

Informe Económico Mensual



Instituto de Investigación

Nº 229. Año 24 – 19 de julio de 2024

Escriben: Adolfo Bosch, Jorge Riaboi, Héctor Rubini y Jorge Viñas.

EL DATO DEL MES

Riesgo país. El 17 de julio el indicador de riesgo soberano EMBI-Argentina de JPMorgan Chase llegó a 1.594 p.b., el registro más alto desde el 15 de marzo de este año.

LO QUE HAY QUE SABER

Argentina: volvió la incertidumbre cambiaria.

El Gobierno anunció el inicio de la segunda etapa del programa de estabilización, pasando de “déficit fiscal cero” a “emisión monetaria cero” y la sustitución de la deuda remunerada del BCRA por títulos del Tesoro. Inicialmente los anuncios fueron mal recibidos en los mercados financieros, y persiste la incertidumbre sobre la capacidad de las autoridades para acumular reservas internacionales y liberalizar el mercado de cambios y los movimientos de capitales.

EE.UU.: sin baja de tasas por ahora

Tras la baja de la inflación de junio en EE.UU. y las declaraciones de Powell ante el Congreso, se fortalecieron las expectativas de que la primera baja de tasas tendrá lugar recién en la reunión de la Fed de septiembre. Desde principios de julio, el descenso de los rendimientos de los bonos del Tesoro de EE.UU. y el freno en la tendencia alcista del dólar trajeron alivio a Latinoamérica, pero un triunfo de Trump en las elecciones de noviembre podría alterar nuevamente el escenario regional.

LO QUE VIENE

Argentina. El ministro de Desregulación y Transformación del Estado de la Nación Argentina, Federico Sturzenegger, enviará al Congreso un proyecto de ley (informalmente, “Ley Hojarasca”) para derogar decenas de leyes consideradas inútiles por el actual gobierno.

Elecciones en Venezuela. El 28 de julio se celebrarán las elecciones presidenciales de Venezuela. Todas las encuestas preanuncian un triunfo del actual presidente Nicolás Maduro.

La guerra en Ucrania. El Secretario General de la OTAN, Jens Stoltenberg, afirmó que la guerra en Ucrania durará no menos de una década. También advirtió que, paradójicamente, cuanto mayor sea la ayuda y mayor involucramiento militar de Occidente a favor de Ucrania, el conflicto bélico se resolverá más rápidamente.

PRINCIPALES INDICADORES HASTA FIN DE JUNIO DE 2024

	2024 Marzo	Abril	Mayo	Junio	Tendencia hasta junio 2024
IPC Var. % mensual	11,0%	8,8%	4,2%	4,6%	
IPC Var. % interanual	287,9%	289,4%	276,4%	271,5%	Estable
Industria % uso capacidad instalada	53,4%	56,6%	56,8%	s.d.	
	2024 Marzo	Abril	Mayo	Junio	Tendencia hasta junio 2024
Tasa pol. monetaria Tasa de pases pasivos a 24 hs. del BCRA	80,0%	60,0%	40,0%	40,0%	
EMBI Arg. Riesgo país en puntos básicos al último día del mes	1.439	1.216	1.312	1.456	Estable
IVA DGI Recaudación Mensual	+217,0%	+244,7%	+220,7%	225,5%	
		Var. % interanual.			
Dólar \$/U\$S mayorista promedio bancos al último día del mes	857,4	876,8	895,3	911,8	
Depósitos en pesos Sector privado	+7,9%	+6,9%	+10,3%	+5,5%	
		Var. % mensual de saldos promedios diarios			
Depósitos en dólares Sector privado	+3,7%	+3,0%	+1,8%	+1,5%	
		Var. % mensual de saldos promedios diarios			

PRECIOS, ACTIVIDAD Y COMERCIO EXTERIOR

INDICADORES MÁS RECIENTES

Adolfo Bosch

I. PRECIOS

VARIABLE		FUENTE	Período	Unidad	Valor	Período anterior		
PRECIOS	IPC Nacional	INDEC	Junio 2024	Var. % mensual	4.6%	4.2%		
				Var.% interanual	271.5%	276.4%		
	IPC G.B.A		Junio 2024	Var. % mensual	4.4%	4.3%		
				Var.% interanual	273.7%	278.9%		
	IPC C.A.B.A		Dirección Gral. de Estad. y Censos. GCBA	Junio 2024	Var. % mensual	4.8%	4.4%	
					Var.% interanual	272.7%	280.9%	

II. ACTIVIDAD

VARIABLE		FUENTE	Período	Unidad	Valor	Período anterior	
DEMANDA INTERNA	Ventas en Shoppings	INDEC	Abril 2024	Var. % i.a. acumulado vs. acum. año anterior a precios constantes	-18,9%	-17,0%	
	Ventas en Supermercados		Abril 2024	Var. % i.a. acumulado vs. acum. año anterior a precios constantes	-13,0%	-11,5%	
	Patentamiento autos 0 Km	ACARA	Junio 2024	Var.%interanual	-25,9%	-13,8%	
ACTIVIDAD	Estimador Mensual de Actividad Economica	INDEC	Mayo 2024	Var.% mensual (sin estacionalidad)	1,3%	0,0%	
				Var.% interanual	2,3%	-1,6%	
PBI	1° Trimestre 2024		Var. % Enero-Marzo '24 vs Enero-Marzo '23	-5,1%	-1,2%		
ACTIVIDAD INDUSTRIAL	IPI Manufacturero		Mayo 2024	Var.% interanual	-14,8%	-16,6%	
	Uso capacidad instalada		Mayo 2024	% uso capacidad instalada	56,8%	56,6%	
CONSTRUCCIÓN	Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción			Mayo 2024	Var.% interanual	-32,6%	-37,2%
INGRESOS TRIBUTARIOS RELACIONADOS CON LA ACTIVIDAD INTERNA	IVA DGI (Bruto)	AFIP	Junio 2024	Var % mensual	-18,0%	84,3%	
				Var. interanual	251,1%	397,6%	
	Var % mensual			1,8%	13,8%		
	Var. interanual			233,0%	234,8%		
	Créditos y Débitos en Cta.Cte.			Var % mensual	38,6%	4,4%	
	Var. interanual	279,3%	187,0%				

