

# INFORME SEMANAL

ECONVIEWS  
ECONOMÍA Y FINANZAS

22 de Marzo de 2024



El **mercado** la ve

Pág. 2



Luces y sombras del  
**programa fiscal**

Pág. 5



Lo bueno del **ajuste**:  
arrancó con  
**desempleo muy bajo**

Pág. 8

(+54 11) 5252-1035  
La Pampa 1534  
Buenos Aires  
[www.econviews.com](http://www.econviews.com)  
Twitter: @econviews

**Miguel A. Kiguel**  
Director  
[mkiguel@econviews.com](mailto:mkiguel@econviews.com)

**Andrés Borenstein**  
Economista Asociado  
[aborenstein@econviews.com](mailto:aborenstein@econviews.com)

**Alejandro Giacoia**  
Economista  
[agiacoia@econviews.com](mailto:agiacoia@econviews.com)

**Delfina Colacilli**  
Economista  
[dcolacilli@econviews.com](mailto:dcolacilli@econviews.com)

**Pamela Morales**  
Economista  
[pmorales@econviews.com](mailto:pmorales@econviews.com)

**Rafael Aguilar**  
Economista  
[raguilar@econviews.com](mailto:raguilar@econviews.com)



## **Editorial: El mercado la ve**

**Los pergaminos del equipo económico están claramente sesgados a las cuestiones financieras. Y ese es el área donde resultados más tangibles han conseguido Luis Caputo y Santiago Bausili.** Tuvieron la dosis de suerte que siempre se necesita ya que el riesgo país bajó fuertemente en todos los países de América Latina en un mundo en donde volvió el “search for yield”. Pero como dice el refrán: a la suerte hay que ayudarla. Y en este caso fue mucho más que suerte.

**Veamos algunos hechos estilizados.** El riesgo país el día anterior a la segunda vuelta estaba en 2,411 puntos básicos. El día previo a la asunción de Milei ya había bajado a 1,896 puntos básicos. Hoy cerró en 1,432 puntos. Casi mil puntos básicos en 4 meses. El mercado cree en la convicción de eliminar el déficit, en la voluntad de pago del gobierno y el equipo les da motivos. Incluso la calificadora Standard & Poor le subió la nota a la Argentina. Seguimos muy abajo, pero todo suma.

**La reciente licitación de deuda pública consiguió 3 cosas a la vez.** En primer lugar, emitió deuda a tasas negativas con lo cual licua deuda pública en términos reales y en relación al PBI. Podrían haber tomado mucha más plata, pero privilegiaron la tasa baja. Con una tasa de 5.5% los acreedores capitalizarán por debajo de la inflación por algunos meses en el mejor de los casos o incluso por toda la vida del bono. En segundo lugar, esto ayuda a limpiar el balance del Banco Central ya que parte del dinero saldrá de pasivos pasivos. Uno de los objetivos del gobierno parece ser normalizar el balance del Banco Central y poner en cabeza del Tesoro buena parte de la deuda. En tercer lugar, el gobierno va a comprar cerca de 1,000 millones de dólares con el sobrante de la licitación luego de pagar el vencimiento del próximo lunes. Esto equivale a dos tercios del vencimiento de intereses que opera en julio próximo.

**En Econviews tenemos algunas dudas sobre el futuro del esquema cambiario y monetario, pero somos más optimistas sobre la sostenibilidad de la deuda pública.** Aunque no creemos que el gobierno pueda obtener 2 puntos de superávit primario (estamos más para un balance primario), sí creemos que el riesgo país va a seguir bajando. En nuestro escenario base la deuda sigue subiendo y cierra con un riesgo país de alrededor de 800 puntos. Esto dejaría a la Argentina a la vera de tener acceso al mercado, lo que permitiría renovar la deuda del 2025 y desestresar al Banco Central.

**En cuanto a las reservas, es claro que la evolución dependerá en parte de la trayectoria del tipo de cambio real.** Pero en nuestro escenario las reservas pasarían a positivas en mayo. De todas maneras, en un escenario en donde los depósitos en dólares crecen fuerte, las empresas se empiezan a animar a tomar préstamos en dólares, la cuenta finita de cuantas reservas netas hay empieza a ser menos importante que en las épocas (hace 4 meses) en que se complicaba pagar la importación de cosas básicas. Si quisiéramos hacer la cuenta, nuestra impresión es que si no se sigue apreciando el peso el Banco Central termina el año con unos 4,000 millones de reservas netas.

**En resumen, el mercado elige creer.** Nosotros también somos optimistas, aunque sin dejar de marcar los desafíos cambiarios, monetarios y sobre todo políticos que enfrenta el gobierno. Mientras tanto, la confianza es un activo muy importante y da toda la impresión (y la evidencia numérica) que Caputo y equipo lo han sabido capitalizar. El partido es largo, pero empezar ganando siempre ayuda.

