

INFORME DE COYUNTURA MENSUAL

71° | Julio 2024

 itegaweb.org | germanabdala.com.ar

 consultas@itegaweb.org

 @itegaok



Instituto de Trabajo y Economía
Fundación Germán Abdala

CLAVES DE LECTURA

La actividad no muestra un signo claro de recuperación, lo cual es esperable. El gasto público presenta un fuerte ajuste, los salarios apenas recuperaron parte de lo perdido y el empleo cae. El aumento de la desigualdad se hace notar, con un Índice de Gini en niveles históricamente altos.

La apreciación y la recesión aceleraron la caída de la inflación. Pero esto puede chocar con algunos límites. **La calma cambiaría se rompió.** La incertidumbre por el cepo, la liberalización en algunas medidas de acceso al MULC y la baja de tasas, revirtieron la ecuación virtuosa del BCRA, que en junio comenzó a vender reservas en plena época de liquidación de cosecha. No mucho después, las tensiones se trasladaron a los tipos de cambio paralelos, aliviando las reservas pero no así los nervios de los funcionarios.

A esta incertidumbre **el gobierno contestó primero con nuevas medidas para intentar “sanear” el balance del BCRA, poniendo mayor presión sobre el ajuste fiscal.** Sin que esto calmara los tipos de cambio paralelos, a horas de la salida de este informe se anunciaron nuevas medidas para flexibilizar el acceso al mercado oficial de cambios.

¿Qué pasará con el resultado de las cuentas públicas si efectivamente comienza a reducirse el impuesto PAIS? ¿Puede el gobierno seguir posponiendo ajustes sobre tarifas o el aumento de impuestos a los combustibles, que van a contramano del objetivo de reducir la inflación? La reciente sanción de la ley fiscal podría darle al gobierno algunos grados de libertad para sortear estos problemas por este año. Distinta es la situación hacia 2025, cuando se conjugarán metas de ajuste más exigentes con la poca confiabilidad de algunas proyecciones de recursos.

A pesar del superávit primario, de la licuación provocada por la devaluación y de las colocaciones nuevas a tasas negativas, el Tesoro mantiene niveles récord de deuda. Desde julio, el Tesoro se hará cargo de los intereses de la política monetaria. ¿Qué ocurriría en caso de un evento que requiera de una suba de la tasa de interés? **El gobierno debería empujar aún más a la economía hacia el ajuste fiscal, amplificando el sesgo contractivo de la política monetaria. ¿Cuánto más ajuste tolera la sociedad sin una luz en el horizonte?**

De la V a la L y a la U invertida

Después de mantenerse estable en abril, la actividad económica repuntó un poco en mayo (+1,3% mensual y +2,3% anual), según el Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE). Esta recuperación anual es explicada íntegramente por el agro y algunos sectores relacionados (transporte) tras la sequía de 2023, mientras que la industria, la construcción y el comercio siguen muy por debajo de los valores del año pasado (-14%; -22% y -11% respectivamente).

Salvados por el Agro

Estimador de Actividad Económica variación anual may24/may23

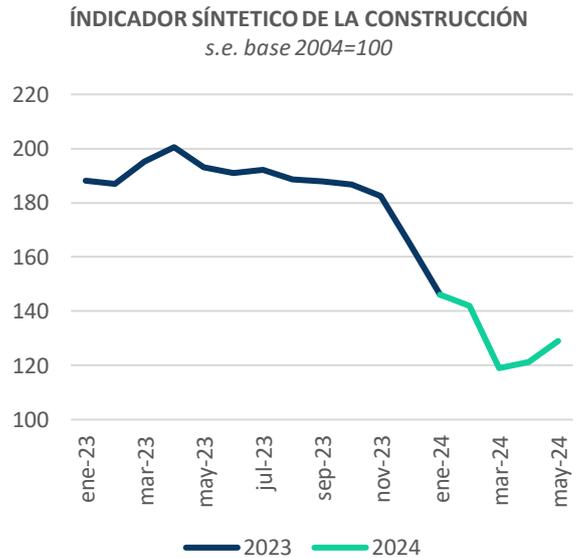
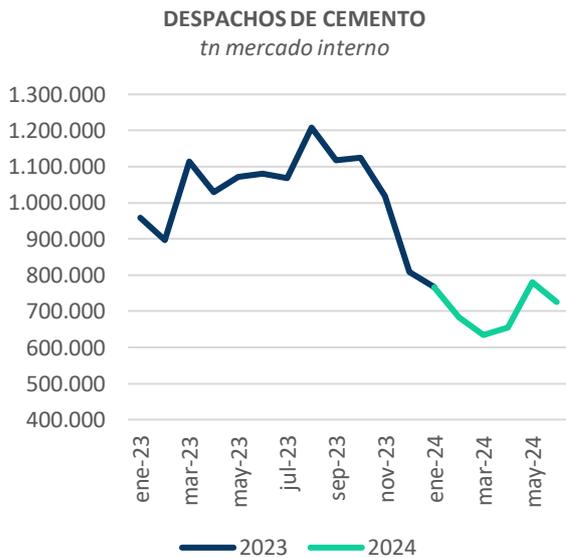
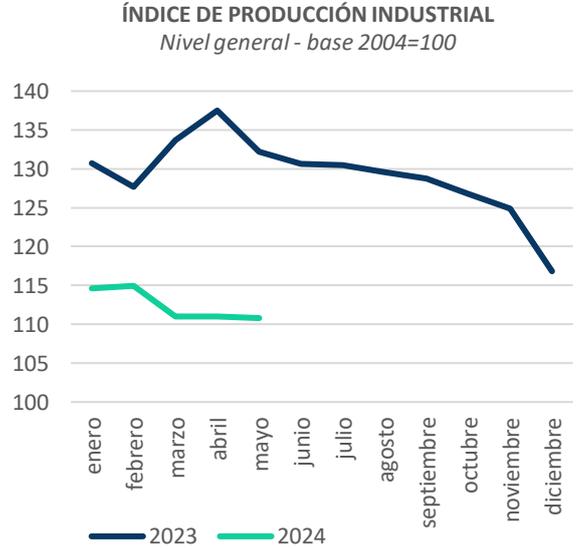
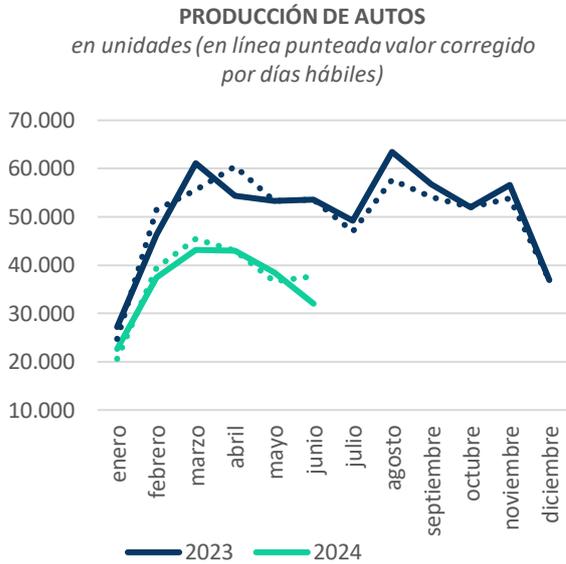
EMAE		2,3%
Agro		103%
Pesca		-10%
Minería		8%
Industria manufacturera		-14%
Electricidad, gas y agua		11%
Construcción		-22%
Comercio		-11%
Hoteles y restaurantes		-7%
Transporte y comunicaciones		3%
Intermediación financiera		-8%
Actividades empresariales		-1%
Administración pública		0%
Enseñanza		1%
Salud		0%
Otras actividades de servicios		-5%
Impuestos netos de subsidios		-4%

Fuente: Instituto de Trabajo y Economía (ITE) en base a INDEC

De cara a junio, los indicadores adelantados de actividad arrojan resultados mixtos. Los datos de producción de autos y patentamientos dieron muy mal en junio (-17% anual y -14% respecto a mayo). Las ventas minoristas según CAME crecieron respecto al mes anterior, pero se desplomaron en términos anuales (pasaron de caer un -7,3% a -22%). El Índice Construya mejoró respecto a mayo (+9,7%), pero sigue muy abajo en términos anuales (-32%) y los despachos de cemento de junio cayeron -7% mensual. Los datos de importación de bienes de capital (relacionada con la inversión sin contar construcción) cayeron -35% anual en junio incluso profundizando su caída respecto a mayo.