III. COMERCIO EXTERIOR

VARIABLE		FUENTE	Período	Unidad	Valor	Período anterior	
COMERCIO EXTERIOR	Exportaciones	INDEC	Mayo 2024	Nivel (US\$ M)	7.622	6.527	
				Var. % interanual	22,9%	10,7%	
	Importaciones			Nivel (US\$ M)	4.966	4.708	
				Var. % interanual	-32,5%	-22,7%	
	Saldo balanza comercial			Nivel (US\$ M)	2.656	1.819	

PANORAMA DE ARGENTINA

EL RÉGIMEN MONETARIO Y CAMBIARIO EN EL CENTRO DEL DEBATE

Héctor Rubini

El Gobierno anunció el inicio de la segunda etapa del programa de estabilización, pasando de “déficit fiscal cero” a “emisión monetaria cero” y la sustitución de la deuda remunerada del BCRA por títulos del Tesoro. Inicialmente los anuncios fueron mal recibidos en los mercados financieros, y persiste la incertidumbre sobre la capacidad de las autoridades para acumular reservas internacionales y liberalizar el mercado de cambios y los movimientos de capitales.

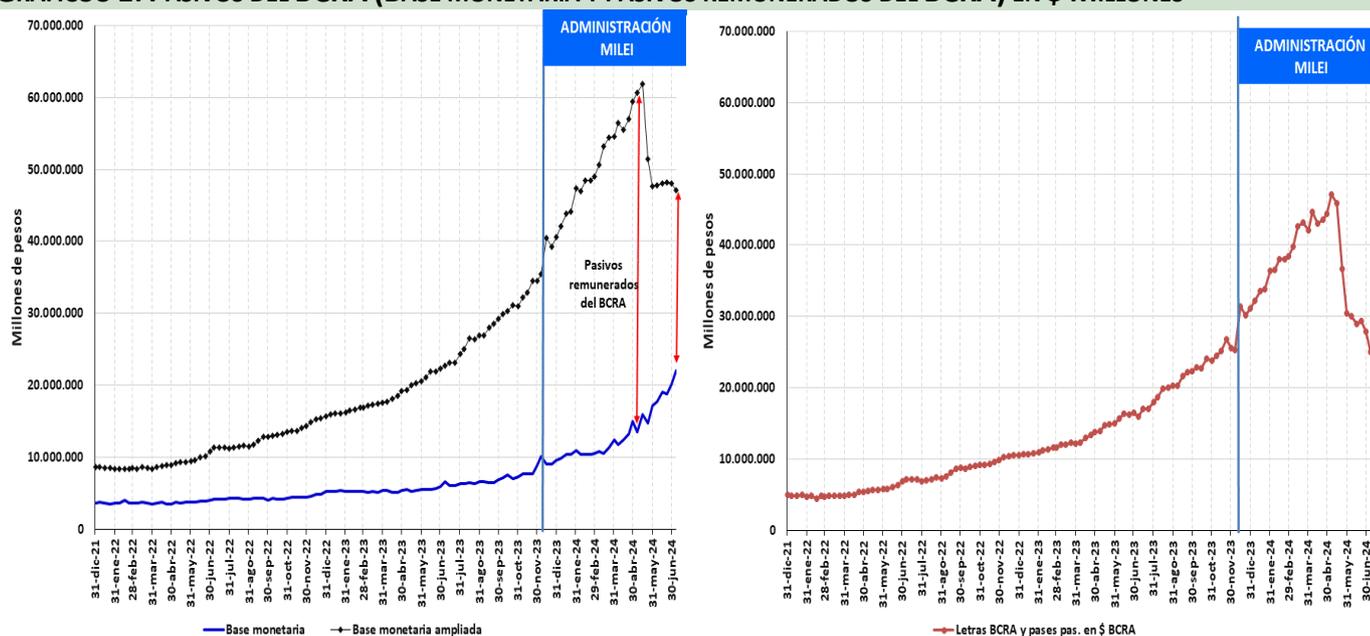
1. Contexto político y macroeconómico: vuelven las turbulencias

La firma del Pacto de Mayo el 9 de julio puso fin a la primera etapa política de la gestión Milei. La errada estrategia de confrontación, en buena medida alentada por el ex jefe de Gabinete y algunos asesores, fue revertida en menos de un mes por el nuevo Jefe de Gabinete, Guillermo Francos, que junto a la Secretaria de la Presidencia, Karina Milei, y el asesor Santiago Caputo conforman el núcleo de decisión del Presidente. Varios gobernadores de provincias kirchneristas (Buenos Aires, Tierra del Fuego, La Pampa, Formosa y La Rioja) optaron por no cerrar el Pacto de líneas generales de política a futuro. Una señal clara de cómo quedan divididas las aguas en la arena política, al menos hasta las elecciones de medio término del año próximo.

El nombramiento de Federico Sturzenegger como nuevo ministro de Desregulación y Transformación del Estado de la Nación Argentina, preanuncia una nueva etapa de intentos de reformas estructurales impulsadas por el Poder Ejecutivo. Sin embargo, es claro que **será más firme y generalizada la percepción de seguridad jurídica y la reputación de las autoridades si las reformas se concretan mediante leyes del Congreso de la Nación.** Aun así, es una señal inequívoca de cambio hacia la reconstrucción de un entorno más favorable para las inversiones y los negocios que lo observado en los últimos 20-25 años.

