

# INFORME SEMANAL

ECONVIEWS  
ECONOMÍA Y FINANZAS

19 de Julio de 2024



Las **canillas** y la llave  
de paso

Pág. 2



Al fin **una buena en  
medio de tantas  
pálidas**

Pág. 5



Milei lo hizo: medio  
año de **superávit  
fiscal**

Pág. 9

(+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)

**Rafael Aguilar**  
Economista

[raguilar@econviews.com](mailto:raguilar@econviews.com)

**Pamela Morales**  
Economista

[pmorales@econviews.com](mailto:pmorales@econviews.com)

**Leila García**  
Analista

[lgarcia@econviews.com](mailto:lgarcia@econviews.com)



## **Editorial: Las canillas y la llave de paso**

**El gobierno está embarcado en cerrar las canillas de la emisión.** La del financiamiento al gobierno no registra ningún tipo de oposición, todo lo contrario. Desde el FMI y toda la comunidad de economistas y empresarios celebran que el gobierno tenga superávit y esa canilla esté no sólo cerrada sino prácticamente clausurada.

**La segunda canilla que se cierra es la de los intereses de las Lefis y Pases.** Para muchos, incluyéndonos, esto no era una prioridad, pero la verdad es que tampoco está mal pasarle la pelota al Tesoro. Hay que tener claro que el Banco Central (usando los depósitos del Tesoro) podrá ser expansivo cuando aumente la demanda de dinero, es decir cuando el sector bancario no quiera tener las nuevas Lefis porque prefiere darle otros usos al dinero, como prestarle sus clientes.

**La tercera canilla es la de los puts, es decir las opciones de venta de bonos que tenían las entidades financieras contra el Banco Central.** El 78% de los puts se cancelaron, es decir que queda potencialmente un hilito de agua. Tampoco nos preocupaba tanto porque con cepo el ejercicio de un put hace que los bancos tengan más Pases o Lefis. Y para cuando se levante el cepo, tampoco era tan grave dado que los bancos son entes regulados y esa emisión adicional se podía resolver sin mayores problemas. Pero se entiende la preocupación del gobierno. Además, los puts se resolvieron con un mecanismo de mercado, lo que es importante teniendo en cuenta como se resolvió lo de la generación eléctrica en donde las firmas tuvieron que "poner el hombro". El comunicado de Caputo sobre la "dignidad de los banqueros que priorizaron al país frente a los intereses de sus instituciones" no es ideal porque termina siendo pariente de "Les hablé con el corazón y me contestaron con el bolsillo" de Juan Carlos Pugliese. El mercado siempre contesta con el bolsillo.

**La cuarta canilla es más problemática.** Apunta a esterilizar los pesos que se emitan para comprar dólares. El punto correcto que tiene el equipo económico es que, con cepo, el exportador no necesariamente cuando vende dólares aumenta la demanda de pesos. De ahí la necesidad de esterilizar. Pero esto debería cambiar una vez que se salga del cepo porque eso sería ignorar la demanda de pesos. El problema estuvo en que al mercado no le gustó o en palabras de algunos integrantes del equipo económico "no nos entienden". Bajar la brecha era en realidad el objetivo y algo bajó: de 55 a 43%. Pero a un costo de mayor riesgo país y nerviosismo en el mercado de bonos.

**Por último, y dejando la plomería de lado, el ministro insiste en que, en la competencia de monedas, la moneda fuerte será el peso, porque sin emisión los pesos van a ser escasos y la gente va a tener que vender dólares para pagar sus obligaciones.**

Esa afirmación genera dudas. En primer lugar, no es cierto que no va a haber más emisión de pesos, porque queda abierta la canilla de los bancos que pueden aumentar la cantidad de dinero vendiéndole las Lefis que tienen en cartera al Banco Central. El anuncio de cero emisión monetaria se refiere a la **Base monetaria amplia**, que incluye pasivos remunerados del Banco Central (hoy las Lefis) que en general no se consideran dinero. Usando los números actuales, el Banco Central podría más que duplicar la base monetaria convencional sin que aumente la base monetaria amplia.

**Ahora bien, hacer el peso escaso también implica hacer subir la tasa de interés.** No hay magia ahí. Subir la tasa de interés en el corto plazo genera una presión adicional para el Tesoro por el lado de las Lefis. En el mediano plazo una tasa de interés muy alta no sólo puede tener consecuencias para la economía, sino que puede inducir mucho "carry trade", más apreciación cambiaria y eso es pan para hoy hambre para mañana. Nunca fuimos fundamentalistas del tipo de cambio ni lo seremos ahora, pero el tipo de cambio apreciado es un mal necesario cuando te va muy bien. Es decir que, si en el futuro hacemos todas las reformas micro e institucionales, se aumenta la productividad y la inversión florece nos mereceremos un dólar barato. Hasta que eso no ocurra, los efectos y riesgos de la apreciación para el empleo y el sector externo son importantes.

# LA SEMANA QUE PASÓ

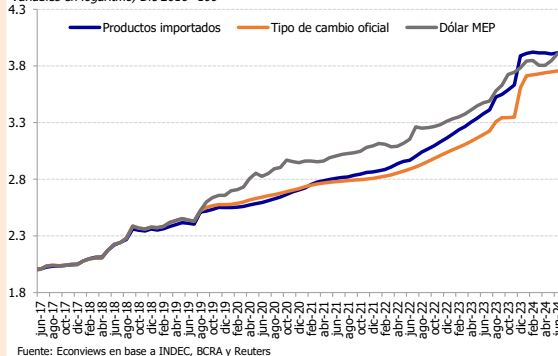
✓ **Los precios mayoristas siguen desacelerando.** El Índice de Precios Mayoristas subió 2.7% m/m en junio. El acumulado de este año es de 50.5% y la variación interanual llegó al 284.4%.

✓ **Los productos importados subieron 2.2% mensual,** en línea con el ritmo de devaluación del dólar oficial. Por su parte, los productos nacionales aumentaron 2.7%, la cifra más baja desde diciembre de 2021.

✓ **El Índice del Costo de la Construcción aumento un 3.3% m/m y 255.3% a/a.** La suba acumulada del año es del 59.6%. El componente que más subió en este mes fue la mano de obra con un 5.4% m/m.