En el gobierno adjudican los guarismos negativos de junio a la menor cantidad de días hábiles. Dada la magnitud de las caídas, es posible que esto influya, **pero en ningún caso se vislumbra un crecimiento firme.**

La actividad, bien abajo del año pasado



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía (ITE) en base a ADEFA, AFCP e INDEC

Estamos en niveles muy inferiores al año pasado y no hay recuperación porque ninguno de los drivers que explicaban la actividad recuperó su nivel.

El propio modelo económico así lo necesita. La inversión es la gran apuesta del gobierno (a través del RIGI), pero todavía es una incógnita cuál será su resultado. Por último, las exportaciones se ven afectadas por el magro desempeño de nuestros principales socios comerciales (Brasil y China) y de los precios de las *commodities*. Si, aún con todas estas restricciones, la

apreciación cambiaría fuera efectiva en traccionar el nivel de actividad, este proceso encontraría una evidente restricción por el lado de la oferta: la falta de dólares.

La recesión impacta en el empleo

La publicación de los datos de mercado laboral del primer trimestre por parte de INDEC confirmó una fuerte caída del empleo: de acuerdo con la Encuesta Permanente de Hogares (EPH), hay 114 mil personas desocupadas más que en el primer trimestre del año pasado. Esto se explica en parte por el crecimiento poblacional (que no fue absorbido por el mercado laboral) y sobre todo por una caída en la cantidad de personas ocupadas (-77 mil). Se perdieron 100 mil puestos de trabajo asalariados no registrados, 30 mil cuentapropistas y 29 mil patrones, parcialmente compensados por el crecimiento de 105 mil puestos de trabajo asalariados registrados. Este crecimiento del empleo asalariado registrado se explica por lo ocurrido entre el segundo y el tercer trimestre de 2023 y no, como veremos a continuación, por lo ocurrido puntualmente en el primer trimestre de 2024.

Si bien el mercado laboral presenta estacionalidad y por eso lo correcto es realizar comparaciones interanuales, el cambio del régimen macroeconómico que se produjo a partir del cambio de gobierno lleva a comparar los datos de este trimestre con los del trimestre inmediato anterior: hubo 404 mil personas ocupadas menos que en el cuarto trimestre de 2023. **Esta caída es de una magnitud considerable: desde que se publica esta serie de EPH (2T16) nunca hubo una caída intertrimestral de este tamaño, exceptuando la pandemia (2T20).** A modo de referencia, a continuación, se presentan las variaciones del empleo en los primeros trimestres de años anteriores.

No hay estacionalidad que valga.

Variación en la cantidad de personas ocupadas en el primer trimestre de cada año respecto del último trimestre del año anterior

2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
- 131.000	- 143.000	154.000	- 194.919	458.000	- 60.000	130.000	- 404.000

Fuente: Instituto de Trabajo y Economía (ITE) en base a EPH- INDEC

La magnitud atípica de la caída de este año permite afirmar que no se trata de una cuestión estacional, por lo que cabe analizar las variaciones intertrimestrales. Los datos más llamativos fueron: 1) que **la caída fue**

transversal a todas las categorías ocupacionales, incluido el cuentapropismo que suele actuar como “refugio” en momentos de crisis, y 2) que el empleo asalariado no registrado cayó en igual medida que el empleo registrado (en términos relativos).

La caída en la ocupación provocó simultáneamente un aumento de la tasa de desocupación y una caída de la tasa de actividad, producto de transiciones hacia la inactividad.

En abril, los datos de empleo registrado muestran que la caída no se detuvo, a pesar de que el nivel de actividad económica se mantuvo prácticamente sin cambios respecto de marzo. Con respecto a noviembre, la caída acumulada asciende a 148.805, un 1,4% de la totalidad de los puestos asalariados.

Evolución del empleo asalariado registrado.

Serie sin estacionalidad.

	Privado	Público	Casas particulares	Total
Abr24 vs mar24	-12.929	-3.180	-2.791	-18.900
Abr24 vs nov23	-111.656	-25.418	-11.731	-148.805

Fuente: Instituto de Trabajo y Economía (ITE) en base a SIPA – Ministerio de Capital Humano

En el sector privado, los sectores más afectados continúan siendo la construcción y la industria. En abril explicaron más del 100% de los 12.929 puestos de trabajo perdidos (-8.267 construcción y -5.074 industria), caídas parcialmente compensadas por otros sectores. De noviembre para acá, la construcción ya perdió el 14,6% de sus puestos de trabajo registrados. En cuanto a la distribución geográfica, el 69% de los empleos perdidos entre marzo y abril fueron en la Provincia de Buenos Aires.

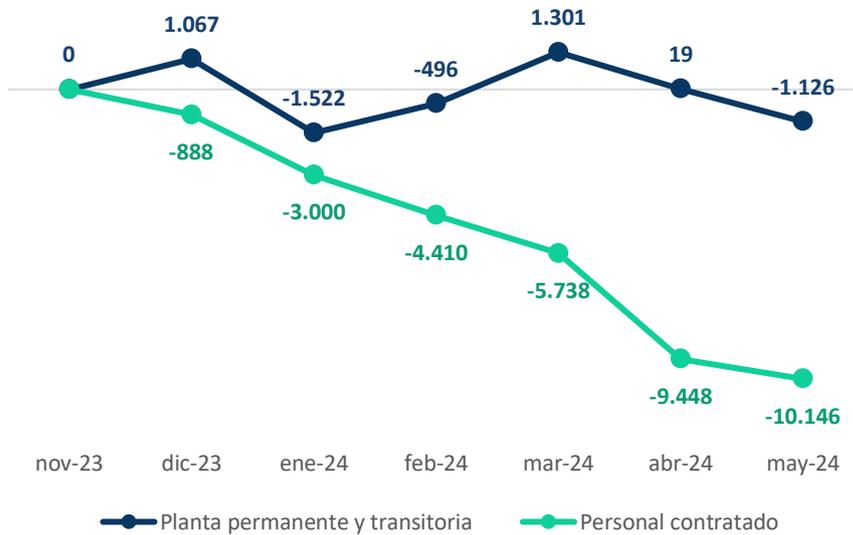
En el sector público, la caída en la cantidad de empleos fue menor a la que cabía esperar tras la oleada de despidos que se produjo el 31/3 en el Poder Ejecutivo Nacional. En abril hubo un crecimiento de casi 5.500 puestos de trabajo, mientras que la caída significativa se produjo en enero. Esto implica que otros niveles de gobierno compensaron la pérdida del SPN.

De acuerdo con los informes de ocupación del Ministerio de Economía, **hubo una reducción de 9.429 puestos de trabajo en el Poder Ejecutivo Nacional entre noviembre y abril, de los cuales la totalidad se explica por la disminución del personal contratado. Representa una caída del 14,4% en los puestos de trabajo de esta modalidad.** En contraste, el personal de planta

(permanente y transitoria) se encuentra en un nivel similar a noviembre de 2023, alternando meses de aumento con meses de caída.