# LA SEMANA QUE PASÓ

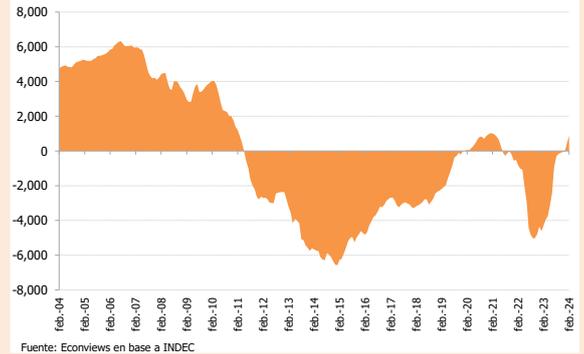
✓ En febrero, la balanza comercial tuvo un resultado positivo de 1,438 US\$ millones. **Se logró un superávit del comercio exterior energético**, en el acumulado de los últimos 12 meses. El repunte de la extracción del crudo podría llevar a un superávit sostenido.

✓ **Las exportaciones totales aumentaron un 5.6% interanual en febrero**, debido a la recuperación del agro después de la sequía. **La exportación de productos primarios subió un 18.8%**, y **las manufacturas de origen agropecuario, 8%**.

✓ **Las importaciones cayeron 18.6% interanual**, producto de la recesión. **Destaca la importación de autos por ir a contracorriente**, con un aumento del 41.3%.

## Balanza Comercial Energética

En millones de dólares, acum. 12 meses



✓ **En la licitación de ayer el Tesoro colocó AR\$ 1.32 billones**. El 41% de ese monto (AR\$ 0.55 billones) corresponde a la nueva letra capitalizable con vencimiento en enero 2025. La tasa de corte fue del 5.5% mensual.

✓ **El resto se completa con los Boncer TZX25 (AR\$ 0.51 billones) y el TG25 (AR\$ 0.27 billones)**.

✓ Estimamos que los vencimientos del mes suman AR\$ 0.55 billones, por lo que **la tasa de roll-over llega al 240%**.

## Vencimientos de marzo

En millones de AR\$

Fecha	Bono	Intereses	Capital
25-mar-24	TX24	4,044	539,248
31-mar-24	PARP	5,281	
22-mar-24	BONTE 26	1,073	170
31-mar-24	BONAR CF	277	714
30-mar-24	T2V4	676	
31-mar-24	TV25	707	
<b>Total</b>		<b>12,059</b>	<b>540,132</b>

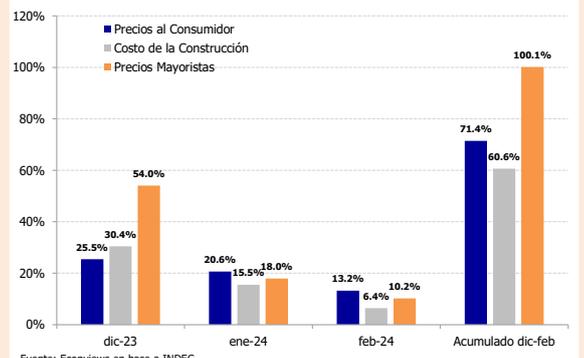
Fuente: Econviews en base a Ministerio de Economía

✓ En febrero, **el costo de la construcción subió un 6.4% mensual** (vs. 15.5% en enero). **La mano de obra se encareció un 1.9%**, y se explica por un incremento de 0.1% para mano de obra asalariada y un 11.2% para subcontratos de mano de obra.

✓ **Los precios mayoristas subieron un 10.2%** (vs. 18% en enero). Los productos nacionales se encarecieron un 11%, mientras que los importados tuvieron una variación mucho menor, de 2.7%.

✓ **El acumulado de inflación desde diciembre es de 71.4%**. El costo de la construcción corre por debajo con 60.6%, y precios mayoristas lo supera con 100.1%.

## Precios al Consumidor, mayoristas y de la construcción



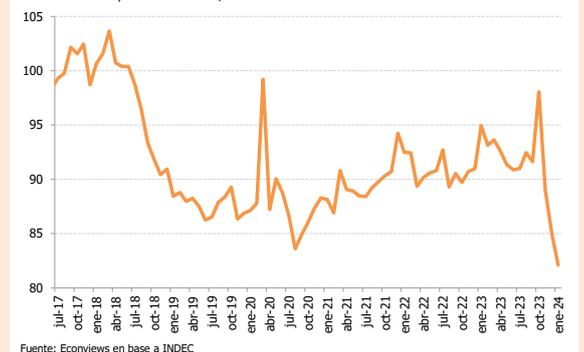
✓ En enero, **las ventas de supermercados cayeron un 3.4%** respecto a diciembre. **La variación interanual fue del -13.8%**. Con este resultado, se acumulan 3 meses consecutivos de caída.