**Precios mayoristas y tipos de cambio**

Variables en logaritmo, Dic 2016=100



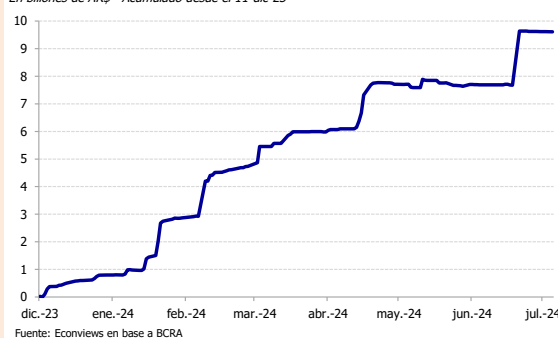
✓ **Este jueves el BCRA comunicó que aceptó ofertas de rescisión de puts por un valor de AR\$ 13.17 billones.** De este monto AR\$ 10.89 billones eran opciones americanas (ejecución inmediata) y AR\$ 2.28 billones opciones europeas (ejecución 30 días previos al vencimiento del título).

✓ Por esta recompra el BCRA pagó a los bancos AR\$ 90,000 millones.

✓ El 22% de los puts quedó sin entrar al proceso de rescisión, lo que implica una emisión potencial de AR\$ 3.71 billones.

**Emisión estimada por compra de bonos y ejercicio de puts**

En billones de AR\$ - Acumulado desde el 11-dic-23

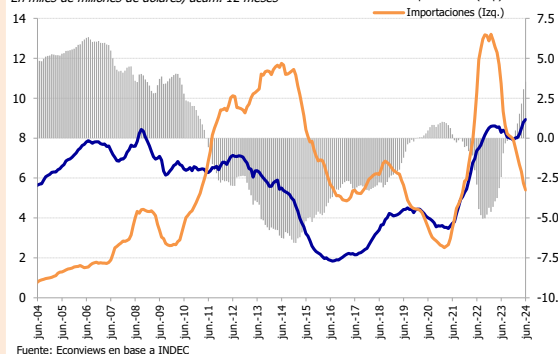


✓ **El Balance Comercial arrojó un saldo positivo de US\$ 1,911 millones en junio.** Las exportaciones sumaron US\$ 6,590 millones y las importaciones US\$ 4,679 millones.

✓ El Balance Energético fue negativo para el mes de junio por US\$ 132 millones, un mes estacionalmente malo. **Ahora bien, el acumulado a 12 meses muestra un superávit de US\$ 3,533 millones, siendo este el mejor dato desde los últimos 14 años.**

**Balance Comercial Energético**

En miles de millones de dólares, acum. 12 meses



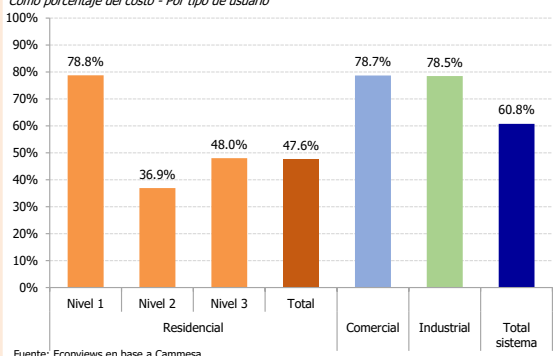
✓ **En junio la cobertura de la tarifa eléctrica llegó al 60.8% de los costos,** 21 puntos por encima del dato de mayo.

✓ **El dato más relevante del mes es que los usuarios del nivel 2 (ingresos bajos) y 3 (ingresos medios) pasaron a pagar el 36.9% y 48.0% del costo respectivamente.** El mes previo esas ratios eran 4.3% y 15.5%.

✓ Para los usuarios de nivel 1 junto a comercios e industrias la cobertura llegó al 79%.

**Cobertura de la tarifa eléctrica**

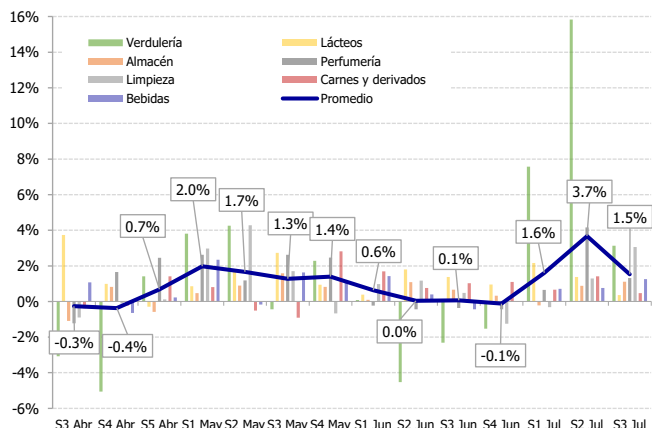
Como porcentaje del costo - Por tipo de usuario



# 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 **martes 23** el INDEC publicará la **Encuesta de Ocupación Hotelera (EOH)** de mayo.
- ✓ El **miércoles 24** el INDEC dará a conocer la **Encuesta nacional de centros de compras** de mayo.
- ✓ El **miércoles 24** el INDEC informará sobre la **Encuesta de supermercados** de mayo.
- ✓ El **miércoles 24** el INDEC publicará la Encuesta de autoservicios mayoristas del mes de mayo.
- ✓ El **jueves 25** el INDEC informará sobre el **Índice de salarios** mayo.
- ✓ El **jueves 25** el BCRA sacará **el informe sobre la Deuda Extranjera Privada** del primer trimestre del 2024.
- ✓ El **jueves 25** probablemente Acero argentino informe sobre **la producción siderúrgica** de junio.
- ✓ El **viernes 26** el BCRA dará a conocer **el Informe de la Evolución del Mercado de Cambios y Balance Cambiario** de junio.