El precio de tener contratos temporarios

Evolución acumulada del empleo en el Poder Ejecutivo Nacional desde nov-23



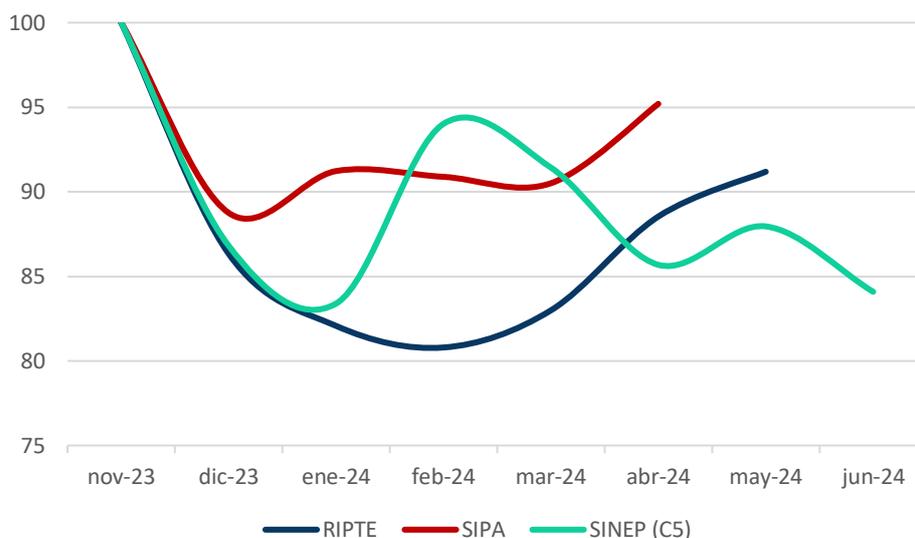
Fuente: Instituto de Trabajo y Economía (ITE) en base a Ministerio de Economía.

Respecto de los salarios, **los últimos datos de salario registrado confirman una recuperación significativa, aunque todavía se mantienen lejos del nivel previo a la devaluación de diciembre.** El salario promedio de SIPA (incluye solo sector privado, considera sumas no remunerativas y no lo afecta el tope a los aportes personales) creció 5,2% en abril luego de dos meses de estancamiento, mientras que el RIPTE (incluye también sector público, solo trabajadores estables, sin sumas no remunerativas y lo afecta el tope a los aportes personales) habría crecido 6,7% en abril y volvió a crecer 3% en mayo. Se mantienen un 4,8% y un 8,8% por debajo del nivel de noviembre, respectivamente.

El devenir del salario estatal (SINEP), en cambio, es bastante diferente. Luego de una importante recuperación en febrero, acumuló fuertes caídas. En junio, el Gobierno no dio ningún aumento y el salario real fue un 15,9% menor al de noviembre.

Los salarios privados esbozan una lenta recuperación.

Evolución acumulada del salario registrado. Base nov23=100

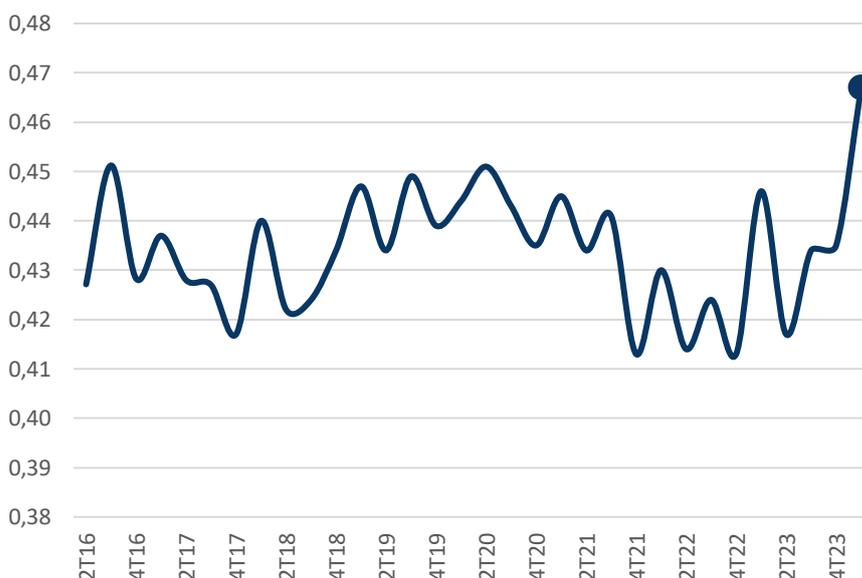


Fuente: Instituto de Trabajo y Economía (ITE) en base a Ministerio de Capital Humano y ATE.

El empeoramiento de los ingresos de las personas asalariadas tiene un correlato directo en la distribución del ingreso. En el primer trimestre de este año el Coeficiente de Gini del ingreso per cápita familiar de las personas, **alcanzó su valor más alto (señal de mayor desigualdad) desde la publicación de esta serie** (segundo trimestre de 2016).

Fuerte suba de la desigualdad

Evolución del Coeficiente de Gini.



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía (ITE) en base a INDEC.

Esta regresión en la distribución del ingreso, el empleo y la actividad, ¿está favoreciendo la baja de la inflación? Los números para junio fueron un poco

peores que los de mayo, mientras que indicadores adelantados marcan un nuevo retroceso en la inflación para julio. Pero sobre la paz de los cementerios sobrevuelan los fantasmas. **El objetivo de inflación puede empezar a chocar con la evolución de la brecha cambiaria y los objetivos fiscales.**

El BCRA compra menos dólares mientras sube la brecha

En el arranque de gobierno, la gestión económica combinó cuatro cosas tan contradictorias como deseables a priori: i) un tipo de cambio, oficial y paralelo, que se movía por debajo de la inflación, ii) con acumulación de reservas, es decir, un Banco Central que compraba -mucho- más de lo que vendía, iii) una tasa de interés menor que la inflación esperada, con iv) agregados monetarios también moviéndose por debajo del nivel de precios.

Esto se debía al endurecimiento de los controles de cambios, más conocidos como cepo, y a la caída del nivel de actividad, que moderaba las necesidades de importación y la demanda transaccional de dinero. Sin embargo, también dijimos que este esquema de restricciones traería problemas de corto y largo plazo. Algo de esto pasó en junio.

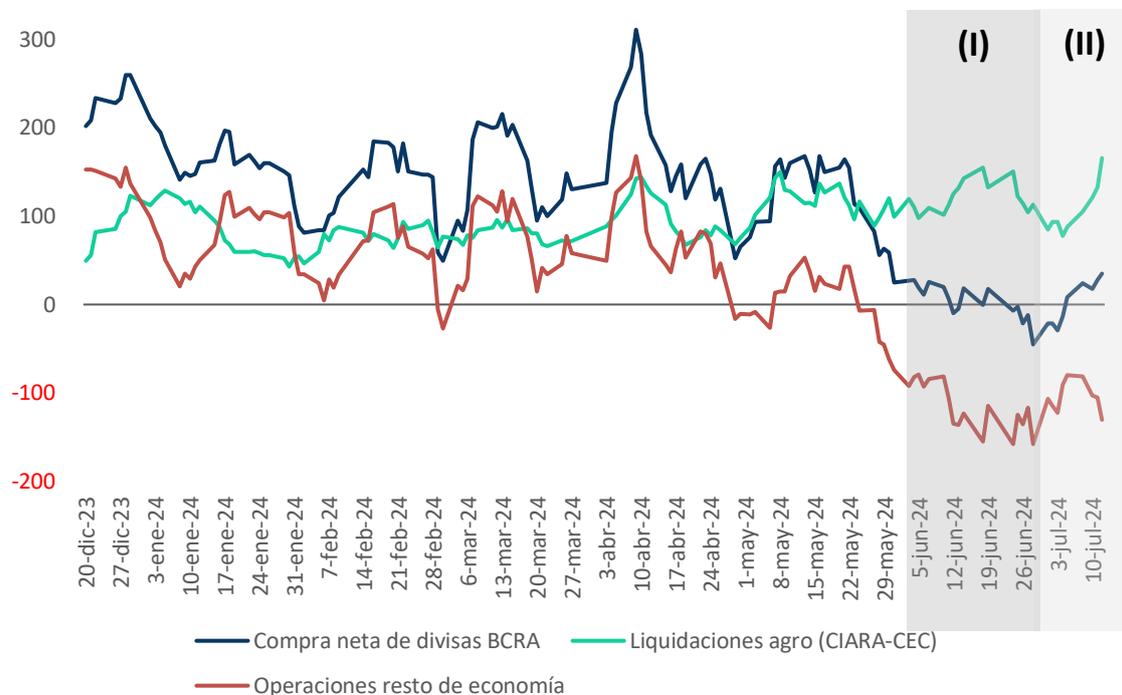
Entre enero y mayo, el Banco Central compró USD 14.400 millones en el mercado cambiario, superando largamente el promedio 2020-2023 de USD 980 millones. Esta mejora no se explicó por la liquidación del sector agropecuario, que cayó de USD 11.300 millones a USD 9.300 millones entre ambos períodos, sino por las operaciones con el resto de la economía: éstas pasaron de comprar USD 10.300 millones netos a vender USD 5.100 millones.