✓ **Las ventas de mayoristas variaron -1.9%** en términos mensuales, luego del desplome en noviembre y diciembre (-10.6% y -7.3% m/m). Cayeron un 8.1% respecto a mismo mes del año anterior.

✓ **Los shoppings no se recuperaron**. Las ventas en centros de compras vienen cayendo abruptamente desde octubre. **La variación mensual fue de -10%** (vs. -10.7% en noviembre y -16% en diciembre). La variación interanual fue de -21.3%.

## Índice de ventas en supermercados

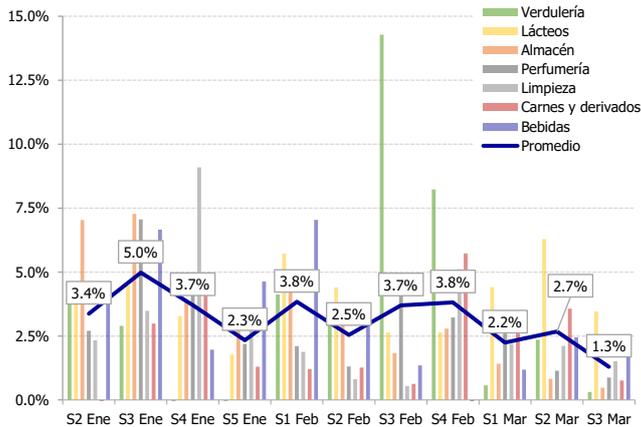
Índice de ventas a precios constantes, serie desestacionalizada



# RELEVAMIENTO DE PRECIOS

## Inflación de alta frecuencia

Variación semanal de precios en grandes supermercados de GBA



Nota: Las variaciones son de promedio de precio por semana, de viernes a jueves  
Fuente: Econviews en base a estimaciones propias

# LO QUE VIENE

✓ El **lunes 25** el INDEC publica su informe de **balanza de pagos, posición de inversión internacional y deuda externa** del cuarto trimestre de 2023.

✓ El **lunes 25** el INDEC también dará a conocer los **indicadores del sector energético** correspondientes al cuarto trimestre de 2023.

✓ El **martes 26** se publicará el **estimador mensual de actividad económica (EMAE)** del INDEC para enero de 2024.

✓ El **miércoles 27** se publicarán los indicadores de **pobreza e indigencia (EPH)** del INDEC para el segundo semestre de 2023.

✓ El **miércoles 27** el INDEC también publicará el **índice de salarios** de enero.

✓ El **miércoles 27** se dará a conocer la **dotación de personal de la administración pública** de febrero informado por el INDEC.

✓ El **miércoles 27** el BCRA publicará su **informe mensual de pagos minoristas** de febrero.

## Resumen de mercado

Variaciones semanales, mensuales y anuales

	UD	s/s	m/m	a/a	
Dólar oficial	854.8	0.5%	2.0%	316.1%	↑
Dólar MEP	1036.4	0.9%	-0.9%	169.7%	↑
Dólar CCL	1095.2	2.3%	-1.6%	176.7%	↑
Blue	1000.0	-0.5%	-6.1%	158.4%	↓
Tipo de cambio BRL/US\$	5.0	0.1%	0.8%	-4.5%	↑
Reservas BCRA (millones US\$)	28,035	-174	+688	-9,561	↓
Tasa de Política (Leliq)	80.0%	0 p.p.	-20.00 p.p.	+2.00 p.p.	=
Tasa Badlar Privada	72.3%	+0.63 p.p.	-37.31 p.p.	+0.88 p.p.	↑
Depósitos S. Priv. (billones AR\$)	41.9	0.0%	9.5%	136.7%	↑
Crédito S. Priv. (billones AR\$)	18.4	1.7%	6.9%	146.9%	↑
Merval en \$	1,227	14.8%	14.1%	445.7%	↑
Merval en USD	1,121	12.2%	15.9%	97.2%	↑
Riesgo país (EMBI)	1,432	-10.6%	-16.3%	-41.9%	↓
Soja (US\$/ton.)	438.2	-0.5%	3.9%	-17.7%	↓
Maiz (US\$/ton.)	172.9	0.6%	8.2%	-30.7%	↑
Trigo (US\$/ton.)	203.8	5.0%	-4.9%	-16.4%	↑
Petróleo Brent (US\$/barril)	85.2	-1.4%	-3.7%	12.1%	↓
Petróleo WTI (US\$/barril)	81.1	-1.0%	1.8%	14.7%	↓
GNL (US\$/MMBTU)	9.4	9.3%	6.8%	-30.4%	↑
Oro (US\$/oz.)	2,164.1	0.4%	6.9%	9.9%	↑