## Resumen de mercado

Variaciones semanales, mensuales y anuales

	UD	s/s	m/m	a/a	
Dólar oficial	926.8	0.5%	2.3%	245.5%	↑
Dólar MEP	1330.3	-6.0%	4.4%	170.4%	↓
Dólar CCL	1312.0	-6.9%	4.0%	154.2%	↓
Blue	1425.0	-3.7%	11.3%	174.0%	↓
Tipo de cambio BRL/US\$	5.6	3.3%	3.1%	17.0%	↑
Reservas BCRA (millones US\$)	27,566	-716	-2,380	+2,065	↓
Tasa de Política (Leliq)	40.0%	0 p.p.	0 p.p.	-57.00 p.p.	=
Tasa Badlar Privada	37.5%	+0.44 p.p	+3.00 p.p	-54.50 p.p.	↑
Depósitos S. Priv. (billones AR\$)	56.0	-3.2%	7.0%	143.2%	↓
Crédito S. Priv. (billones AR\$)	29.4	4.7%	16.9%	195.4%	↑
Merval en \$	1,566	-8.7%	-0.7%	245.5%	↓
Merval en USD	1,194	-1.9%	-4.4%	35.9%	↓
Riesgo país (EMBI)	1,583	5.1%	14.9%	-23.0%	↑
Soja (US\$/ton.)	403.2	-3.3%	-6.5%	-26.4%	↓
Maiz (US\$/ton.)	153.7	-2.4%	-13.2%	-28.4%	↓
Trigo (US\$/ton.)	199.4	0.9%	-6.7%	-25.4%	↑
Petróleo Brent (US\$/barril)	86.7	-2.4%	-0.1%	7.5%	↓
Petróleo WTI (US\$/barril)	81.4	-2.5%	-1.5%	8.0%	↓
Gas Natural (US\$/MMBTU)	2.1	-8.6%	-26.8%	-18.2%	↓
GNL (US\$/MMBTU)	12.2	0.8%	-3.2%	13.0%	↑
Cobre (US\$/lbs.)	4.2	-8.3%	-7.5%	11.0%	↓
Aluminio (US\$/ton.)	2,263.5	-5.2%	-6.3%	5.9%	↓
Oro (US\$/oz.)	2,398.3	-0.5%	3.0%	21.3%	↓

Nota: flecha según variación semanal

## Semáforo de actividad económica

Variaciones desestacionalizadas

		m/m	t/t	UD vs trim previo	
Producción industrial	may.-24	-0.2%	-3.9%	-1.3%	●
Producción de autos	jun.-24	-16.0%	-8.1%	-19.2%	●
Producción de acero	may.-24	-10.4%	-21.0%	-4.7%	●
Producción de pollos	may.-24	1.0%	-0.1%	2.0%	●
Producción láctea	may.-24	2.2%	-3.0%	2.4%	●
Faena vacuna	jun.-24	-9.1%	-3.6%	-6.5%	●
Escrituras CABA	may.-24	12.5%	22.0%	19.4%	●
Producción de Harina	may.-24	5.0%	1.8%	5.9%	●
Producción de petróleo	may.-24	0.5%	0.4%	0.3%	●
Producción de gas	may.-24	3.7%	10.6%	3.7%	●
Producción de cemento	jun.-24	-11.2%	-4.9%	-0.7%	●
Construcción	may.-24	6.2%	-18.4%	1.2%	●
Venta de nafta	may.-24	4.7%	-0.4%	4.1%	●
Patentamiento de motos	jun.-24	-2.4%	14.6%	9.2%	●
Consumo de electricidad	jun.-24	-2.5%	-5.2%	-3.4%	●
Viajes en tren	may.-24	-6.0%	6.3%	2.0%	●
Importaciones CIF	jun.-24	-2.0%	-6.1%	-5.1%	●
Exportaciones FOB	jun.-24	-2.9%	5.5%	0.8%	●
Préstamos en \$ al s.priv. (real)	jun.-24	9.9%	3.9%	13.1%	●
Recaudación IVA-DGI	jun.-24	4.5%	2.8%	4.9%	●
Empleo formal privado	abr.-24	-0.2%	-0.3%	-0.4%	●
EIL empleo	may.-24	-0.3%	-1.2%	-0.6%	●
Confianza del consumidor	jun.-24	-2.8%	4.0%	-0.4%	●
Confianza en el gobierno	jun.-24	-2.0%	-4.1%	-1.9%	●

Nota: color de semáforo según UD vs trim previo

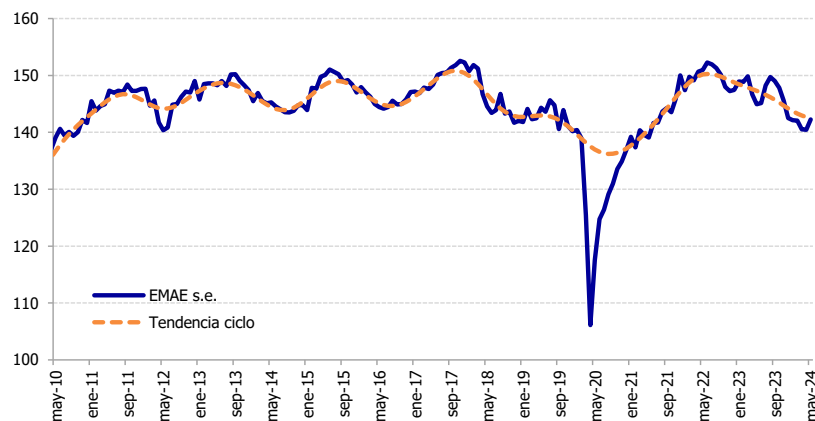
## Al fin una buena en medio de tantas pídas

- ✓ La actividad económica recuperó 1.3% en mayo contra abril y quedó 5 puntos debajo de agosto 2023.
- ✓ Tenemos dudas con junio, pero creemos que la actividad repunta en los meses siguientes. El PBI cae 3.6% o incluso algo menos este año.
- ✓ Hubo crecimiento interanual de 2.3%, pero es puro efecto de la sequía de 2023. La actividad agropecuaria creció 103%.

En el mundillo económico ya se sabe que hay frases que, por cábala, no se pueden usar. Brotes verdes y segundo semestre son dos de ellas. Y en Econviews somos respetuosos de las cábalas. Así que lo vamos a llamar, primera buena noticia en términos de actividad. Y además esta frase hace justicia porque no estamos 100% seguros de que todos los próximos meses siga el crecimiento, aunque en nuestro escenario base la premisa es que la economía recupera (despacio).