Aun así, reapareció la incertidumbre sobre el rumbo de la política monetaria y fiscal, y la cambiaria. Desde mediados de junio se observan comentarios diversos sobre la viabilidad de la estrategia oficial de estabilización si no se levantan los controles de capitales y de cambio (“cepo cambiario”). Con la Ley Bases aprobada, que incluye un Régimen de Incentivos a Grandes Inversiones (RIGI), varios consultores privados llamaron la atención sobre la potencial inconsistencia entre la efectividad del RIGI y la vigencia del cepo cambiario. Aprobada la Ley Bases en la madrugada del 28 de junio, a última hora de la tarde de ese día, el ministro de Economía Luis Caputo y el presidente del BCRA Santiago Bausili dieron una conferencia de prensa en la que anunciaron una segunda etapa de la estabilización, confirmando **el cierre a la emisión monetaria vía remuneración de deuda cuasifiscal del Banco Central (BCRA), y su canje a los bancos por deuda del Tesoro.**

GRÁFICO 1: PASIVOS DEL BCRA (BASE MONETARIA Y PASIVOS REMUNERADOS DEL BCRA) EN \$ MILLONES



Fuente: BCRA

El ministro de Economía **ratificó la continuidad del crawling peg de 2% mensual y la liquidación de divisas por el llamado mecanismo de 80% vía mercado oficial y 20% CCL, y que no habría ninguna devaluación de la moneda.** A su vez, el titular del BCRA sostuvo que los pasivos pasivos de la entidad serían sustituidos por una Letra de Regulación Monetaria a tasa flotante a ser emitida por el Tesoro. Respecto de la duración de la segunda etapa, el presidente del BCRA dijo que no tiene duración definida, y que estaba trabajando con los bancos el tema de la resolución de la continuidad o no de los *puts* (opciones de venta al BCRA de títulos públicos adquiridos por los bancos al Tesoro desde julio de 2022). La única precisión que dio fue que la **tasa de política monetaria en términos reales** va a ser positiva. Siendo una tasa no observada, y endógena a la inflación, esto implica un compromiso con una inflación anual al menos inferior al 40% nivel actual de la tasa nominal de política monetaria (equivale a inflación mensual futura inferior al 2,84% mensual), en línea con la intención manifestada por el Presidente de lograr la convergencia de la inflación hacia la velocidad de suba del tipo de cambio oficial del 2%, y luego hacia 1% mensual y finalmente 0%.

La conferencia fue percibida como excesivamente técnica y confusa. Ante preguntas de periodistas **no especificaron con claridad cuáles serían los parámetros de política requeridos para levantar el cepo cambiario**, más allá de un impreciso “compromiso” con emisión monetaria cero. Durante el fin de semana del 2 y 3 de julio algunos consultores privados interpretaron la sustitución los pasivos remunerados del BCRA por bonos del Tesoro como equivalente a la sustitución coactiva de depósitos privados en plazo fijo y deuda cuasifiscal del BCRA de fin de 1989 por Bonos Externos del Tesoro (el llamado “Plan Bonex”). A esto se sumó un economista del sector privado, miembro del Comité de Asesores Económicos del presidente formulando críticas al equipo económico en un solitario raid varios programas televisivos. Lo citado evidencia un clima de opinión infundado para instalar la idea de la “urgencia” del levantamiento del cepo cambiario cuando el BCRA carece de reservas internacionales líquidas propias. Un discurso que pareciera promover una abrupta devaluación del peso y un clima de inestabilidad macroeconómica y política, **cuando ninguna variable fundamental sugiere tal cosa** (ni lo sugería en los meses previos).

2. La eliminación del déficit cuasifiscal del BCRA

Luego de la reunión del lunes 1° de julio entre el equipo económico y representantes de los bancos privados, el dólar “blue” saltó \$ 40 a **\$ 1.405**, el dólar MEP otros \$ 65 a **\$ 1.413**, y el dólar CCL subió \$ 62 hasta **\$ 1.412**. Los bonos en dólares cayeron entre 3,6% y 4,8%, y el riesgo país superó luego de varias semanas los 1.500 puntos básicos.

El índice de acciones Merval cayó 1%, **las acciones de los bancos cayeron entre 4,4% y 6,5%**, y las ADRs de empresas argentinas en Nueva York registraron bajas entre 7,6% y 9,6%. La reacción negativa de los precios de los títulos públicos respondió a la venta al BCRA (atribuida al banco Macro) de sus tenencias de títulos y de la ejecución de las opciones de venta (“puts”) contra el BCRA¹. Esto implicó una emisión monetaria de \$ 1,9 billones que fue más que neutralizada con la colocación de pasivos pasivos al día siguiente por \$ 2,4 billones.

Si el resto del sistema optara por vender sus títulos al BCRA y ejecutar sus opciones de venta (“puts”), el BCRA debería haber emitido más de \$ 18,8 Bn. a fin de junio las tenencias de títulos públicos de bancos públicos se aproximaban a \$ 11,1 Bn y las **de bancos privados a \$ 6,6 Bn.** De este total hay que descontar \$ 1,9 Bn. liquidado por una entidad el 1° de julio, de modo que el problema de los bonos en cartera de los bancos **privados con puts es, como máximo, de \$ 4,7 Bn (U\$S 5.100 M al tipo de cambio oficial), y el stock en poder de todo el sistema ascendía a \$ 15,8 Bn.**

Esta semana el BCRA emitió la Com “B” 12847 por la cual invitó a los bancos a rescindir los puts sobre 18 tipos de bonos del Gobierno emitidos entre junio de 2023 y mayo de 2024, y con fechas de vencimiento entre el 30 de agosto de 2024 y el 30 de junio de 2027. El 18 de julio el BCRA realizó la operación con éxito: se rescindieron opciones sobre un stock de \$ 13,2 Bn de títulos en manos del sistema bancario y el BCRA pagó \$ 90.000 M en concepto de primas actualizadas. Sin embargo, las dudas de los operadores de mercado se mantienen casi sin cambios.