Nota: flecha según variación semanal

## Semáforo de actividad económica

Variaciones desestacionalizadas

		m/m	t/t	UD vs trim previo	
Producción industrial	ene.-24	-1.3%	-6.7%	-7.0%	●
Producción de autos	feb.-24	-4.7%	-12.6%	-7.2%	●
Producción de acero	feb.-24	-5.0%	-5.5%	6.5%	●
Producción de pollos	ene.-24	4.2%	-2.4%	0.4%	●
Producción láctea	feb.-24	-4.1%	-7.4%	-7.1%	●
Faena vacuna	feb.-24	-0.2%	-4.1%	2.8%	●
Escrituras CABA	ene.-24	-3.8%	-12.7%	-11.8%	●
Producción de Harina	ene.-24	1.5%	-0.8%	-3.4%	●
Producción de petróleo	ene.-24	2.3%	4.9%	4.0%	●
Producción de gas	ene.-24	-9.8%	-8.6%	-10.6%	●
Producción de cemento	feb.-24	-5.8%	-12.3%	-7.7%	●
Construcción	ene.-24	-10.2%	-11.6%	-16.6%	●
Venta de nafta	ene.-24	-0.1%	-4.8%	-5.0%	●
Patentamiento de motos	feb.-24	2.9%	-8.3%	-7.5%	●
Consumo de electricidad	feb.-24	0.8%	-3.0%	0.6%	●
Viajes en tren	feb.-24	-3.1%	-5.9%	-0.7%	●
Importaciones CIF	feb.-24	-3.6%	-13.4%	-7.4%	●
Exportaciones FOB	feb.-24	2.5%	10.7%	10.2%	●
Préstamos en \$ al s.priv. (real)	feb.-24	-1.1%	-26.1%	-16.5%	●
Recaudación IVA-DGI	feb.-24	7.2%	-10.8%	-0.7%	●
Empleo formal privado	nov.-23	-0.7%	0.3%	-0.5%	●
EIL empleo	dic.-23	-0.4%	-0.1%	-0.5%	●
Confianza del consumidor	feb.-24	1.2%	-18.1%	-12.0%	●
Confianza en el gobierno	feb.-24	-1.5%	119.7%	12.1%	●

Nota: color de semáforo según UD vs trim previo

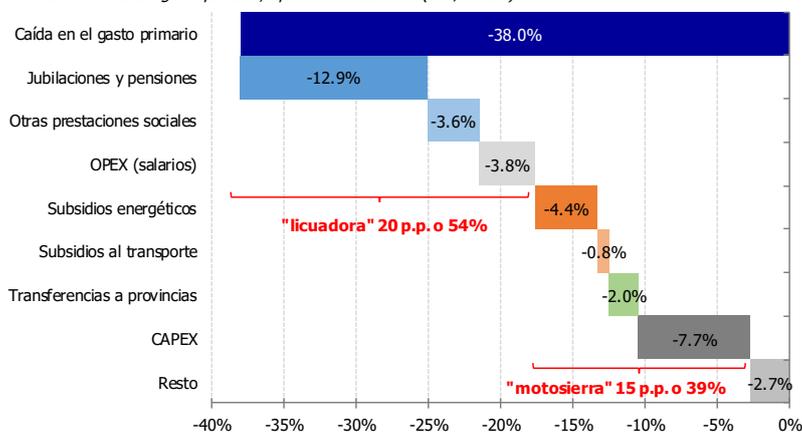
## Luces y sombras del programa fiscal

- ✓ *Febrero fue otro mes de superávit fiscal, con un excedente de 338,112 millones de pesos después del pago de intereses.*
- ✓ *El cambio propuesto en la movilidad jubilatoria congela los haberes en su nivel actual, lo que puede significar un ahorro de 1% del PBI en 2025.*
- ✓ *Levantar el cepo a mitad de año implica resignar 1.2 puntos del impuesto PAIS; a su vez la apreciación cambiaria reduce los ingresos por retenciones y derechos de importación.*

**El gobierno tuvo superávit financiero de nuevo en febrero.** 338,112 millones de pesos. Antes del pago de intereses (que incluyó US\$ 776 millones al FMI) fue un superávit primario de 1.23 billones, acumulando un saldo positivo de 0.5% del PBI en el primer bimestre. El gasto primario se contrajo 38% interanual en términos reales, mientras que los ingresos cayeron solo 5.9%, ya que la devaluación apuntala los impuestos ligados al comercio exterior. El mercado festeja las cuentas fiscales en verde, pero al mismo tiempo es consciente que los números de enero y febrero no se pueden proyectar a todo el 2024.