En los números el PBI de mayo, técnicamente el “estimador mensual de actividad económica” mejoró 1.3% contra abril. Marzo y abril fueron los meses del piso de acuerdo a lo que publicó el INDEC. La actividad hoy está 5% debajo de agosto 2023, el último pico relativo. Si tomamos el registro de abril, la recesión implicó una caída punta a punta de 6.2%. A menos que junio sea una tragedia o se revise muy para abajo mayo, el segundo trimestre de la economía mostrará crecimiento. Si asumimos una pequeña caída de actividad en junio, aún así el segundo trimestre será 1% mejor que el primero. Está mal, pero no tan mal.

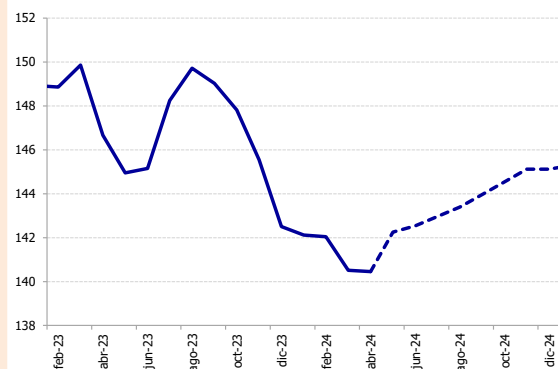
**Gráfico 3. Actividad Económica**  
INDEC -EMAE, serie desestacionalizada base 2004=100



Fuente: Econviews basado en INDEC

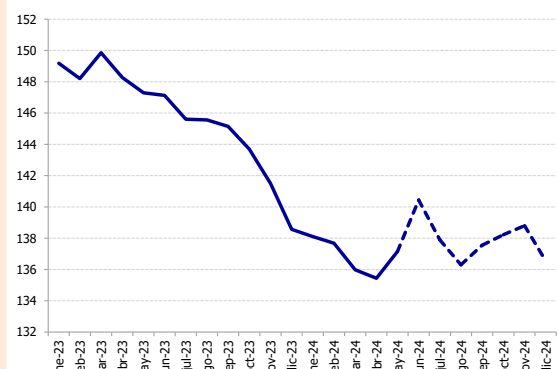
El 1.3% de crecimiento intermensual implicó que 11 de los 15 sectores en que se divide el EMAE hayan mejorado en el mes a mes. Las excepciones fueron la pesca que había tenido un abril excepcional, los servicios de salud y

**Gráfico 1. Actividad económica - Escenario base**  
Base 2004 = 100



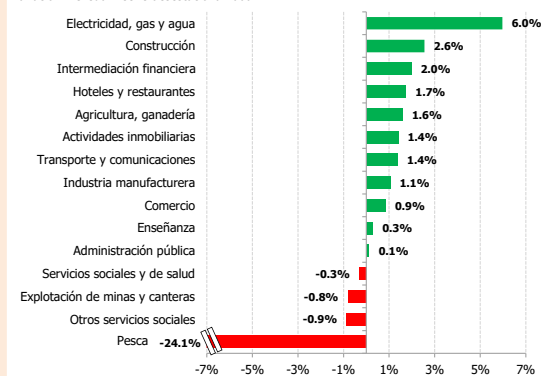
Fuente: Econviews basado en INDEC y estimaciones propias

**Gráfico 2. EMAE sin agro - Escenario base**  
Base 2004 = 100



Fuente: Econviews en base a INDEC y estimaciones propias

**Gráfico 4. Sectores de la economía en mayo**  
Variación mensual - serie desestacionalizada



Fuente: Econviews en base a EMAE-INDEC

minería e hidrocarburos que cayó en mayo levemente, aunque claramente es uno de los sectores ganadores de estos días. El rubro “otros servicios comunitarios” también tuvo una caída.

**Del lado positivo, se verificó una recuperación de la construcción (+2.6%), el sector más golpeado de estos meses.** También mejoraron el comercio (+0.85%), hoteles y restaurantes (+1.7%), intermediación financiera (2%), agro (+1.6%) y transporte (1.4%). Difícilmente volvamos a ver estos números porque comparan contra el piso de abril.

**En la comparación interanual, la economía mejoró 2.3% contra el año pasado.** Pero esta es una comparación fácil porque se compara contra lo peor de la sequía. El sector A que representa agricultura, ganadería y forestación creció más de 100% interanual, lo que quiere decir que si sacáramos ese sector la economía estaría 5 puntos abajo del año pasado, dado que su peso es de alrededor del 7% en el PBI. Lógicamente, en los grandes centros urbanos lo que más se siente es una economía débil más allá del repunte de mayo. Para que la gente sienta la mejora deberíamos tener 3 o 4 meses buenos, lo que además mejoraría el mercado de trabajo que es una variable rezagada.

**La pregunta del millón es si va a mejorar y cuánto.** Tenemos buenas vibras, pero no necesariamente será una línea recta. En junio no tenemos claro que la actividad haya seguido mejorando. Tenemos problemas con los números porque este junio fue distinto a otros junios en términos de la cantidad de feriados y los softwares no capturan esa sutileza. Si la comparamos a como salen de la computadora, junio fue bastante flojo (ver Tabla 2 al final de la nota). La sensación de la calle es que no hay otro salto como en mayo. Nos inclinamos a pensar que junio fue levemente negativo.

**Con los datos que vimos hasta ahora y con nuestros pronósticos optimistas, que ni de casualidad llegan a hacer una recuperación en “V”, vemos que la economía puede caer incluso algunas décimas menos que en nuestro escenario base de 3.6%.** Con esto decimos que a menos que haya algún evento extremo la caída de la actividad empezará con 3. Los pronósticos de más de 4 necesitan más sal y pimienta política y cambiaria para materializarse.

Con las limitaciones de las desestacionalizaciones, vemos que en junio dio bien el IVA DGI, la producción láctea y poco más. Producción de autos, uso de energía en la industria, exportaciones, importaciones, despachos de cemento dio todo para abajo.

**En el caso de los autos, hoy hay un problema de stock.** Algunas terminales bajaron su producción hace 3 meses con proyecciones pesimistas en mente, y hoy se encuentran con una demanda más alta de lo esperado. En los registros automotores se observa lo mismo. Mucho tiene que ver la brecha, dado que hay una correlación entre aumento de brecha y compra de bienes durables. El aumento en este último tiempo lleva a que los ahorros valgan más temporalmente.