En varias entrevistas, el presidente de la Nación sostuvo que para levantar el cepo cambiario deben cumplirse 3 condiciones:

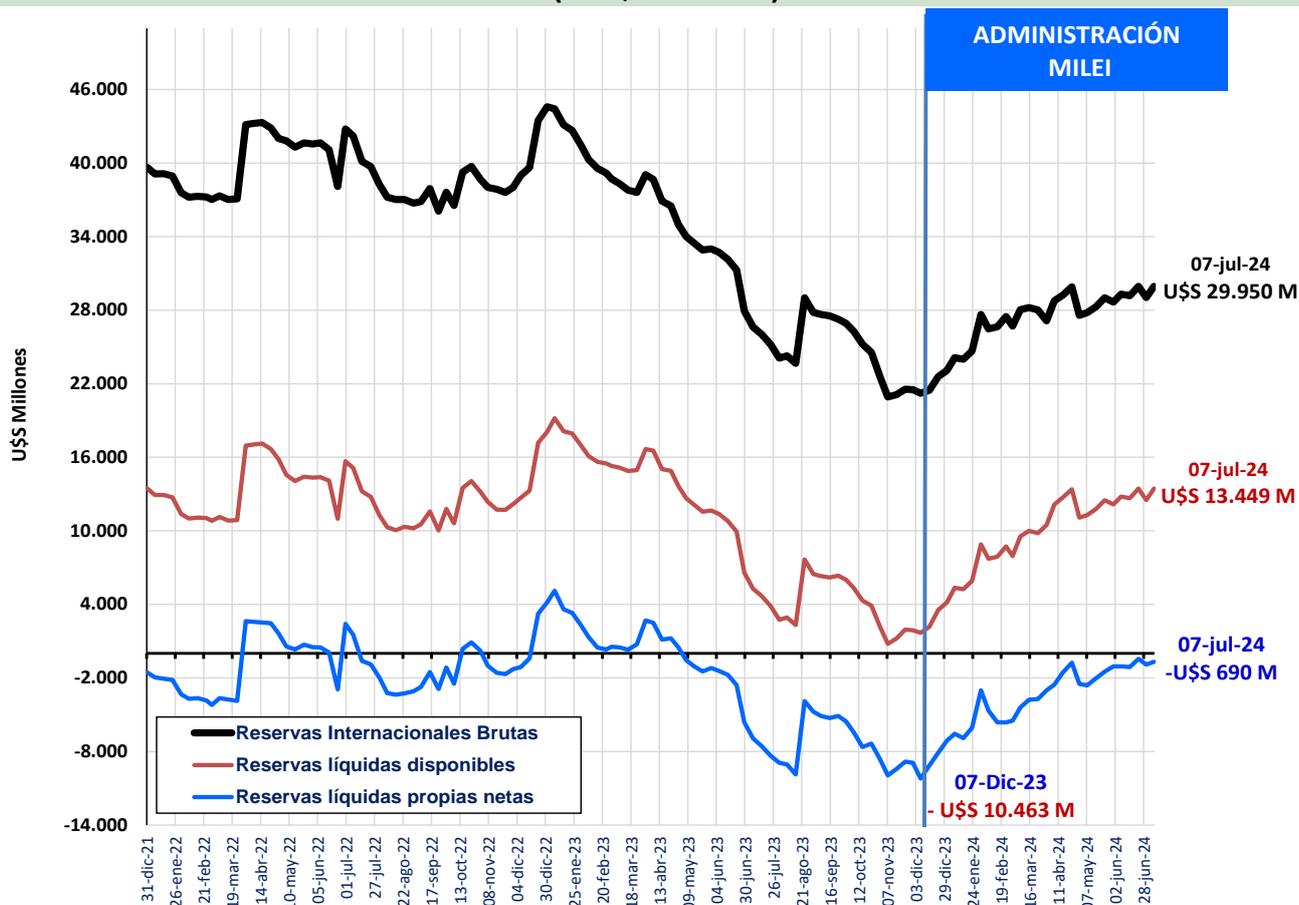
- a. Terminar con los pasivos remunerados del BCRA.
- b. Terminar con los puts.
- c. Convergencia de la inflación y de la devaluación (se supone que en el mercado oficial) a cerca de 0% mensual.

¹ La entidad nunca desmintió esos rumores y en la semana siguiente fue objeto de duras críticas del presidente Milei.

Sin embargo, también es claro que se necesitan dólares en el BCRA para afrontar la demanda de dólares de filiales de empresas extranjeras que desde el gobierno anterior tienen bloqueada la remisión de dividendos a sus casas matrices (se estima que sería una cifra en torno de los U\$S 8.000 M).

Las tres condiciones mencionadas por el presidente Milei tienen que ver con la necesidad de eliminar el exceso de demanda de dólares y el de oferta de peso. Esto **requiere no sólo poner un techo al emisionismo monetario acumulado, sino contar con oferta de dólares extra desde la autoridad monetaria para que el BCRA pulverice toda expectativa de corridas cambiarias antes y al momento de concretar la deseada liberalización total del mercado cambiario y de los movimientos de capitales.** El problema es que, al emitirse series de deuda del BCRA en dólares (BOPREAL) para resolver el problema heredado de la deuda de importadores con proveedores y el del giro de dividendos al exterior, **desde marzo aparece una deuda cuasifiscal (corriente) en dólares.** Los vencimientos por pagos de BOPREAL a 12 meses vista conducen a un sendero no muy diferente al presentado esta semana en Nueva York por el vicepresidente del BCRA, Vladimir Werning. Lamentablemente el **BCRA sigue sin reservas netas propias, a pesar de la visible recuperación desde diciembre del año pasado:**

GRÁFICO 2: RESERVAS INTERNACIONALES DEL BCRA (EN U\$S MILLONES)



Fuente: BCRA.