### Gráfico 1. Composición del ajuste en el primer bimestre

Var. real interanual del gasto primario, aporte de cada rubro (ene/feb-24)



Fuente: Econviews en base a Min. de Economía

**El ajuste viene siendo más "licuadora" que "motosierra".** El desplome real de jubilaciones y pensiones contributivas (-38%), otras prestaciones sociales (-17%) y salarios del sector público (-23%) significó 54% de la caída total del gasto primario en enero y febrero. Pasado el shock inicial, los salarios deberían recuperarse en línea con los del sector privado. En cambio, la reforma de la movilidad jubilatoria que busca el gobierno las congelaría en su nivel actual. La "motosierra" propiamente dicha explica 39% del ajuste. La reducción de subsidios económicos y transferencias a provincia es 19%. El otro 20% corresponde al gasto de capital, que está prácticamente frenado.

Nuestro escenario base es que el gobierno alcanza el equilibrio primario (no fiscal) este año mediante un recorte de 2.8 puntos en el gasto, mientras que

**Tabla 1. Programa fiscal 2024**

Cambios en ingresos y gastos como % del PBI

	2023	2024E	Variación en p.p.
<b>Ingresos</b>	<b>17.0%</b>	<b>16.9%</b>	<b>-0.1%</b>
Licitación 5G	0.2%	-	-0.2%
Derechos de exportación	0.8%	1.7%	0.9%
Impuesto PAIS	0.8%	0.8%	0.0%
Efecto recesión	-	-0.8%	-0.8%
Impuesto al combustible	0.3%	0.5%	0.2%
Ganancias (reversión reforma)	1.6%	1.4%	-0.2%
<b>Gastos</b>	<b>19.8%</b>	<b>17.0%</b>	<b>-2.8%</b>
Jubilaciones (sin bonos)	7.7%	7.3%	-0.4%
Transferencias a provincias	0.8%	0.2%	-0.6%
Subsidios económicos	2.1%	1.4%	-0.7%
CAPEX	1.6%	0.8%	-0.8%
Programas sociales	3.0%	3.0%	0.0%
OPEX	3.3%	3.0%	-0.3%
<b>Resultado primario</b>	<b>-2.7%</b>	<b>0.0%</b>	
Intereses	-3.3%	-2.0%	
<b>Resultado fiscal</b>	<b>-6.0%</b>	<b>-2.0%</b>	

Fuente: Econviews en base al MECON y proyecciones propias

los ingresos se mantienen estables. Se viene mostrando más agresivo de lo esperado con el gasto, aunque el superávit esconde que se vienen pisando pagos en varias áreas. **En el primer bimestre, la diferencia entre el gasto corriente devengado y pagado (base caja) fue de 1.3 billones de pesos**, algo que debería reflejarse en las estadísticas de deuda flotante de febrero.

Del lado de los ingresos, la pregunta clave es como reemplazar al impuesto PAIS si se levanta el cepo. La semana pasada, el gobierno difundió un nuevo borrador de la reimposición de Ganancias, un paso importante en este sentido.

**1) ¿Qué va pasar con las jubilaciones?** Con el aumento de 27% en marzo el haber medio de SIPA quedó en 222,000 pesos. En el último año, perdieron 37% en términos reales. La fórmula actual de movilidad las actualiza por un mix 50/50 de salarios formales y recaudación de ANSES (que es función de la masa salarial) con un rezago de un trimestre. No protegió a los jubilados del último fogonazo inflacionario (ninguna fórmula indexada lo hubiera hecho), pero empezará a pagar dividendos ahora que la inflación baja. Nuestras proyecciones dan aumentos de 45% en junio y 50% en septiembre.

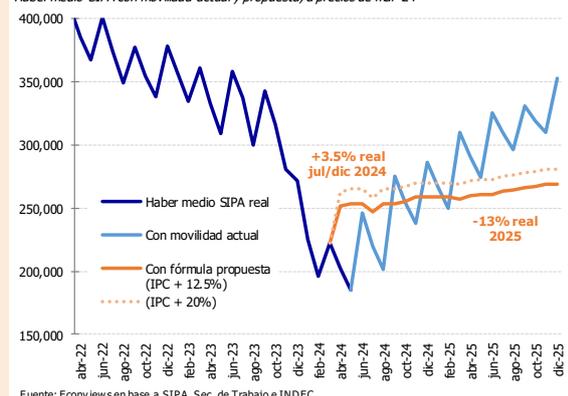
El gobierno propone reemplazar la fórmula con una indexación mensual al IPC a partir de abril, con un plus de 12.5% en el primer mes para recomponer. Este cambio mejoraría las jubilaciones en 2024, por el simple hecho de aumentarlas más seguido con una inflación que correrá al 9% promedio en lo que resta del año. La ganancia real respecto a la fórmula actual entre julio y diciembre sería de 3.5%. Pero suponiendo que la economía se estabiliza, la inflación se modera y los salarios reales crecen en 2025, **el cambio de fórmula impide que se recuperen las jubilaciones, una quita real de 13% el año que viene**. Si la recomposición inicial es de 20 y no 12.5 como quieren algunos opositores, igual perderán aproximadamente 9% real en 2025.