No obstante, la dinámica se revirtió en junio. **La autoridad monetaria vendió USD 50 millones durante el mes pasado (área gris (I) del gráfico de abajo), contrastando con las compras por USD 2.900 millones promedio mensual en los primeros cinco meses del año.** El deterioro no se explicó por el sector agropecuario, que pasó de vender USD 1.850 millones promedio mensual entre enero y mayo a USD 1.980 millones en junio, sino por las operaciones con el resto de la economía, que pasó de ofrecer USD 1.000 millones netos

a demandar USD 2.000 millones. Así, el Banco Central empezó a vender dólares en plena salida de la cosecha gruesa.

¡Adiós verano cambiario!

Compra neta de divisas y factores de explicación, promedio 5d.



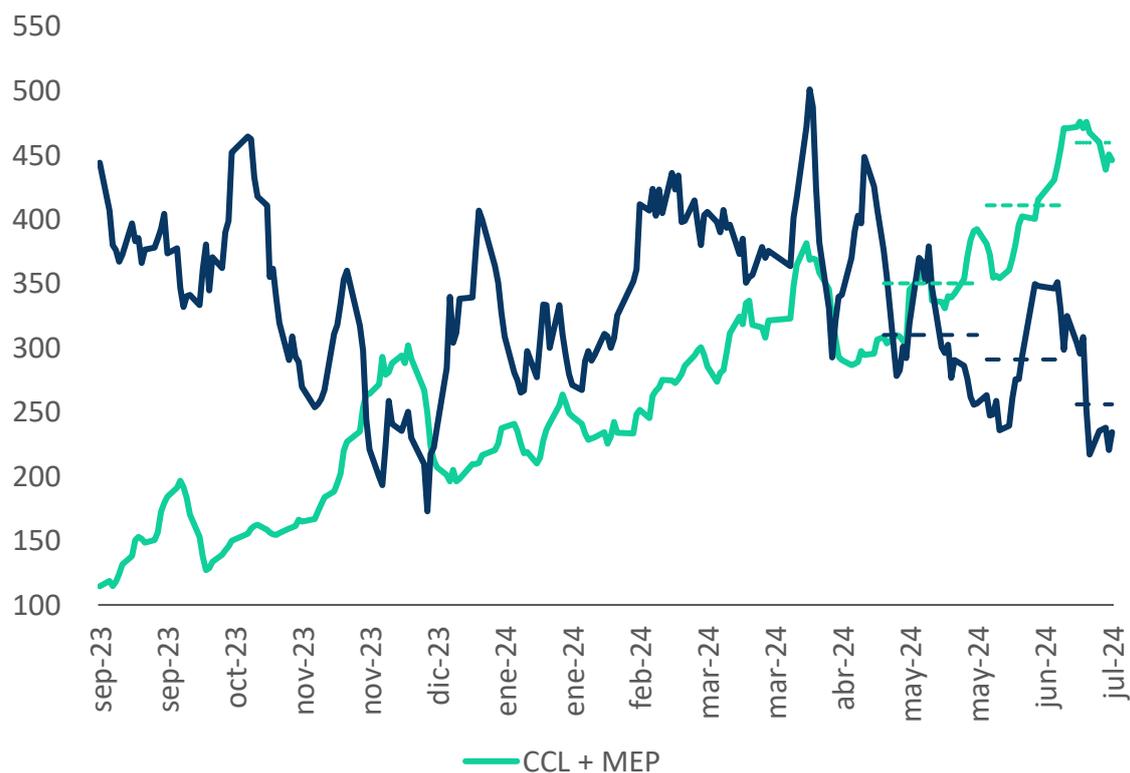
Fuente: Instituto de Trabajo y Economía (ITE) en base a BCRA y CIARA

A mediados de mayo se volvió efectiva la reducción de cuatro a una las cuotas para comprar de divisas para importar bienes por MiPyMES. Además, a mediados de junio, se i) relajaron las restricciones al financiamiento en pesos de Grandes Exportadoras -que ahora pueden recurrir en mayor medida al crédito bancario para hacerse de pesos, ganando margen para posponer exportaciones-, ii) algo similar para las exportadoras de soja, a la vez que iii) se redujo de 180 a 120 días el plazo mínimo para pago de importaciones de automotrices y iv) se habilitó la compra de dólares "oficiales" para el pago de intereses por deudas entre empresas. No obstante, estas medidas por sí no explican el cambio de signo en la intervención del Central. Más aun, este giro coincidió con i) una caída de las compras del resto de la economía (ver área gris II del gráfico, julio) que dio algo de aire al BCRA y ii) **una caída del volumen operado en el mercado de cambios oficial, al tiempo que un incremento en el paralelo (MEP más CCL).**

En este escenario entramos a la primera mitad de julio: un volumen creciente en el mercado de cambios paralelo y otro que cae en el oficial, producto de la moderación en las ventas a la economía no agro (ver área gris II del gráfico I).

¡Adiós verano cambiario!

Volumen operado MAE (A3500), CCL y MEP, promedio 5d. Líneas punteadas: promedio mayo, junio y julio.



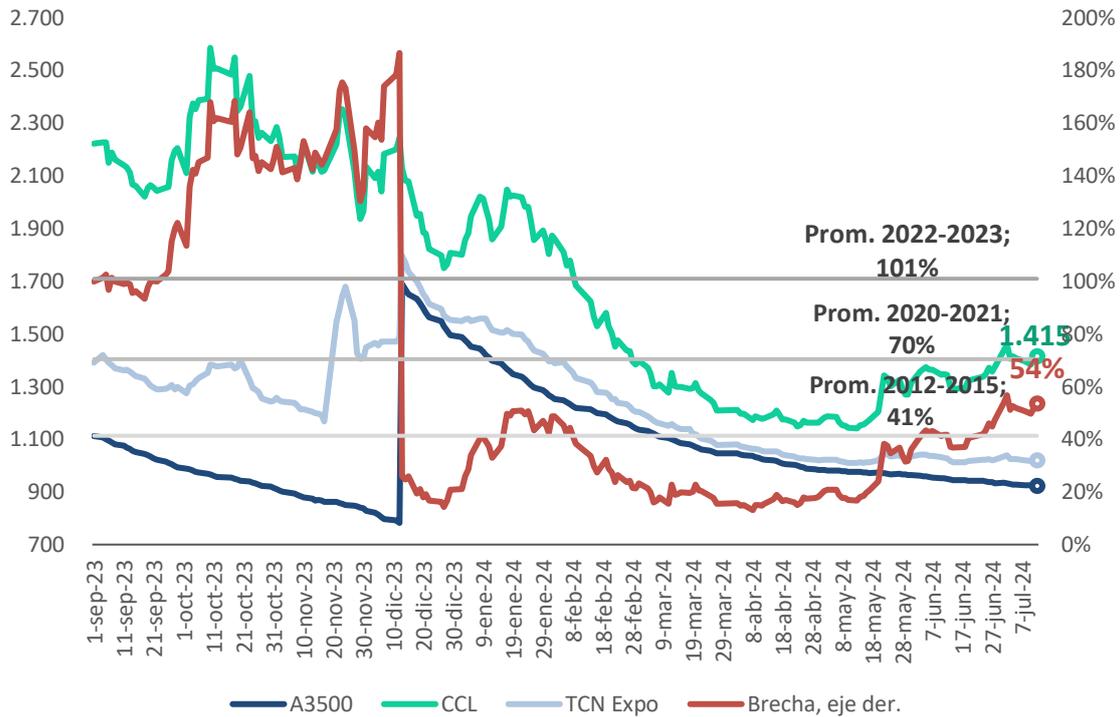
Fuente: Instituto de Trabajo y Economía (ITE) en base a Bloomberg y MAE.

