quien Biden apoyó explícitamente en su anuncio y con el correr de las horas se le fue sumando también el respaldo por parte de los Clinton, Alexandria Ocasio-Cortez, Nancy Pelosi, Gavin Newsom, Pete Buttigieg y Barack Obama, parte como favorita para ser la candidata del partido azul en la carrera por la Casa Blanca, una nominación que está previsto que

se oficialice en la Convención Nacional Demócrata de Chicago en agosto.

¿En qué pueden influir las elecciones a fin de año en EEUU? Sin quitarle peso a la importancia del devenir de la economía de EEUU y el impacto que puede tener sus decisiones de política económica en el ciclo económico mundial, en el corto plazo puede tener una influencia adicional en nuestro país ya que, aunque no hay nada concreto, se puede sospechar que el Gobierno está esperando las elecciones de Estados Unidos, confiando en que un eventual gobierno de Trump podría ejercer influencia sobre el Fondo Monetario para una negociación distinta que desemboque en un nuevo acuerdo con plata fresca más abundante y normas menos estrictas, pero noviembre está lejos.



Trump o Harris ¿quién ganará en noviembre?

El principal interrogante sobre la candidatura de Kamala Harris se ha centrado en su viabilidad electoral y sus chances de vencer a Donald Trump. Si bien no existe una respuesta clara aún, los primeros sondeos muestran a Harris más competitiva que Biden, al ubicarse tan solo 2 puntos por debajo de Trump (46% a 48%), incluso con mejor imagen en estados claves.

Actualmente, el Congreso en Estados Unidos está dividido. Los republicanos tienen mayoría en la Cámara de Representantes y los demócratas en el Senado. Si bien queda camino por recorrer para las elecciones de noviembre, se debe recalcar que el escenario más crítico para los mercados sería aquel en el cual el Ejecutivo y el Congreso queden en manos de un solo partido, sin importar si son demócratas o republicanos, dado que la situación fiscal y de deuda actuales comienzan a sumar voces de preocupación (se proyecta que el déficit fiscal

para este año se ubique en torno al 7,0 % del PIB, mientras que la deuda pública es cercana al 125% del PIB). Además, un Congreso unificado bajo un presidente del mismo color presumiblemente implicaría un riesgo al alza para las tasas de largo plazo ante las expectativas de un creciente déficit (y por ende un incremento del volumen de deuda pública), dado que el mercado exigirá un mayor premio ante el mayor riesgo que asume al financiar al Tesoro. En contrapartida, un escenario político que mantenga controles cruzados es clave para frenar eventuales desbordes fiscales, lo que puede traer como corolario que la tasa de largo acompañe suavemente el descenso de la tasa de corto. Aunque, mirando desde el lente de nuestro país, la existencia de un congreso dividido, aun cuando Trump pudiera llegar a la presidencia, no generaría condiciones que permitan facilitar algún apoyo a Argentina.

Commodities ¿cómo vienen?

Desde mediados de 2023 Argentina se viene encontrando con viento de frente, con clara tendencia a la baja del precio de los principales commodities agrícolas, situación que se ha acentuado en este 2024. Hacia fines de julio, las cotizaciones internacionales por granos gruesos han llegado a operar, ajustados por la inflación en dólares, en torno a niveles mínimos en cuatro años. En lo que va del año, el maíz y la soja han sufrido una caída acumulada del 19,5% y 22,5%, pero tan solo en los últimos 2 meses han caído 13% y casi 15%, respectivamente. Incluso, la soja pasó a ubicarse por debajo de los USD 380 por tonelada, situación que no se daba desde mediados de junio de 2020.

Este reordenamiento de precios relativos responde a la abundante oferta sudamericana y las excelentes condiciones que mantienen los cultivos implantados en Estados Unidos. El informe mensual de julio del Departamento de Agricultura de los Estados Unidos (USDA) comunicó revisiones al alza

para la producción de maíz respecto al mes de junio para la cosecha global 2024/25, sobre todo con un aumento de las expectativas en torno a la producción norteamericana.