El gasto en jubilaciones y pensiones puede ser 7.3% del PBI este año, por lo que recortarlas un 13% en términos reales da un ahorro de 1% del PBI en 2025. El impacto total sería mayor, ya que la movilidad también afecta la AUH y otros programas sociales. El haber medio de SIPA quedaría congelado en 262,000 pesos a precios de hoy, 30% debajo del nivel de 2022. Con la movilidad actual, volverían a ese nivel a fines de 2025.

**2) ¿Cómo cierra sin impuesto PAIS?** Ampliar la base tributaria a todas las importaciones “no-esenciales” con tasa de 17.5% elevó su recaudación potencial de 0.8% del PBI en 2023 a 2% este año. Sin embargo, eliminar el PAIS es condición necesaria para levantar el cepo. Si esto ocurre en julio como pensamos, el fisco se perdería 1.2 puntos de ingresos. Una alternativa sería bajar la tasa al 5% o menos y eximir las importaciones de bienes. Así podría recaudar 0.1 puntos más, sin ser tan distorsivo para el mercado cambiario.

Es cierto que unificar, si se hace más cerca del CCL, mejora el tipo de cambio al que se pagan derechos de exportación e importación. Pero este efecto apenas equivaldría a 0.1 puntos del PBI, porque el grueso de la cosecha es antes de julio, las exportaciones ya se liquidan al dólar “blend” de 80/20 y de todas formas la brecha es pequeña.

**Gráfico 2. Jubilaciones: movilidad actual vs. propuesta**  
Haber medio SIPA con movilidad actual y propuesta, a precios de mar-24



Fuente: Econviews en base a SIPA, Sec. de Trabajo e INDEC

**Tabla 2. Distintos caminos en lo fiscal-cambiario**

Ingresos de impuestos al COMEX como % del PBI

		Unificando el TC en julio	Sin unificar
<b>Escenario base</b>	<b>Total</b>	<b>3.3%</b>	<b>4.3%</b>
	Impuesto PAIS	0.8%	2.0%
	Derechos de Expo.	1.7%	1.7%
	Derechos de Impo.	0.7%	0.6%
<b>Crawl al 2% hasta dic-24</b>	<b>Total</b>	<b>2.5%</b>	-
	Impuesto PAIS	0.8%	-
	Derechos de Expo.	1.3%	-
	Derechos de Impo.	0.5%	-

Fuente: Econviews en base a INDEC y proyecciones propias

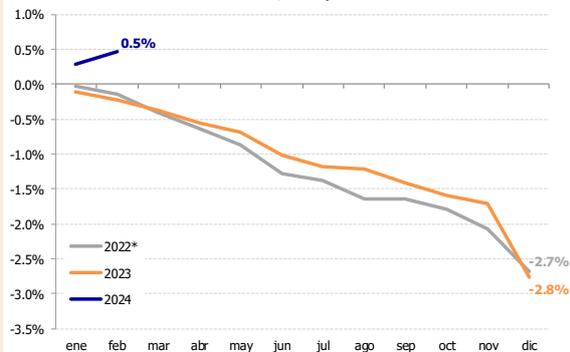
Otra decisión de política cambiaria con implicancias fiscales es cuanto mantener el crawl del 2%. Caputo no le pone fecha de vencimiento y el mercado empieza a creerle. Hoy los futuros de dólar pricean 1,330 pesos a diciembre, más cerca de los 1,020 que da proyectar linealmente 2% que de nuestro escenario base de 2,223. La apreciación cambiaria resultante implicaría perder 0.8 puntos del PBI en impuestos al comercio exterior. Aunque es un equilibrio parcial: un tipo de cambio real alto con cepo maximiza esos ingresos, pero demora la salida de la crisis y por ende afecta la recaudación por otras vías.

**3) ¿Aguenta el compromiso con el déficit cero?** Esta semana el gobierno anunció vouchers para la educación privada de 27,000 pesos, que podrían alcanzar a 2 millones de beneficiarios. El costo anualizado sería de 0.1% del PBI, que no es mucho, pero todo suma. Viene después de la decisión de postergar los aumentos en el gas y el transporte previstos para marzo.

En lo fiscal, el gobierno se la jugó a una estrategia comunicacional opuesta a la que tiene con la inflación, donde prefiere pecar de pesimista. De entrada, Caputo prometió equilibrio fiscal y superávit primario de 2% del PBI. Este anuncio –y los resultados de enero y febrero– obtuvo una respuesta muy positiva del mercado. Las condiciones financieras favorables (sobre todo el dólar estable) hacen más digeribles estos meses difíciles, lo que valida su estrategia. Además, algunas ingenierías contables permiten trasladar intereses de la deuda en pesos de 2024 a 2025 y achicar la distancia entre el resultado primario y el fiscal. Pero pasado el shock inicial, ordenar las cuentas fiscales de forma sostenible es una tarea que requiere menos licuadora y más sintonía en el Congreso.