En junio, y julio subieron el dólar MEP y el Contado con liquidación. Considerando que el oficial avanzó menos de 2%, **la brecha llegó a la zona 55% y arrastra un avance de 20 p.p. en los últimos 45 días.**

A la incertidumbre por falta de señales de salida del cepo y el menor atractivo de los instrumentos en pesos por la baja de la tasa de interés, se sumó i) la menor calidad crediticia del Tesoro por sobre el BCRA -reemplazo de pases por Letras Fiscales de Liquidez, LEFI (ver apartado de deuda al final)- en un marco de ii) mayor incertidumbre generalizada, principalmente local pero también internacional -la desaceleración de la actividad en Estados Unidos y el menor apetito por "riesgosos" como contracara-

Se adelantó la temporada de brecha

Tipo de cambio oficial y paralelo deflactado por IPC más brecha. Base 12-jul-24=922.



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía (ITE) en base a Bloomberg y BCRA.

El 13 de julio, el presidente Milei anunció en una entrevista con LN+ que el Banco Central absorbería los pesos emitidos para comprar Reservas en el mercado de cambios oficial vendiendo los dólares en el Contado con liquidación. Así, se reduciría la emisión neta por compra de divisas, al tiempo que se aumentaría la oferta de divisas en el mercado paralelo, moderando ceteris paribus la brecha. Como contrapartida, se atenúa la acumulación de Reservas por cuenta corriente a la diferencia de cotización entre ambos tipos de cambio: **a mayor brecha, mayor “poder adquisitivo” del BCRA en el mercado paralelo** -por diferencia de cotización: compra al oficial, vende al paralelo-, por lo que cuanto más efectiva sea la medida, menor la acumulación de activos externos.

Cerrando julio, el BCRA decidió flexibilizar el acceso al mercado de cambios a más importadores, achicando los plazos de pago de 4 cuotas y 120 días a 2 cuotas y 60 días. También flexibilizó el acceso a los dólares financieros (MEP y CCL) para personas que habían recibido asistencia en la pandemia o reciben subsidios. ¿Alcanzarán los dólares para cubrir todo esto sin devaluar?

Una medida costosa

Brecha y porcentaje de Reservas conservadas según brecha.



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía (ITE) en base a Bloomberg.

Salir del cepo sin reservas (brutas ni netas), sin financiamiento, con un importante pasivo de los bancos y confiando en que el ajuste fiscal-monetario es suficiente, suena a demasiado.

Déficit cero en 2024. ¿Déficit cero en 2024?

En los primeros cinco meses, la devaluación del tipo de cambio real y la suba de alícuota del impuesto país del 7,5% al 17,5% permitieron compensar la caída del nivel general de actividad y de los salarios reales. Por el lado de los gastos, la licuación fue el principal instrumento y el ajuste cayó principalmente sobre 4 partidas Jubilaciones y pensiones que explicó un 30% del ajuste, gasto de capital (23%), Gastos de funcionamiento (16%) y subsidios (13%).

En la segunda parte del año, el ajuste entra en una fase 2, tanto por el agotamiento de las fuentes de ingreso relacionadas con el tipo de cambio -a medida que continúa la apreciación-, como también producto de la dificultad de continuar apelando exclusivamente a la licuación y a la rotura de contratos.

Por el lado de los ingresos, la segunda parte del año traerá aparejada un conjunto de novedades normativas. En términos de importancia para el cierre fiscal, la medida más relevante tendrá que ver con la posible y anunciada vuelta a la alícuota del 7,5% para bienes en el impuesto país

(desde el 17,5% que reglamento el propio Caputo). De llevarse a cabo en agosto, como dejó entrever el ministro, **el costo fiscal de la medida sería de aproximadamente un 0,3% del PBI por los 5 meses.**

¿Cómo piensa compensar dicha pérdida de ingresos el gobierno nacional? Particularmente a través de 3 impuestos y un último recurso:

En primer lugar, el esquema de aumento de tarifas de energía eléctrica y de gas no sólo tendría el efecto de reducir la cuenta subsidios, sino también le permite al gobierno nacional ampliar la base imponible para el IVA, generando un aumento de la recaudación del 0,2% del PBI para lo que resta del año según las estimaciones del *staff report* del Fondo. No obstante, en los últimos meses se postergaron los aumentos relacionados con la suba del VAD en el área metropolitana. ¿Sucederá algo parecido con la revisión de subsidios? Primera disputa entre ajuste fiscal e inflación.

En segundo lugar, a través de la sanción de la ley de Medidas Fiscales Paliativas y Relevantes el gobierno volvió a instaurar el impuesto a las ganancias de la cuarta categoría, que según estimaciones propias y acordes a lo publicado por la Oficina de Presupuesto del congreso aportarían, tomado en base anual, en torno a 0,4% del PBI a la AFIP de los cuales le quedarán al tesoro en torno a 0,16% del PBI.

El tercer gran pilar que debería recuperar los ingresos del sector público nacional en la segunda parte del año es el impuesto a los combustibles. En la primera parte del año, el gobierno aceleró la recomposición del impuesto y recuperó parte totalidad del atraso del 2023. Ahora bien, en los últimos dos meses, como medida para mostrar un sendero decreciente de la inflación el gobierno fue postergando los aumentos del tributo que corresponderían por el último trimestre del 2023 y el primer trimestre de 2024. **En su conjunto hubiera implicado un aumento del precio de los combustibles de en torno al 18%.**

Esta sábana corta entre frenar aumento de regulados y apuntalar la recuperación del impuesto a los combustibles, en nuestro esquema será terciada a favor de lograr a toda costa el déficit cero, por lo cual esperamos que el tributo aporte en torno al 0,3% del PBI en lo que queda del año. Es decir, por sí misma, podría recuperar la pérdida del impuesto país.

Cabe hacer una consideración, en el segundo semestre, en un escenario sin interrupciones, el salario real y la actividad deberán comenzar una ligera

recuperación desde el quinto subsuelo. De esta forma, la contribución negativa de los impuestos relacionados a la actividad y aquellos ligados a la seguridad social seguirán cayendo considerablemente en términos reales, pero serán menos negativos en que en el primer semestre.

De esta forma, **el escenario por el lado de los ingresos podría cerrar con una caída similar a la de los primeros 5 meses aún con la baja del impuesto país.**

Ganancias y blanqueo al rescate.