**El salario viene recuperando desde el quinto subsuelo, pero recupera al fin.** El Ripte de mayo que calcula el ministerio de trabajo fue muy bueno (+3% m/m) y la tercera subida consecutiva en términos reales. Pero sobreestima el

**Tabla 1. Evolución interanual en mayo**

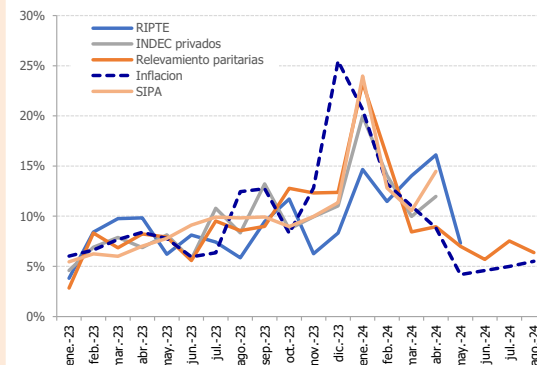
Variación % interanual

	may-24
Agricultura y ganadería	103.3%
Pesca	-10.5%
Minería	7.6%
Industria	-14.2%
Electricidad, gas y agua	11.0%
Construcción	-22.1%
Comercio y reparaciones	-11.4%
Hoteles y restaurantes	-7.2%
Transporte y comunicaciones	2.6%
Intermediación financiera	-8.2%
Act. Inmobiliarias	-0.6%
Administración pública	-0.5%
Enseñanza	0.9%
Servicios sociales y de salud	0.2%
Otros servicios sociales	-5.4%
Imp. netos de subsidios	-3.6%
<b>EMAE</b>	<b>2.3%</b>

Fuente: Econviews en base a INDEC

**Gráfico 5. Los salarios le empiezan a ganar a la inflación**

Variación mensual de salarios e inflación



Fuente: Econviews en base a INDEC, RIPE y estimaciones propias

verdadero valor dada la muestra que toma. El SIPA de abril ya había mostrado buena data (+6.5% m/m en sector privado) y ese salario se cobró en mayo.

**En segundo lugar, la suba del crédito (también desde el subsuelo) tiene que ayudar.** En los últimos 90 días el stock de crédito en pesos al sector privado se incrementó un 51% en términos nominales, es decir aproximadamente 32% en términos reales. Subió para consumidores y para firmas. Descuento de documentos y préstamos personales son las estrellas. En las últimas semanas los “market places” de los bancos empezaron a ofrecer cuotas sin intereses que seguramente ayudarán a dinamizar también. La suba de la brecha es una mala noticia en general para la economía, pero puede ayudar a la compra de durables porque son situaciones en donde la gente quema el canuto para comprar una heladera, auto, moto o hacer pequeñas refacciones en la vivienda.

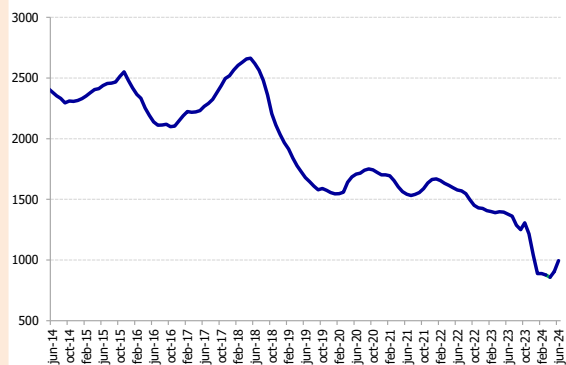
**Algunos sectores como el de hidrocarburos están andando muy bien.** Esta semana TGS emitió un bono por 500 millones, Pérez Companc vuelve a producir crudo, PAE anunció un emprendimiento para exportar gas y se escuchan inversiones de todas las grandes compañías. También una generación de pequeñas empresas dispuestas a quedarse con los yacimientos maduros de los grandes jugadores, lo que también implicará inversiones. Todos sabemos que esto tiene relativamente poco efecto multiplicador ya que es capital intensivo. Pero esto puede ser una simplificación. Si miramos el empleo en Neuquén, éste aumentó 58% en 15 años contra un total nacional de 11%. Es cierto que en números absolutos son sólo 50 mil personas, pero son empleos genuinos.

**El agro también viene bien, y no solo en la comparación interanual.** El sector agrícola logró recomponerse y expandir su producción de granos un 55%, llevándola a un total de 128.5 Mt para 2023/24, según la Bolsa de Comercio de Rosario. Como consecuencia de esto, **los despachos de productos agroindustriales desde puertos argentinos sumaron 45.9 Mt en el acumulado anual a junio, un incremento del 75%** respecto de igual período de 2023. **Pero este volumen supera incluso el promedio de los últimos tres años.** La mala para el agro es que los precios están para atrás. De todas formas, las ventas de fertilizantes auguran una buena siembra.

**Si se buscan elementos para ser cuidadoso con la actividad, vemos que la política fiscal sigue contractiva, la marca registrada de Milei. Esto es bueno para la estabilidad, pero malo para la actividad.** Un ejemplo, el superávit de junio incluyó menos pagos de subsidios lo que, por ejemplo, ralentiza las obras de mantenimiento y construcción que hacen las proveedoras de servicios públicos. La idea de Macri en 2016 era devolverles rentabilidad para que inviertan. Hoy se paga más tarde y las firmas operan en consecuencia. Las jubilaciones y los salarios públicos también sufren y eso tiene que tener algún efecto en el consumo.