**Gráfico 3. Resultado primario**

Acumulado como % del PBI - Gobierno Nacional, base caja



2022\* excluye rentas por colocaciones primarias

Fuente: Econviews en base a MECON e INDEC

## Lo bueno del ajuste: arrancó con desempleo muy bajo

- ✓ El desempleo fue 5.7% en el cuarto trimestre de 2023. A pesar de la recesión la tasa de desocupación no aumentó.
- ✓ El PBI cayó 1.9% en el último cuarto del año pasado. En todo 2023 la caída fue del 1.6%.
- ✓ Estimamos que en 2024 la actividad va a caer 3% a pesar de la recuperación del agro.

Sorpresivamente, en el cuarto trimestre de 2023 el desempleo se mantuvo en 5.7% (ver gráfico 1). El promedio para todo el año fue 6.13%, por debajo del 6.81% de 2022. Resulta contraintuitivo que en un contexto donde cae el nivel de actividad la desocupación no aumente. Es cierto que el mercado laboral no ajusta inmediatamente, pero de todas maneras puede estar influyendo algún otro factor como la asistencia social. Con esto nos referimos a que es probable que haya beneficiarios de algunos programas que la complementen con alguna hora de trabajo y con eso les resulte suficiente para no estar buscando empleo de manera activa. Entonces, de acuerdo con la metodología no cuentan como desempleados, pero probablemente si no existiera el plan, lo serían.

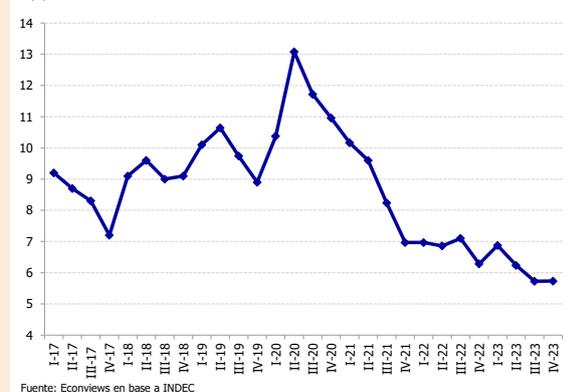
Inclusive calculando la tasa de desempleo dejando fijo el nivel de actividad del trimestre anterior, la desocupación es baja (5%). Sumada a la hipótesis que planteamos en el primer párrafo también juega a favor que los salarios están en un nivel muy bajo.

**La tasa de desempleo no es igual entre hombres y mujeres.** En el primer caso fue del 5.4%, mientras que en el segundo 6.1%. En mujeres de 14 a 29 llegó al 13.4%, algo por encima del 11.5% que fue en los hombres de ese mismo segmento etario. Para el grupo que va de 30 a 64 años también hay un sesgo hacia el sexo femenino (3.9% vs 3.3%).

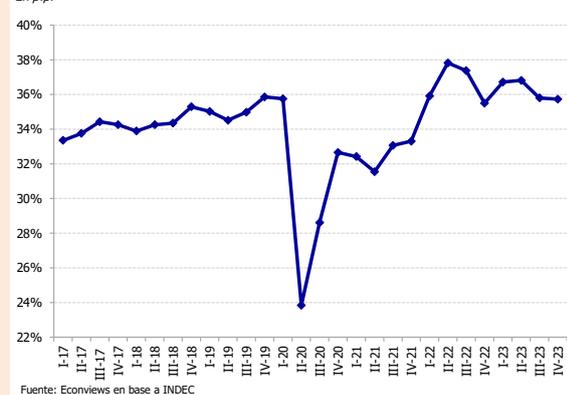
**En línea con lo que decíamos previamente, el desempleo es bajo, pero con un nivel de informalidad alto.** En el cierre del año pasado llegó al 35.7% del total de trabajadores, levemente por debajo a la de los otros trimestres del 2023 (ver gráfico 2). Sin embargo, hay sectores como la construcción donde es mucho más alta.