En relación a la soja, si bien las proyecciones mostraron un ligero recorte frente al informe de junio pasado, la producción mundial sería la más holgada de la historia.

Un factor adicional que presiona a la baja los precios de los granos viene dado por la existencia en Chicago de contratos futuros con la posición netamente vendida más importante de la historia, tanto en maíz como en soja. Sin embargo, una posición tan vendida podría revertirse rápidamente frente a cualquier estrés de oferta significativo, como sucedió a fines de abril y principios de mayo y presionar, eventualmente, al alza las cotizaciones. Esta observación no es menor teniendo en cuenta que en Norteamérica el desarrollo de los cultivos se encuentra en pleno período crítico.

Evolución precio de commodities agrícolas en USD constantes en Chicago



Fuente: IERAL en base a ROFEX y BLS.

¿Y si el plan saliera bien?

Una visión sectorial y regional

Por **Jorge Day**

Si le pregunto qué espera para la economía argentina para los próximos diez años, una respuesta típica sería “más de lo mismo”, pronosticando un fracaso de la actual política económica, y volviendo en el futuro a una situación de inestabilidad económica, tanto en precios y dólar como en actividad económica.

Sin embargo, puede haber otra respuesta diferente, esperando que la actual política económica, con sus vaivenes, tendrá éxito y lograra bajar la inflación a un mínimo, entrando en un periodo de estabilidad y con mayor actividad privada.

Si así fuese, estaríamos frente a un nuevo contexto económico, y es probable que haya sectores mejor posicionados que otros.



Posible contexto

Si el plan tuviese éxito, la inflación bajaría, confiando llegar a un dígito anual en el futuro. Eso implicaría menor demanda especulativa de dólares, y quizá mayor oferta de esa divisa si llegan a entrar capitales. Lo cual implicaría un dólar más barato, o de otra manera, costos argentinos más altos en dicha moneda.

Por otra parte, siendo más estable, el riesgo país podría disminuir, y los bancos podrían destinar más fondos a otorgar créditos al sector privado.

Y se agregan tres puntos adicionales: una posible apertura de la economía, la desregulación

(reduciendo los costos al sector privado) y el RIGI, que favorece a muy grandes inversiones.

Una pregunta es si será cómo en los 90s. Para analizar los sectores, tomaremos ese período como referencia, pero es necesario aclarar que, en los últimos años, ha habido cambios relevantes en el mundo, entre los cuales se puede mencionar un mundo más proteccionista (pelea entre EEUU y China), más tecnológico (con IA y un mercado laboral más flexible), y en transición energética (más verde, con futura menor demanda petrolera, un punto no menor para nuestro país).

Sectores posiblemente favorecidos

En materia de costos, serían aquellos que son más intensivos en capital. El dólar barato se traduce en costos laborales más altos. Además, se agregaría la posibilidad de importar equipos y tecnología, todo ello con mayor financiamiento.

En este caso, se beneficiarían más los sectores energéticos (además con recuperación en sus tarifas), financiero (más depósitos ante la baja de inflación), petroleros y mineros. Todos estos rubros tuvieron un buen desempeño durante los 90s.

En ventas, el dólar más bajo implicaría salarios más altos, y así favorecería a los servicios “no importables”, entre los cuales estarían la educación y salud privada, y también los servicios de profesionales. También se vería favorecida la construcción privada, que también contaría con mayor financiamiento. Durante los 90s, dados los mayores depósitos, crecieron notoriamente los créditos, y la cuarta parte de esos eran hipotecarios.