Evolución de los recursos totales del SPN por partida. En millones de \$ de 2024 y porcentaje

En \$ millones de 2024	Enero-Mayo		Varia		Junio-Diciembre		Varia	
	2023	2024	En %	En millones	2023	2024	En %	En millones
Ingresos totales	34.273.121	32.522.586	-5,1%	-1.750.535	74.987.754	70.207.580	-6,4%	-4.780.174
IVA neto de reintegros	7.108.134	6.987.833	-1,7%	-120.300	15.331.712	13.034.233	-15,0%	-2.297.479
Ganancias	3.305.562	2.083.726	-37,0%	-1.221.836	7.499.922	9.107.811	21,4%	1.607.889
Débitos y créditos	3.283.168	3.019.914	-8,0%	-263.253	6.950.616	6.213.287	-10,6%	-737.329
Derechos de exportación	1.284.844	2.105.030	63,8%	820.186	3.677.424	4.369.913	18,8%	692.489
Derechos de importación	1.096.764	1.172.603	6,9%	75.839	2.581.609	2.051.194	-20,5%	-530.415
Aportes y Contribuciones de la Seguridad Social	11.967.450	9.368.211	-21,7%	-2.599.239	21.535.728	17.853.977	-17,1%	-3.681.752
Impuesto país	776.058	2.970.608	282,8%	2.194.551	3.675.908	4.988.622	35,7%	1.312.714
Combustibles	419.446	252.549	-39,8%	-166.897	709.106	2.036.562	187,2%	1.327.455
Resto	5.031.696	4.562.111	-9,3%	-469.585	13.025.728	10.551.981	-19,0%	-2.473.747

Fuente: Instituto de Trabajo y Economía (ITE) en base a Secretaría de Hacienda y AFIP.

Pero, si el gobierno decide continuar postergando la recaudación del impuesto a los combustibles y/o termina postergando también parte de las tarifas de servicios y reducción de subsidios, el escenario de actividad y/o salarios viene peor de los esperado o las presiones sociales llevan a tener que pausar momentáneamente el ajuste sobre el gasto, existe un último recurso: Apelar a los ingresos por única vez. Aquí la Ley Medidas Fiscales Paliativas y Relevantes y la Ley Bases le dan al gobierno 2 fuentes:

Los contribuyentes podrán adelantar abonar en simultaneo 5 años de bienes personales (Periodos fiscales de 2023 a 2027) con una alícuota reducida del 0,5%.

En paralelo el Régimen de Regularización de Activos, fue diagramado para que la primera etapa (aquella que posee la alícuota más baja) venza el 30 de noviembre. Estimar un monto de recaudación de este tipo de regímenes es extremadamente dependiente de los supuestos de éxito. Vale la pena recordar que el blanqueo llevado a cabo por Macri implicó una regularización de activos por USD \$116.800 millones (y una recaudación por USD 9.522 millones), mientras que en los de 2009 y 2015 los montos declarados fueron u\$s4.692 millones y u\$s2.595 millones, respectivamente.

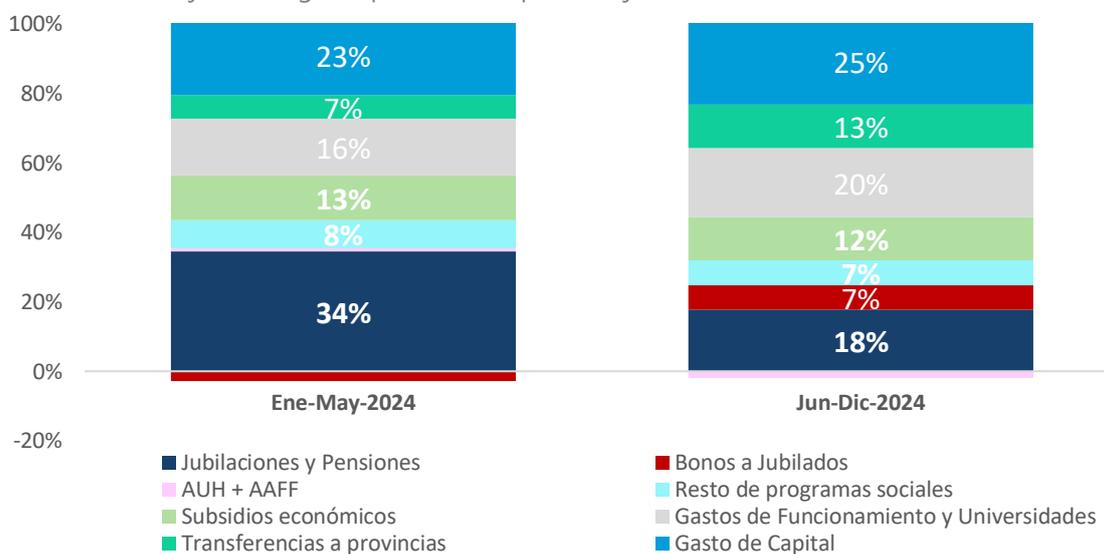
Teniendo en cuenta monto optimista (USD 40.000 millones), la recaudación estimada para el 2024 podría rondar entre los USD1.200 y USD 2.000 millones (0,15%/0,3% del PBI).

Por el lado del gasto, en la segunda mitad del año, el gobierno podría mostrar en términos agregados que ha "flexibilizado el ajuste". En los primeros 5 meses, el gobierno mostró una contracción real del gasto del 35% en promedio, mientras que en el período de junio a diciembre dicho guarismo se puede reducir al 25%. Esta diferencia a priori habría que tomarla con pinzas, dado que, si sólo descontamos el efecto del default a las generadoras de energía, en lugar de una diferencia de 10 puntos, la misma se reduce cómodamente a 5.

Ahora bien, si en el primer semestre la aceleración de la inflación fue la principal aliada para el gobierno provocando que el principal pilar del ajuste nacional sean los jubilados y pensionados, **en el segundo, el ajuste estará más repartido entre los propios jubilados (25%), tarifas (12%), las provincias (13%) y los gastos de funcionamiento (20%) y capital (25%).**

El mismo ajuste, más repartido

Contribución al ajuste del gasto primario, en porcentaje



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía (ITE) en base a Secretaría de Hacienda.

A pesar de la sanción de una nueva fórmula de movilidad incrementa los haberes de jubilados y pensionados mensualmente por inflación, su ingreso en términos de bolsillo no sólo depende de dicha legislación. Durante gran el 2023, el gobierno compensó las caídas reales que ocasionaba la formula anterior otorgando bonos a los jubilados y pensionados de la mínima. Ahora bien, el gobierno ha decidido congelar el

valor de dichos bonos en \$70.000. **De esta forma, las jubilaciones de la mínima, pensiones y PNC continuarán exhibiendo caídas cercanas al 20% i.a durante todo el segundo semestre.**

Así entonces, si miramos el ingreso de los jubilados en términos totales (haber + bonos), en los primeros 5 meses aportaron el 30% del ajuste y en los siguientes 7 meses representarán en torno al 25%.

En cuanto a los subsidios, el gobierno mostró las cartas para lo que resta del año. A partir de junio comenzarán a regir los nuevos esquemas tarifarios de gas y de luz. En el caso de gas, gran parte del incremento había sido realizado durante el mes de abril y se esperaba más que nada la programación de invierno. Pero, en el caso de energía eléctrica, sorprendentemente el anuncio implica un esquema mucho más duro para la clase media y baja y propone volver a subsidiar a los sectores de mayores ingresos. De esta manera, mientras que a los usuarios residenciales N2 el aumento más que duplicaría el monto de las facturas, en el caso de los N1 el aumento en su factura será del 23%.

Gracias a este nuevo esquema el gobierno podrá mostrar en el segundo semestre del año un ajuste en términos de subsidios a la energía de un guarismo cercano al 30% en términos interanuales. Si bien este monto es similar al de los primeros 5 meses en términos de magnitud, en la primera parte del año el mismo estuvo explicado fundamentalmente por el default y pago en bonos a las generadoras, más que por una reducción genuina de los subsidios.