A fin de 2023 el stock de la base monetaria era de \$ 9,6 Bn, de modo que en 6 meses el crecimiento de la base monetaria ha sido de 102,5%, superando en ese período la suba de precios al consumidor (+79,8%).

El nivel de actividad del primer semestre habría caído un 6% interanual, lo que implicaría una suba de algo más de 3,4% respecto de fin de 2023. La fuente principal de emisión vino por la inyección de liquidez a las entidades bancarias (\$ 21,5 Bn) por cancelación de pases y letras más, junto a la compra de dólares a los exportadores (\$ 9,5 Bn).

La emisión neta se explica por esta última, ya que por operaciones con el sector público el BCRA absorbió (\$ 21,6 Bn) en el primer semestre de 2023: \$ 3,9 Bn, por venta de dólares al Tesoro para pago de servicios de la deuda, **\$ 16,7 Bn vía venta de títulos públicos a las entidades bancarias, y \$ 1 Bn. por otras operaciones.**

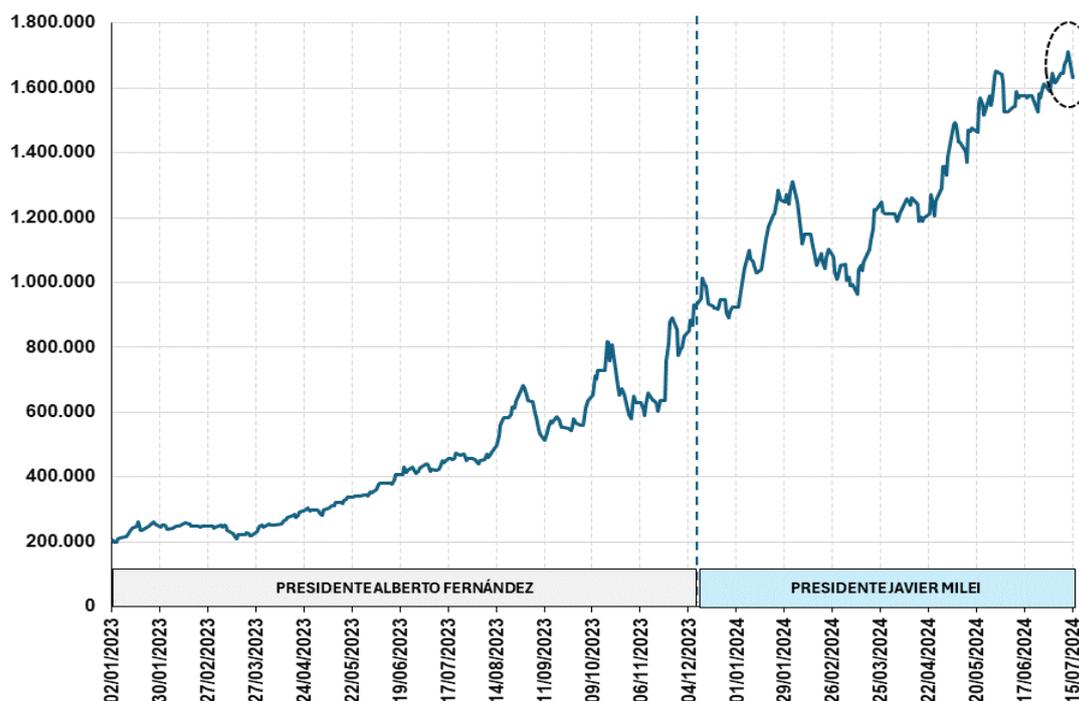
CUADRO 1: VARIACIÓN MENSUAL Y ACUMULADA DE LA BASE MONETARIA Y SUS FUENTES (EN MILLONES DE PESOS CORRIENTES)

Mes	Total (a)+(b)+(c)	Compra neta de divisas al sector privado (a)	Financiamiento al sector público				Emisión monetaria hacia el sistema financiero				
			Total (b)	Compra (>0) Venta (<0) de dólares	Adelantos transitorios	Resto	Total (c)	Pases	Letras BCRA	Intereses	Resto
Enero	112.970	-32.335	-219.980	-175.000	0	-44.980	365.284	-492.272	-1.101	701.237	157.421
Febrero	-382.058	1.967.577	-4.474.070	-849.000	0	-3.625.070	2.124.435	1.828.673	2.150	2.245.492	-1.951.880
Marzo	1.922.221	2.446.776	-659.446	-401.225	0	-258.222	134.892	-2.745.515	3.000	1.976.743	900.664
Abril	2.505.375	2.898.446	-2.451.742	-2.019.000	0	-432.742	2.058.671	-1.920.988	0	2.198.306	1.781.354
Mayo	2.182.621	2.239.186	-13.849.570	-330.000	0	-13.519.570	13.793.005	14.223.583	0	1.190.732	-1.621.310
Junio	3.030.799	-45.132	-4.805	-190.000	0	185.195	3.080.737	2.608.500	0	552.866	-80.629
1er sem. Total acumulado	9.371.928	9.474.517	-21.659.613	-3.964.225	0	-17.695.388	21.557.024	13.501.980	4.049	8.865.375	-814.380
Prom. Mensual 1er sem.	1.561.988	1.579.086	-3.609.935	-660.704		-2.949.231	3.592.837				
Julio (1 al 10)	1.335.910	68.672	-2.758.009	-3.500.000	0	741.991	4.025.246	1.864.227	0	181.396	1.979.623

Fuente: BCRA.