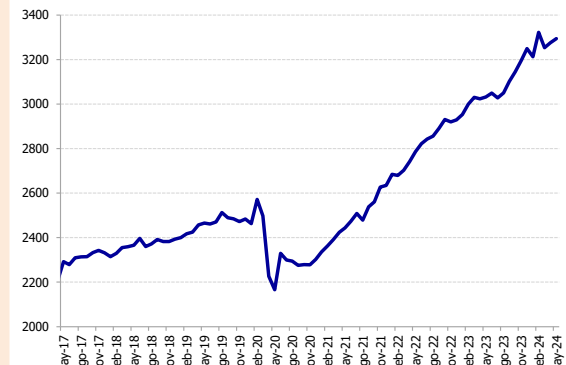
**Tampoco ayuda el tipo de cambio.** Creemos que el dólar está barato. Sin embargo, es cierto que el salario no está caro en dólares y eso preserva los márgenes empresarios. Pero el dólar atrasado hace menos probable la generación de inversiones en sectores transables que no tengan que ver con recursos naturales, típicamente construcción y manufactura. Tampoco ayuda

**Gráfico 5. Préstamos en pesos al sector privado**  
Serie desestacionalizada



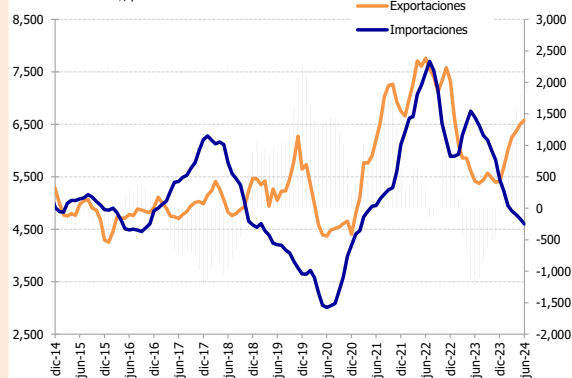
Fuente: Econviews en base a BCRA

**Gráfico 6. Producción de petróleo**  
En volumen - serie desestacionalizada



Fuente: Econviews en base a Mecan

**Gráfico 7. Exportaciones e importaciones**  
En millones de US\$, prom. mov. 3 meses s.e.



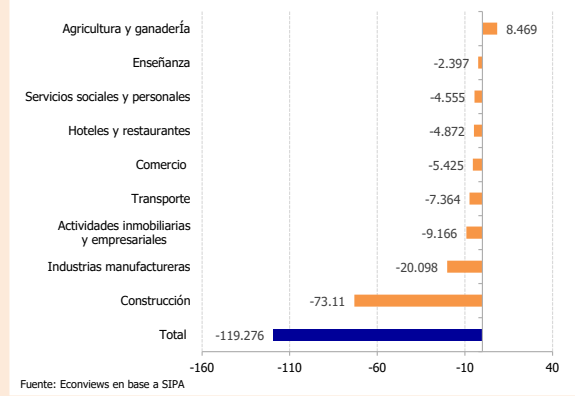
Fuente: Econviews en base a INDEC

al turismo receptivo. Se sabe que el gobierno tiene un plan de reformas microeconómicas que deberían impactar favorablemente, pero como cualquier reforma el impacto lo veremos más adelante y no en la actividad de los próximos meses.

**El mercado de trabajo no va a ayudar por algunos meses tampoco.** Como señalamos anteriormente, al ser una variable rezagada es posible que todavía veamos caída de empleo en próximos meses y el mercado se estabilice hacia septiembre.

**En síntesis, la situación de la actividad económica en la Argentina está todavía muy precaria.** Mayo trajo buenas noticias, pero queremos ver más para subirnos a un optimismo sin atenuantes. Tenemos una versión constructiva y pensamos que habrá una especie de U. El segundo trimestre se corta la mala onda de caída de actividad y para todo el año vemos un -3.6% con un sesgo a que mejore.

**Gráfico 8. Pérdida de empleo formal por rubro**  
En miles de puestos, acumulado desestacionalizado de Oct-2023-Abr-2024



**Tabla 2. Actividad económica por sector**  
Variaciones mensuales por indicador

		dic-23	ene-24	feb-24	mar-24	abr-24	may-24	jun-24
Nivel general	<b>EMAE (INDEC)</b>	-2.1%	-0.3%	-0.1%	-1.1%	0.0%	1.3%	
	Índice Líder (UTDT)	-5.3%	-1.2%	-4.2%	-5.2%	1.1%	5.1%	
	IVA-DGI (AFIP)	-7.3%	-7.2%	7.3%	-4.1%	2.0%	-0.4%	4.5%
	Créditos y débitos (AFIP)	-13.3%	-5.1%	14.5%	-3.6%	-7.8%	-3.4%	23.7%
Comercio mayorista, minorista y reparaciones	<b>EMAE - Comercio (INDEC)</b>	-7.1%	4.8%	0.2%	-6.7%	0.4%	0.9%	
	Ventas supermercados (INDEC)	-9.5%	-1.4%	0.5%	-0.2%	-3.3%		
	Ventas mayoristas (INDEC)	-6.2%	-2.7%	-2.2%	-2.3%	-2.4%		
	Ventas en shoppings (INDEC)	-15.4%	-10.2%	6.7%	8.4%	4.5%		
	Confianza del Consumidor (Di Tella)	-16.2%	-10.6%	1.2%	1.8%	1.3%	3.1%	-2.8%
	Ventas Minoristas (CAME, desest. propia)	-6.8%	-17.0%	7.2%	11.0%	3.7%	-0.3%	-15.2%
	Patentamientos motos (CAFAM)	-4.2%	-13.3%	1.1%	-28.1%	44.3%	0.8%	-2.4%
Industria	<b>EMAE - Industria (INDEC)</b>	-7.4%	1.6%	2.2%	-8.5%	3.7%	1.1%	
	IPI Manufacturero (INDEC)	-6.4%	-1.9%	0.3%	-3.4%	0.0%	-0.2%	
	IPI (FIEL)	-3.2%	-0.6%	-4.0%	1.5%	-2.3%	1.0%	
	IPI Minero (INDEC)	3.6%	1.7%	1.7%	-2.7%	0.5%	-0.2%	
	Utilización de la capacidad instalada (INDEC)	-11.50	-0.30	3.00	-4.20	3.20	0.20	
	Producción acero (CAA)	-15.3%	33.4%	-9.8%	-37.2%	42.3%	-10.4%	
	Electricidad - Consumo industrial (CAMMESA)	-3.9%	0.2%	1.6%	-9.6%	1.8%	-2.2%	-2.9%
	Producción de autos (ADEFA)	-12.5%	-11.7%	-12.5%	-11.3%	-9.0%	-6.4%	-8.1%
Construcción	<b>EMAE - Construcción (INDEC)</b>	-5.8%	-6.8%	-3.4%	-6.5%	0.5%	2.6%	
	ISAC (INDEC)	-10.2%	-11.3%	-2.8%	-16.2%	2.0%	6.2%	
	Despachos cemento (AFCP)	-5.9%	0.4%	-7.4%	-20.5%	9.2%	14.0%	-11.2%
	Índice Construya (Grupo Construya)	-12.6%	-14.8%	8.0%	-13.2%	4.9%	5.8%	-3.4%
Minas y canteras	<b>EMAE - Minas y canteras (INDEC)</b>	0.7%	1.1%	4.0%	-4.3%	2.4%	-0.8%	
	Producción de petróleo (Mecon)	1.7%	-1.1%	3.4%	-2.1%	0.7%	0.5%	
	Producción de gas (Mecon)	-9.9%	7.8%	13.0%	-2.2%	1.2%	3.7%	
Agricultura y ganadería	<b>EMAE - Agricultura y ganadería (INDEC)</b>	-2.2%	0.5%	3.7%	1.2%	4.4%	1.6%	
	Molienda de oleaginosas	4.9%	22.8%	2.9%	12.3%	-2.9%	2.1%	
	Faena vacuna (SAGyP)	-13.6%	12.3%	-0.4%	-12.8%	10.0%	0.4%	
	Producción de pollos (SAGyP)	-3.7%	4.3%	3.1%	-7.1%	5.2%	1.0%	
	Producción de cerdo (SAGyP)	-4.7%	2.1%	-1.0%	-8.2%	17.6%	-1.7%	
	Producción láctea (SAGyP)	-2.9%	-3.7%	-3.5%	-0.6%	0.7%	2.2%	
Actividades inmobiliarias, empresarias y de	<b>EMAE - Inmobiliarias, empr. (INDEC)</b>	-1.2%	-0.2%	0.2%	-1.4%	1.2%	1.4%	
	Escrituras CABA (Colegio Escribanos CABA)	-4.9%	-2.7%	16.0%	1.2%	8.8%	12.5%	
Hoteles y restaurantes	<b>EMAE - Hoteles y restaurantes</b>	-0.7%	-8.2%	-0.9%	0.4%	-4.7%	1.7%	
	Turismo receptivo vía aérea (ETI-INDEC)	6.1%	13.4%	-3.4%	-1.2%	-13.4%	-8.2%	
	Actividad en restaurantes (CABA)	-5.9%	-11.4%	-7.7%	-1.8%	-4.8%	0.0%	