Cabe la pena señalar, que aquí el gobierno se podría encontrar con mayores dificultades. Dado los niveles de frío actuales, la demanda de energía podría superar las expectativas y por tanto elevar el costo de su generación. Dado que los esquemas actuales fijan para los usuarios un precio nominal, si el costo de generación sube más que lo esperado el estado automáticamente deberá realizar un mayor desembolso por subsidios o generar una nueva adecuación tarifaria.

¿Cómo podría cerrar el año en el gasto?

Evolución gasto primario por partida. En millones de \$ de 2024 y porcentaje

En \$ millones de 2024	Enero-Mayo		Varia		Junio-Diciembre		Varia	
	2023	2024	En %	En millones	2023	2024	En %	En millones
Gastos Primario	49.844.830	34.049.742	-31,7%	-15.795.088	75.406.752	57.169.139	-24,2%	-18.174.306
Prestaciones sociales	27.585.337	21.113.385	-23,5%	-6.471.952	40.990.769	35.508.921	-13,4%	-5.481.849
Jubilaciones y Pensiones	17.881.103	12.443.523	-30,4%	-5.437.580	25.932.320	22.720.582	-12,4%	-3.211.738
AUH + AAFF	2.486.030	2.326.373	-6,4%	-159.656	2.950.306	3.306.912	12,1%	356.606
Pensiones del INSSJP	2.107.155	2.069.300	-1,8%	-37.855	3.691.115	3.650.219	-1,1%	-40.896
Otros Programas Sociales	5.111.049	4.274.189	-16,4%	-836.860	8.417.028	5.831.208	-30,7%	-2.585.820
Bonos a Jubilados	1.596.862	2.030.581	27,2%	433.720	3.341.765	2.064.386	-38,2%	-1.277.378
Resto de programas sociales	3.514.187	2.243.607	-36,2%	-1.270.580	5.075.263	3.766.821	-25,8%	-1.308.442
Subsidios económicos	5.803.709	3.775.325	-34,9%	-2.028.385	7.814.508	5.552.919	-28,9%	-2.261.589
Energía	4.375.553	2.835.755	-35,2%	-1.539.798	5.779.384	3.986.473	-31,0%	-1.792.911
Transporte y Resto	1.428.157	939.570	-34,2%	-488.587	2.035.124	1.566.446	-23,0%	-468.678
Gastos de Funcionamiento y Universidades	10.667.507	8.082.786	-24,2%	-2.584.721	17.365.309	13.682.108	-21,2%	-3.619.894
Transferencias a provincias	1.420.022	349.262	-75,4%	-1.070.759	3.050.652	775.837	-74,6%	-2.274.816
Gasto de Capital	4.368.256	728.985	-83,3%	-3.639.271	6.185.513	1.649.355	-73,3%	-4.536.158
Resultado Primario	-15.571.709	-1.527.156	-90,2%	14.044.553	-418.998	13.038.440	-3211,8%	13.178.978

Fuente: Instituto de Trabajo y Economía (ITE) en base a Secretaría de Hacienda.

Por otra parte, en la segunda parte del año la estacionalidad ayudaría al gobierno en dos rubros: Transferencias a provincias y salarios.

En el primer ítem vale recordar que, hacia el final del 2023, se otorgaron mayores transferencias tanto por los mayores desembolsos para financiar las cajas previsionales, como también como asistencias financieras para el pago de los aguinaldos. De esta forma, si el gobierno mantiene el ajuste realizado en la primera parte del año, la incidencia en el ajuste total del gasto será el doble que en los primeros 5 meses.

Finalmente, el gasto de funcionamiento y universidades también aportará una mayor proporción al ajuste del gasto primario versus la primera parte del año, pero en este caso, tampoco se debe a una aceleración del ajuste propiamente dicha, sino también a una estacionalidad producto del pago de los aguinaldos.

El año no se encontrará exento de desafíos, pero el gobierno se ha hecho de un margen importante para poder afrontar la segunda mitad. Ahora bien, lograr el objetivo fiscal, no es tanto por políticas virtuosas del gobierno, como podría ser una reforma tributaria entendida en términos integrales, sino más bien por la utilización de todo su capital político en pos de un objetivo. Esto les permitió licuar a jubilados y pensionados y llevar el nivel de sus haberes a guarismos cercanos a los de mediados de 2005, reducir la obra pública a niveles de 2002, incrementar impuestos y tarifas a la clase media, sin que existan mayores resistencias por parte de la sociedad.

Queda, sin embargo, un interrogante: Hoy en día, la estabilización es vista por la sociedad como una manera de lograr una mejora en la calidad de vida. Ahora bien, las políticas de estabilización siempre implican decisiones redistributivas y en caso de ser exitosas llevan a congelar dicha distribución en el tiempo. De esta forma, la duda que surge hacia futuro es si la sociedad acepta esta nueva distribución de la riqueza, o simplemente aún tiene esperanza que habrá luz al final del túnel y la pérdida sólo será temporal.

Algunas notas fiscales sobre el 2025.

Hablar del 2025 aún luce lejano, pero a priori se presentan distintas fuentes de conflicto en el año entrante. En primer lugar, el objetivo del gobierno no será ya alcanzar el equilibrio financiero, sino que por lo que deja entrever el último artículo IV del FMI, la meta para el año entrante será alcanzar un superávit de 0,5%.

Además, distintos indicios parecieran indicar que el gobierno no buscaría renovar el impuesto país, lo cual implicaría de base contar con 1,3% del PBI menos de recursos.

De esta forma, en principio el resto de las partidas debieran aportar 1,8% del producto adicionales. Dado que el informe del fondo plantea que el gasto se mantendrá constante en términos del producto ¿De dónde saldrán recursos adicionales por 1,8% del producto? El informe no parece ser consistente en este punto.

En primer lugar, si bien los recursos relacionados con el comercio exterior caen 0,6% del producto, lejos están del 1,3% que representa el impuesto país. De esta forma, el escenario supone que los ingresos por derechos de expo/impo crecen casi 0,7p.p. Esto implicaría que dichos tributos recauden guarismos similares a los de 2022. Dado el nivel de precios, como también que el tipo de cambio real ya se encuentra por debajo de los valores de dicho año, este escenario luce al menos improbable.

Escenario FMI. En % del PBI	2022	2023	2024	2025	2024 vs 2025
Ingresos totales	18	16,9	16,7	17,3	0,6
Impuestos	11,1	10	10,7	11	0,3
De los cuales Comex y FX	3,2	2,3	2,8	2,2	-0,6
Resto impuestos	7,9	7,7	7,9	8,8	0,9
Seguridad Social	5,2	5,1	4,7	5,1	0,4
No tributarios y resto	1,7	1,8	1,3	1,2	-0,1

Otro gran punto llamativo es que la línea de resto de ingresos tributarios crece 0,9 puntos del producto para alcanzar los 8,8% del PBI. Sería volver a niveles parecidos a los 2017, cuando no sólo la estructura tributaria era distinta, sino que también en esos momentos el estado nacional se quedaba con el 9% de los recursos coparticipables como precoparticipación. ¿Qué impuestos deberían incrementarse para que esto suceda?

En cuanto a los recursos de la seguridad social, los mismos volverían a los niveles de 2023, aunque extrañamente, la mejora del salario real que lleva implícito dicho escenario no implica para el fondo una mejora en el consumo privado acorde. Si en 2024 proyecta una caída de 6,8% i.a del consumo, el año entrante el crecimiento será de sólo el 3,5%.