El resultado de estos anuncios ha sido hasta ahora mixto. La baja de corto plazo del índice Merval en pesos pareciera mostrar una deaceleración, pero todavía no es tan claro que indique una desaceleración definitivamente permanente o transitoria. permanente. En el exterior, por el contrario, los precios de los bonos reaccionaron a la baja, resultando en un aumento de la prima de riesgo país que ya ronda los 1.600 p.b. La asociación dirección positiva del índice bursátil y del riesgo efecto del anuncio de la intervención del BCRA en el dólar CCL para reducir la brecha cambiaria no parece terminar de convencer a los inversores.

GRÁFICO 3: ÍNDICE DIARIO DE ACCIONES (MERVAL EN PESOS)

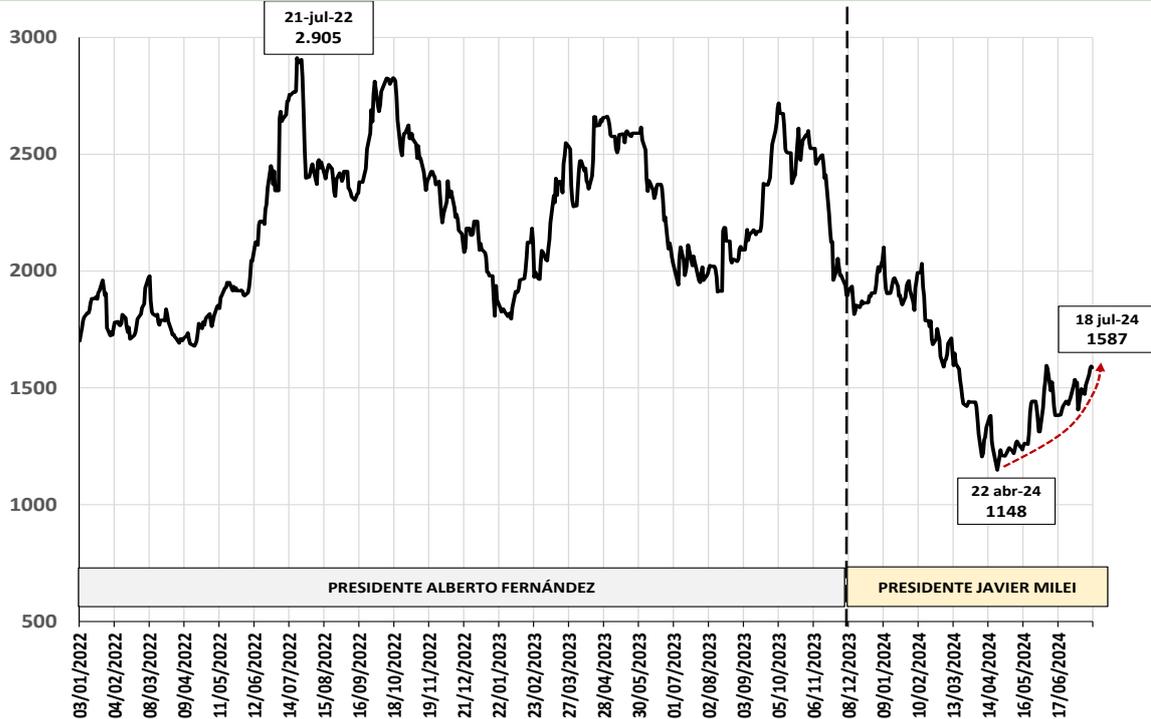


Fuente: Bolsa de Comercio de Buenos Aires

En particular a los tenedores de bonos del gobierno, es más que evidente que sin grandes novedades en los fundamentos macroeconómicos, están muy atentos al fortalecimiento o debilitamiento político del Gobierno para cambiar el modelo institucional-económico del populismo/capitalismo de amigos de décadas anteriores. Obsérvese que el aumento del riesgo país de los últimos dos meses no se dispara por ningún evento financiero o económico, sino a partir de la masiva

protesta de trabajadores y estudiantes de universidades públicas del 22 de abril pasado contra el anuncio de un fuerte ajuste de gastos en las universidades estatales. Una protesta que por entonces puso en dudas el futuro de la Ley Bases.

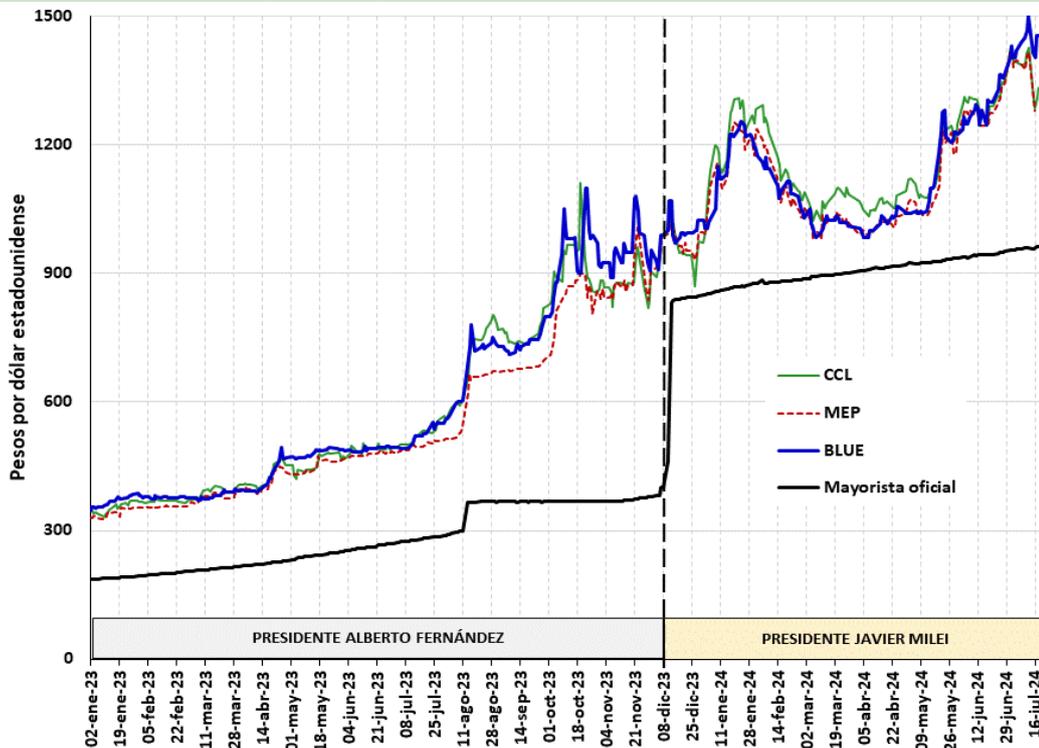
GRÁFICO 4: RIESGO PAÍS DE ARGENTINA (EMBI ARGENTINA) EN PUNTOS BÁSICOS (2022-2024)