Más allá de esto, lo positivo es que la corrección de los desequilibrios macroeconómicos se hace sobre un nivel de desempleo históricamente bajo. El nivel actual no tiene nada que ver con el 20% que se había superado en la salida de la convertibilidad. Esto lo decimos pensando que hay una relación inversa entre el nivel de actividad y el desempleo y que estimamos que la recesión recién tocaría fondo en el segundo trimestre de este año (ver gráfico 3). **Dicho con otras palabras, sería lógico que el desempleo siga aumentando.**

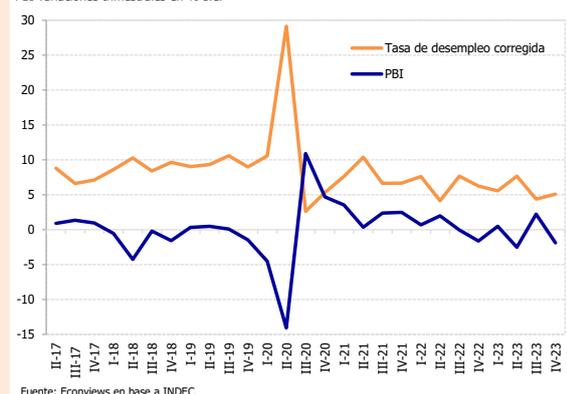
**Gráfico 1. Tasa de desocupación**  
En p.p.



**Gráfico 2. Tasa de informalidad**  
En p.p.



**Gráfico 3. Crecimiento económico y desempleo**  
PBI variaciones trimestrales en % s.e.

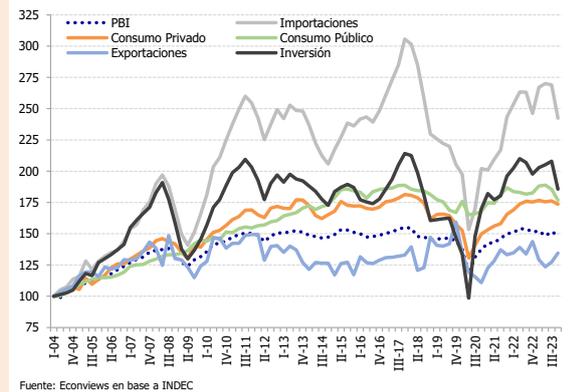


En el cuarto trimestre del año pasado el PBI cayó 1.9% con respecto al trimestre previo, es decir una velocidad de casi 8%. Dentro de los componentes de la demanda agregada la inversión fue lo que más cayó (-10.8% t/t), seguida por el gasto público (-4.7%) y el consumo privado (-1.5%). Las exportaciones fueron el único rubro que creció (5.7%), mayormente por el rebote post sequía y la segunda mitad de diciembre con el cambio de precios relativos. De todos modos, cuando miramos la historia completa, las exportaciones son el sector que más relegado desde 2004 (ver gráfico 4). En este periodo el PBI subió un 48.7%, pero las exportaciones solo un 34.5%. El consumo privado tuvo un incremento acumulado del 73.5%, algo menor al gasto público (76.8%) y la inversión (85.6%).

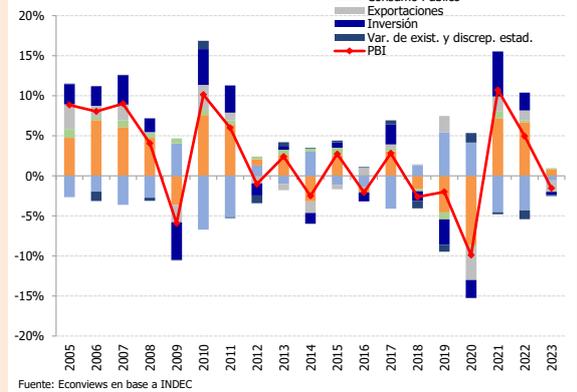
Con estos datos se confirmó la caída del 1.6% para el PBI anual, que ya se podía anticipar con el EMAE. El consumo privado, que es el componente con mayor peso, resistió a la licuación del salario real y creció 1.1% en el año. Las exportaciones y la inversión se contrajeron 6.7% y 1.9% respectivamente. Por el lado de la oferta, el sector que mayor incidencia tuvo en la contracción del PBI fue el de agricultura y ganadería. El podio lo completa la industria y la intermediación financiera (ver gráfico 6).

De cara a los próximos meses, esperamos que la actividad siga débil en el primer semestre y recién pueda recuperar a partir de mediados de año. Para todo 2024 proyectamos una caída del PBI del 3%, aunque con mucha heterogeneidad al interior. Así como el año pasado la sequía jugó en contra, este año el agro será un sector que traccione al alza. De hecho, en el PBI sin agro la contracción puede superar el 6%. Al campo pueden sumarse sectores ligados a la energía como petróleo y gas. La minería también debería tener un buen año. El problema es que estos rubros tienen poco peso en el empleo, por lo que su mejora no va a ser tan notoria en la calle.

**Gráfico 4. Las exportaciones corren de atrás**  
Base 100 = 1er Trim 2004 - Sin estacionalidad



**Gráfico 5. Producto Bruto Interno**  
Incidencias por categoría en la variación anual



**Gráfico 6. PBI por sectores**  
Incidencias en la variación anual