Por el lado de los gastos, el escenario posee también algunas sorpresas. Producto de la muy baja base de comparación, el gasto en jubilaciones y pensiones necesariamente tendrá un rebote en 2025. Para suplir este incremento del gasto de 0,6 p.p del producto, la estrategia oficial sería recurrir principalmente a 2 partidas: Subsidios por 0,4 p.p y transferencias a otros organismos del sector público también por 0,4 p.p

Escenario FMI. En % del PBI	2022	2023	2024	2025	2024 vs 2025
Gasto Primario	20,4	19,8	15,1	15	-0,1
Salarios	3	3,3	2,7	2,6	-0,1
Bienes y servicios	0,8	0,7	0,5	0,5	0
Jubilaciones y Pensiones	7,6	6,8	6	6,6	0,6
Transferencias al Sector Privado	6,3	6	4,9	4,7	-0,2
Asistencia Social	3,7	3,9	3,9	4	0,1
Subsidios	2,6	2,1	1,1	0,7	-0,4
Subsidios a la energía	2	1,6	0,7	0,6	-0,1
Resto Subsidios	0,6	0,5	0,4	0,1	-0,3
Transf. Corr al sector público	1,1	1,2	0,6	0,2	-0,4
Gasto de Capital	1,6	1,6	0,4	0,4	0

La baja del gasto en subsidios no sería de la mano de mayores recortes en subsidios a la energía (aunque el número de 2024 parece subestimado) (-0,1 p.p) sino de fundamentalmente del recorte de transferencias al transporte, que, por su nivel parecieran casi desaparecer (pasarían de 0,4% del PBI a 0,1%).

La segunda gran interrogante, surge de las transferencias a otros organismos del sector público que pasan de 0,6% del PBI a 0,2%. Esto implicaría virtualmente la eliminación de todas las transferencias a

provincias (en torno a 0,2%/0,3% del PBI en 2024) y de las transferencias a empresas públicas, dado que los gastos de funcionamiento no salariales de las universidades por sí solos explican en torno al 0,1% del PBI.

En conclusión, el primer sendero conocido para 2025, deja más incertidumbre que certezas, no sólo por cómo se podría llegar al 0,5%, sino también si el propio 0,5% no es un objetivo que no cumpliría la premisa de estabilizar el ratio deuda/producto en el tiempo.

De aquellos polvos, futuros lodos.

El primer semestre de 2024 transcurrió sin sobresaltos en la administración de la deuda pública. El Tesoro obtuvo financiamiento neto por más de 22 billones de pesos que se utilizó para recomprar títulos en posesión del BCRA y para constituir un colchón de liquidez. Se llevó a cabo un canje voluntario sobre los vencimientos en pesos para extender plazos. A su vez, la mayoría de las colocaciones con tasas de interés reales negativas, lo cual que contribuyó a licuar parte del stock de deuda pública.

Sin embargo, los factores que contribuyeron a la estabilidad financiera comienzan a mostrar “rendimientos decrecientes” y asoman las fuentes de vulnerabilidad a futuro.

El primer límite que el gobierno enfrentó fue la resistencia a la baja de la tasa de interés. El pase que pagaba 133% TNA en diciembre de 2023 fue sucesivamente reducido hasta alcanzar los 40% TNA a mediados de mayo de 2024. Ese fue el piso para la tasa. A partir de esa última decisión, el sesgo de la política monetaria se volvió más expansivo (el crédito en pesos creció un 33% hasta julio) y los tipos de cambio paralelos tomaron impulso, llevando la brecha del orden del 20% al 50% medida contra el tipo de cambio oficial. De esta manera **la estrategia de licuar los pesos pasó a ser un juego de alto riesgo y el Ministerio de Economía anunció que “empezaba la era de la tasa de interés real positiva”.**

A modo de referencia, la Lecap S31E5, que había sido emitida en marzo de 2024 a un 88% de TEA, alcanzó su máxima compresión a mediados de mayo y luego comenzó a ver impulsada su tasa, operando actualmente en el área de 62% / 65% anual (consistente con una inflación de 4,2% mensual).

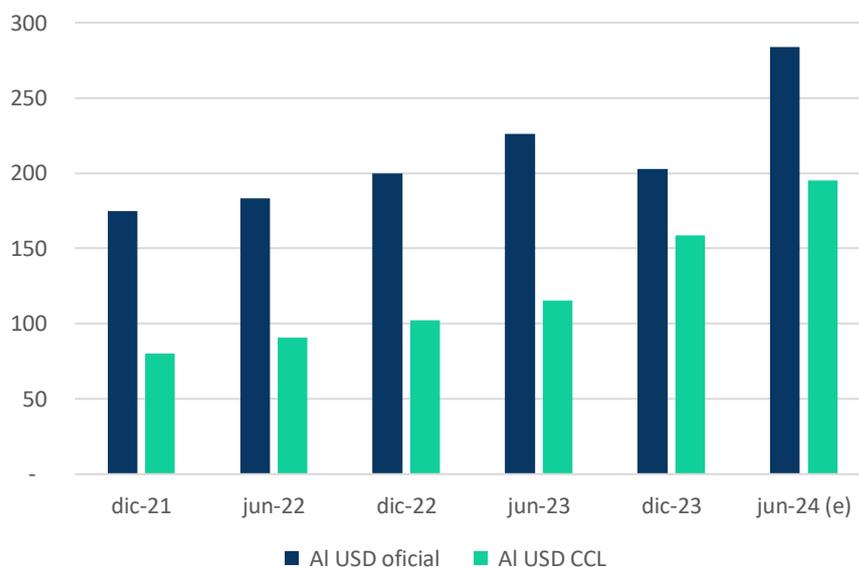
El pasaje hacia un nuevo equilibrio de tasa real al menos neutra se produce sobre una cantidad de deuda del Tesoro que ha crecido significativamente

en los últimos meses, como resultado de la cancelación de pasivos remunerados del BCRA y su reemplazo por deuda pública entre los activos del sector bancario.

El stock de deuda del Tesoro se ha incrementado alcanzando nuevos máximos históricos. Se estima que, cuando el traspaso de deuda al Tesoro se haya completado, el valor total de títulos públicos negociables será de USD 300.000 millones (USD 180.000 millones medidos al CCL). De esta manera, los factores de aumento de la deuda local han revertido la licuación que se había producido por la devaluación del tipo de cambio oficial de diciembre de 2023 y por las posteriores colocaciones a tasa negativa.

A pesar de la licuación y el superávit, la deuda crece.

Stock de deuda negociable del Tesoro Nacional. Valor técnico de títulos negociables, expresado en miles de millones de USD.



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía (ITE) en base a Secretaría de Finanzas y BCRA.

El punto cúlmine de este proceso es la emisión de Letras Fiscales para la administración de la liquidez del sector bancario. A partir de su lanzamiento, **el BCRA eliminará la emisión de pesos por cancelación de pases y el costo financiero de la tasa de referencia será absorbido por el Tesoro.**

Si bien el impacto de este movimiento no será visible en el resultado fiscal, dado que los intereses de las Lefi (y también de las Lecaps) se capitalizan al vencimiento, el efecto ocurrirá "por debajo de la línea": el Tesoro tendrá mayores necesidades financieras y, a su vez, estas se incrementarán en la medida en que el BCRA resuelva un aumento de la tasa de interés.

En principio, la renovación de las propias Letras al vencimiento supondrá un deterioro de la contabilidad del Tesoro, aunque no necesariamente traiga problemas de liquidez. Los casos en los que el Tesoro se vería enfrentado al pago de esa cuenta creciente de intereses serían que la economía demande más crédito (y los bancos cancelen Letras para otorgarlos), o bien que los bancos reduzcan su balance (y rechacen depósitos para cancelar Letras). Sin embargo, para que sea efectiva la señal de compromiso fiscal que busca el gobierno, **se debería mantener cierto nivel de liquidez en la cuenta que el Tesoro tiene en el BCRA, de modo tal que se vea el “poder de fuego” en pesos.**

¿Qué ocurriría en caso de un evento que requiera de una suba de la tasa de interés? El gobierno debería empujar aún más a la economía hacia el ajuste fiscal, amplificando el sesgo contractivo de la política monetaria. Peor aún, **el tamaño del ajuste fiscal necesario podría ser implausible. El verdadero grado de compromiso del gobierno con este esquema de dominancia monetaria de la política fiscal aún es incierto.**