## Milei lo hizo: medio año de superávit fiscal

- ✓ El gobierno consiguió un superávit primario de 488,000 millones en junio y casi 7 billones en el primer semestre, 1.2% del PBI.
- ✓ Elevamos nuestra proyección de resultado primario para todo el año de 0.5 a 1% del PBI.
- ✓ El superávit de junio se logró pisando algunos gastos, pero la discusión sobre sostenibilidad pierde puntos porque el gobierno tiene esto como prioridad.

**Superávit, superávit, superávit.** Al gobierno le sobraron 2.6 billones de pesos en el primer semestre, casi 7 billones antes de pagar los intereses de la deuda, lo que da 1.2% del PBI. La imagen (el gráfico 1) es el espejo invertido de los primeros seis meses de 2022 o 2023, cuando acumuló déficits primarios de un punto que terminaron el año más cerca de tres.

Hasta acá, la reversión se consiguió subiendo 0.9 puntos los ingresos (la mitad vía impuesto PAIS) y recortando 1.3 puntos el gasto (con podio compartido entre obra pública, subsidios económicos y jubilaciones). Con este punto de partida y considerando la estacionalidad desfavorable del segundo semestre, **subimos nuestra proyección de resultado primario de 0.5 a 1% del PBI para 2024.**

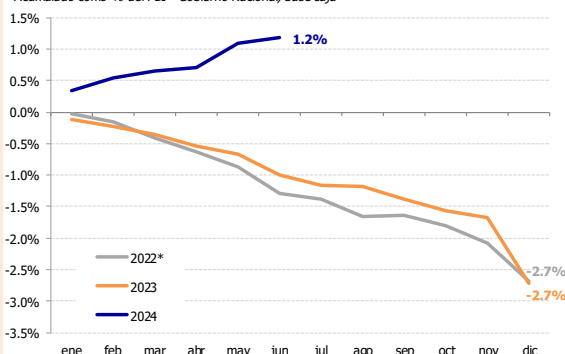
Además de la convicción del gobierno por reducir el gasto, hay factores que no habíamos previsto que apuntalan la recaudación. Estos son el monto “caído del cielo” de ganancias corporativas por los activos dólar-link de bancos y empresas que se recibió en mayo, la demora en salir del cepo (inicialmente pensamos que sería en junio o que habría una eliminación total del impuesto PAIS hacia septiembre) y el blanqueo. Con estos ases, el gobierno se permite una política más laxa hacia los ajustes que puedan impactar en el IPC, como tarifas o impuestos al combustible.

En los pormenores de junio se ve como el gobierno no deja pasar oportunidad para mostrar su compromiso con las cuentas ordenadas. Consiguió un superávit fiscal de 238,000 millones en un mes tradicionalmente deficitario por el pago de aguinaldos, al no pagar aguinaldos en empleados públicos y universidades sino hasta julio (jubilaciones sí se pagaron). La caída de 75% en los subsidios a la energía, más allá del ajuste de tarifas, sugiere que pisaron pagos de CAMMESA otra vez. **El riesgo país en casi 1,600 muestra que el mercado no premia este compromiso como antes. Con vencimientos de bonos en dólares por 1.5% del PBI en 2025, no hay señal fiscal que corra el foco de la acumulación de reservas.**

Como muestra el gráfico 2, el foco del ajuste se va corriendo de las jubilaciones, que cayeron 27% interanual real en el semestre, pero “solo” 18%