Fuente: JP Morgan-Chase

En el mercado cambiario, a la baja inicial en las cotizaciones de los tipos de cambio informal (“blue”), CCL y MEP, siguió un leve rebote al iniciarse la cancelación de los puts de trayectoria futura todavía incierta:

GRÁFICO 5: TIPO DE CAMBIO NOMINAL (2023-24)



Fuente: elaboración propia en base a datos de bancos privados.

3. *Aun con Ley Bases, reapareció el problema de la credibilidad*

La sustitución de pasivos remunerados del BCRA por deuda del Tesoro en términos macroeconómicos no cambia nada. Pero para las entidades financieras no es lo mismo sustituir un activo con 24 hs. de vencimiento (los pases) por deuda a más largo plazo. Para instrumentar ese canje, el gobierno emitió el 10 de julio el Decreto 602/2024 que crea esas letras de “regulación monetaria” con el nombre de **Letra Fiscal de Liquidez (“LeFi”)** a 1 año de plazo, que capitalizará la tasa de política monetaria del BCRA. Es decir, es un título a tasa variable, cuya renta dependerá de las decisiones del BCRA, y **el monto autorizado a emitir es de \$ 20 Bn.** Una suma que **se aproximaba al 10 de julio a la suma de pasivos remunerados del BCRA por pases y letras en pesos (\$ 11,7 Bn) más el pasivo cuasifiscal de los puts con los bancos privados (\$ 4,7 Bn), y un margen extra por otros \$ 3.6 Bn.**

Según la Resolución Conjunta N° 40 del BCRA y de la Secretaría de Finanzas, los títulos inicialmente elegibles en el activo del BCRA que pueden canjearse por las LeFi son varias series de bonos que ajustan por CER (\$ 9,2 Bn por los \$ 20 Bn en LeFi). Pero, además, el Decreto 602/2024 autoriza al BCRA a reglamentar la sustitución de las letras intransferibles en su activo por las nuevas LeFi y utilizar estas para operaciones de mercado abierto. El costo financiero para el BCRA de estas operaciones será compensado por un depósito equivalente del Tesoro en el BCRA, de modo que, **si la operatoria resultare onerosa para el BCRA, la emisión de dinero resultante es compensada por dicho depósito. Esto anula el eventual costo cuasifiscal para el BCRA y la emisión implícita queda neutralizada por ese depósito.**

La estrategia evita una emisión monetaria equivalente (al tipo de cambio oficial) de U\$S 17.800 M, pero implica sustituir un activo que vence a 24 hs (pases del BCRA) a otro a 1 año (LeFi del Tesoro). Si la inflación objetivo a 1 año es de 1% mensual con una transición de unos 6 meses con una suba de precios en torno de 2% mensual, a partir la suba del IPC de junio (poco más de 4%) en una hipótesis optimista podría esperarse una transición inicial de un semestre en torno de 3% (aun con saltos de precios regulados). Esto podría acumular en 12 meses una inflación **inferior a 40%, nivel actual de la tasa de interés (anual) de política monetaria del BCRA.** Si en los próximos 12 meses la inflación supera ese umbral, no se podrá cumplir el anuncio del presidente del BCRA de una tasa de política monetaria positiva en términos reales, sin un aumento de esta última. Con una expectativa de inflación a 1 año que la mayoría de las consultoras la ubica por encima del 60% anual, **la emisión de nueva deuda negociable evita un salto de emisión de dinero. Sin embargo, no altera el comportamiento actual de la oferta de pesos.** Para evitar una fuerte suba de tasas de liquidez, el BCRA dispuso abandonar la práctica de absorción monetaria tomando deuda con los bancos vía pases pasivos desde la semana próxima y desde ayer redujo la tasa de pases activos a 24 hs. de 60% a 48%. Por otra parte, la autoridad monetaria ha dado a entender que reiniciará la operatoria de prestar a las entidades vía pases activos a 7 días.

Aun así, los factores de riesgo que pueden complicar el escenario no son pocos:

- a) Incertidumbre sobre la futura dinámica de las tasas de interés, atada a su vez a los vaivenes de la inflación esperada y la observada.
- b) Dependencia de las expectativas del tipo de cambio de la evolución del stock de reservas líquidas propias del BCRA.
- c) Incertidumbre sobre la acumulación requerida de reservas para afrontar futuros pagos de deuda pública en moneda extranjera, condicionada a su vez, al comportamiento también incierto de las exportaciones netas y al eventual ingreso de capitales privados.
- d) Potencial suba permanente de tasas de interés si la convergencia a la estabilidad de precios llegar a acarrear más tiempo que el estimado por las autoridades y/o el FMI.
- e) Incertidumbre sobre la sustentabilidad del ajuste fiscal en caso de una evolución relativamente débil de la recaudación tributaria en caso de que las exportaciones netas y la actividad económica muestren un crecimiento inferior al esperado por las autoridades y el FMI.
- f) Oposición política más fuerte a las reformas estructurales promercado.
- g) Riesgo de no convergencia de la inflación a los niveles esperados por el gobierno.