Sectores posiblemente más complicados

Debieran ser aquellos “atados al dólar”. En ventas, estarían los sustitutos de importación, porque tendrían mayores costos argentinos, y competirían con productos importados. Una buena parte de la industria estaría más complicada, y en especial, aquella que no es de base agropecuaria, al no contar con la ventaja de la materia prima local. En los 90s, entre las provincias que menos crecieron fueron Buenos Aires y Santa Fe, que son las más concentran ese tipo de industrias.

En costos, complicaría más a los sectores más intensivos en mano de obra, al elevarse el costo laboral. Pensando en el agro, se vería más afectado el agro menos mecanizado, como el de las frutas (por ej. Alto Valle y las vitivinícolas). En otros lugares del mundo, parte de esos sectores han realizado un proceso de mecanización.

También representará un desafío para los sectores exportadores. Llamativamente, los datos muestran que las exportaciones durante la primera parte de los

los 90s crecieron a un ritmo similar a la primera mitad de los 2000s, y en especial en cantidad.

Eso se explicó por una economía mal organizada en los 80s (que había terminado en una hiper).

Dentro de los exportadores, están los mineros y petroleros. Durante los 90s tuvieron una importante expansión, porque debe haber jugado en mayor medida el ser un sector intensivo en capital, con mayores inversiones. Eso podría repetirse en un futuro, y más con el peso del RIGI, que los favorece más. Las provincias petroleras (especialmente, Neuquén) y las mineras (en el NOA) estarían más favorecidas.

Por último, el turismo es otro sector que se vería afectado.

No ocurrió tanto así en los 90s, porque Brasil también era cara y, por tanto, se llegaban turistas de ese país. Pero cuando devaluaron en 1999, se redujo sustancialmente el turismo receptivo en Argentina.

¿Cómo prepararnos?

Previamente, sobre la velocidad de los cambios. En comparación a la Convertibilidad, posiblemente con el actual plan los cambios serán más lentos. La inflación viene disminuyendo, pero lo hace a un ritmo más lento a lo observado en los 90s. El dólar oficial se ha rezagado con respecto a la inflación, pero no tanto como en aquella época. Y en actividad económica, creció a fuerte ritmo en la primera parte de los 90s, mientras que, en la actualidad, luego de la abrupta caída en la primera parte del año, la recuperación sería mucho más lenta.

Por ende, si hay posibilidades de éxito para este plan, todavía hay tiempo para prepararse para los nuevos tiempos, y conviene apurarse.

Desde una perspectiva privada, hay un desafío de cómo enfrentar esa situación de mayores costos argentinos, pero con mayor financiamiento. Habrá que pensar en estrategias para ser más productivos (por ej., siendo más eficiente, incorporando tecnología y capital) y reducir costos “no salariales”. En este punto, juega un rol muy importante los gobiernos en todos los niveles. Claramente, hay que hallar maneras de bajar los impuestos (lo cual requerirá previamente disminuir el gasto público) y disminuir los costos generados por trámites y regulaciones. En ese sentido, estaría planteada la política desregulatoria.

Córdoba

Fundación Mediterránea

Ituzaingó 1368 - CP 5000

0351-463-0000/4603412

info@fundmediterranea.org.ar

IERAL

Juan del Campillo 394

CP 5001

0351-4726523/5

ieralcordoba@ieral.org

Cuyo

Sarmiento 165 - Of. 21

CP 5500- Mendoza

0261-4380287/4296238

mendoza@fundmediterranea.org.ar

cuyo@ieral.org

Comahue

comahue@fundmediterranea.org.ar

comahue@ieral.org

Buenos Aires

Viamonte 610-P.5-CP 1001

CABA 011-43930375/0710

info@fundmediterranea.org.ar

info@ieral.org

NEA

Sarmiento 2138 - P.1 - CP 3000

Posada Misiones

0376-4426119 / 4430415

nea@fundmediterranea.org.ar

nea@ieral.org

NOA

noa@fundmediterranea.org.ar

noa@ieral.org

Litoral

litoral@fundmediterranea.org.ar

litoral@ieral.org