**Gráfico 1. Resultado primario**

Acumulado como % del PBI - Gobierno Nacional, base caja



2022\* excluye rentas por colocaciones primarias

Fuente: Econviews en base a Min. de Economía e INDEC

**Tabla 1. Ajuste del primer semestre**

Cambios en ingresos y gastos como % del PBI

	1S-2023	1S-2024	Var. en p.p.
<b>Ingresos</b>	<b>6.2%</b>	<b>7.1%</b>	<b>0.9%</b>
Impuesto PAIS	0.1%	0.6%	0.5%
Resto	-	0.4%	0.4%
<b>Gastos</b>	<b>7.2%</b>	<b>5.9%</b>	<b>-1.3%</b>
Jubilaciones y gasto social	4.0%	3.8%	-0.2%
Transferencias a provincias	0.2%	0.1%	-0.1%
Subsidios económicos	0.9%	0.6%	-0.3%
CAPEX	0.6%	0.1%	-0.5%
OPEX, universidades, etc.	1.5%	1.3%	-0.2%
<b>Resultado primario</b>	<b>-1.0%</b>	<b>1.2%</b>	<b>2.2%</b>

Fuente: Econviews en base a MECON y proyecciones propias

**Tabla 2. Programa fiscal 2024**

Cambios en ingresos y gastos como % del PBI

	2023	2024E	Var. en p.p.
<b>Ingresos</b>	<b>17.0%</b>	<b>17.6%</b>	<b>0.5%</b>
Impuesto PAIS	0.8%	1.3%	0.5%
Impuesto al combustible	0.3%	0.5%	0.2%
Blanqueo	-	0.1%	0.1%
Otros factores*	-	-0.3%	-0.3%
<b>Gastos</b>	<b>19.8%</b>	<b>16.6%</b>	<b>-3.2%</b>
Jubilaciones y gasto social	10.7%	10.2%	-0.5%
Transferencias a provincias	0.8%	0.2%	-0.6%
Subsidios económicos	2.1%	1.4%	-0.7%
CAPEX	1.6%	0.6%	-1.0%
OPEX	3.3%	2.9%	-0.4%
<b>Resultado primario</b>	<b>-2.7%</b>	<b>1.0%</b>	
Intereses	-3.3%	-1.5%	
<b>Resultado fiscal</b>	<b>-6.0%</b>	<b>-0.5%</b>	

\*Licitación 5G, efecto sequía en DEX, impacto recesión

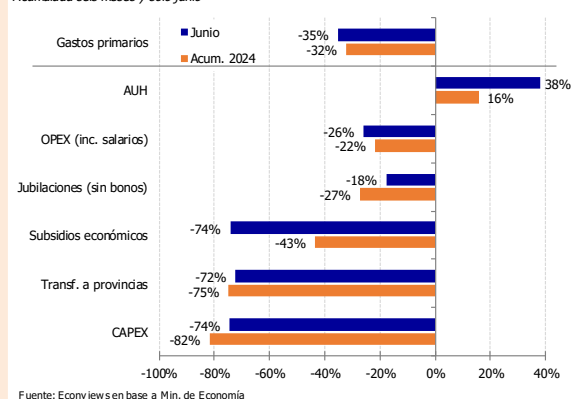
Fuente: Econviews en base a MECON y proyecciones propias

en junio, a otras áreas. Los subsidios económicos (energía, transporte y demás) toman la delantera. El ajuste en la obra pública apenas se moderó y sigue 74% debajo de junio de 2023. Lo mismo ocurre con las transferencias a provincias.

- Jubilaciones y gasto social.** Proyectamos que el gasto social baje de 10.7 a 10.2% del PBI este año. Después del sacudón del primer semestre, en el que el haber medio de SIPA cayó 24% interanual real, esperamos que en el segundo semestre solo esté 2% debajo de 2023, gracias a la indexación a una inflación que desacelera. Otros ítems del gasto social como AUH (+38%) o prestaciones del INSSJP (+7.6%) crecen en términos reales. También “ayuda” la comparación contra un PBI más chico. El proyecto opositor para las jubilaciones no implica grandes cambios este año, **pero elevaría el haber medio un 20% real en 2025, a un costo mayor a un punto del PBI.** A precios constantes, subiría de los AR\$ 357,000 actuales a casi 440,000, aunque seguiría debajo de los casi 500,000 de fines de 2021.
- Subsidios económicos.** Después del ajuste de junio, el porcentaje que cubre el estado de la electricidad (no de la tarifa final, que suma impuestos) bajó de 60 a 39%. Es un nivel cercano al de 2019, cuando los subsidios energéticos (incluyendo al gas) fueron 1% del PBI. En los primeros seis meses de 2024, el gobierno gastó 0.4% del PBI en este ítem. El número esconde la deuda con CAMMESA y faltan un julio y un agosto inusualmente fríos. Pero si evita que las tarifas se vuelvan a atrasar, **es posible que el gasto en subsidios a la energía baje de 1.5 a 0.9% del PBI este año,** y sumando transporte y otros rubros, de 2.1 a 1.4%. La pregunta es si evitará el atraso o priorizará seguir mostrando números de IPC cada vez más bajos.
- Impuesto al combustible.** Debía aumentar 115% en junio, se pateó a julio y ahora a agosto. Del *staff report* del FMI se desprende que el gobierno espera que el tributo recaude 0.6% del PBI este año, pero las alícuotas actuales son consistentes con valores más cercanos a 0.4%.

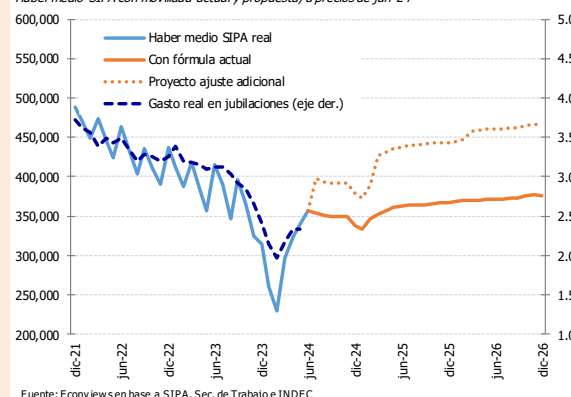
**Gráfico 2. Variación interanual real del gasto primario**

Acumulada seis meses y solo junio



**Gráfico 3. Jubilaciones: movilidad y gasto real**

Haber medio SIPA con movilidad actual y propuesta, a precios de jun-24



**Gráfico 4. Subsidios a la energía y % que cubre el Estado**

Subsidios como % del PBI (eje izq.), cobertura como % del costo (eje der.)