En este marco, la variable de ajuste inicial tiende a ser la suba de las tasas de interés activas y pasivas con algunos riesgos adicionales, en particular si se incurriera en el error de un levantamiento del cepo cambiario sin un mínimo stock de divisas en las reservas netas propias del BCRA:

- 1) Diferencial positivo de tasas de interés locales respecto de las internacionales más variación esperada de tipo de cambio: inicialmente incentiva el Ingreso potencial de capitales especulativos de corto plazo, pero su efecto estabilizante podría desaparecer si los mismos inversores pasaren en pocos meses a descontar una futura salida

- de esos fondos de corto plazo (lo que se conoce como “hot money”). En caso de esperarse una salida abrupta (“sudden stop”), se debilitaría la demanda de bonos en el exterior, resultando en mayor prima de riesgo país y mayores tasas de interés en pesos y en dólares en el mercado interno. El impacto sobre la actividad, la inversión productiva y las cuentas fiscales sería inequívocamente negativo en ese caso y permanente, no transitorio.
- 2) De ocurrir lo anterior también se debilitaría la confianza en el ajuste fiscal en curso. La suba del riesgo país sería inevitable, complicando también el programa financiero de la Secretaría de Hacienda

El gobierno ganó credibilidad con la aprobación de la Ley Bases, y esto ha marcado el inicio de un promisorio inicio del debate de cambios de política que, hasta el año pasado, se consideraban imposibles. En ese marco ha llamado la atención la repentina “urgencia” de operadores y consultores por levantar el “cepo cambiario” con un BCRA con un stock mínimo de reservas internacionales, **cuando los fundamentos macroeconómicos se mantienen sin cambios después del inicio de las reformas de la actual administración en diciembre pasado.**

Esta prédica apunta intencionadamente a que la formación de expectativas y de la credibilidad en las autoridades deje de estar atada a la evolución de la inflación y al compromiso con el equilibrio fiscal, **y que genere una profecía autocumplida devaluatoria, en base a las nuevas dudas sobre la capacidad de las autoridades para evitar una gran devaluación.** Ya lo hemos visto varias veces en los últimos 50 años: se trata de provocar un aumento de la incertidumbre de inversores locales y del exterior para promover una corrida cambiaria y contra títulos públicos. El objetivo final es un escenario de inestabilidad cambiaria y de precios, y también política **que podría desestabilizar no sólo al equipo económico, sino a todo el Gobierno.**

El costo de un salto abrupto del tipo de cambio podría ser una inflación superior a la suba mensual del dólar oficial y un peligroso atraso del tipo de cambio real. Evitarlo **exige en el corto plazo sostener el ajuste fiscal con un saldo positivo en la cuenta corriente de la balanza de pagos, y acelerar la velocidad de las liberalizaciones, desregulaciones y derogaciones de impuestos “en carpeta”.** Una vez iniciado el proceso, bien o mal, lo peor que pueden hacer las autoridades es abandonarlo. Si se mantiene el superávit fiscal, es claro que no será necesario recurrir a la emisión monetaria ni a la emisión de nueva deuda para financiar al Tesoro, **salvo la necesaria para sustituir la deuda cuasifiscal del BCRA por letras de Tesorería.**

Esto será fundamental para estabilizar expectativas inflacionarias, y moderar la inquietud por una potencial devaluación previa o inmediatamente posterior al levantamiento del cepo cambiario. Pero **antes** de su eliminación, se requerirá tiempo, paciencia del público en general, e ingreso de dólares por exportaciones netas, inversión extranjera directa y/o fondos de organismos multilaterales o gobiernos extranjeros. **Sin suficientes reservas en el BCRA para cubrir la demanda de dólares y sin crecimiento sostenido de la actividad,** que recupere rápidamente la demanda de pesos ni la pesificación de las expectativas, **no es factible defender ninguna paridad cambiaria sin cepo cambiario.** Promover su eliminación total antes de que se cumplan estas condiciones, no sólo es adrede, sino que es una “propuesta” que no resiste ni el más superficial análisis.

4. La política y lo que viene

La incógnita es si el Gobierno podrá manejar escenarios potencialmente adversos, sin el apoyo de los mercados ni de organismos multilaterales **hasta que se logre unificar el tipo de cambio y completar la liberalización cambiaria y de los flujos de capitales. En septiembre debería iniciarse el trabajo en comisión sobre el esperado proyecto de Ley de Presupuesto 2025.** Un debate que obligará a nuevos esfuerzos en ambas cámaras donde sin el auxilio de los bloques no kirchneristas, el oficialismo no puede aprobar proyectos de reforma del statu quo, al menos hasta diciembre de 2025. A fin de septiembre, además, llega a su fin el actual acuerdo de Facilidades Extendidas con el FMI. La cercanía de la fecha tornó inevitable que el organismo opte en las últimas semanas por no otorgar financiamiento extra. Pero para un nuevo acuerdo con financiamiento extra, y que llegue antes de fin de año aparece el factor político de las elecciones en EE.UU.

Hoy por hoy, no es factible que la administración demócrata comprometa fondos para otros países cuando probablemente pierda la elección presidencial en noviembre próximo². **Diffícilmente los funcionarios de EE.UU. cambien de actitud hasta el fin de la gestión de los actuales funcionarios, y la próxima administración inicia su gestión recién en la semana del 20 de enero de 2025.** El interrogante que emerge es el de discernir cómo podrá manejar el equipo económico de Caputo la transición hacia una liberalización al menos parcial del mercado cambiario con escasez de dólares en circulación y en el BCRA. Ese es el desafío en curso, y el verdadero núcleo de las incertidumbres que nos esperan para el resto del año.

² Ante el retroceso del presidente Biden en todas las encuestas y lo que podría considerarse un empeoramiento de su salud en las últimas semanas, al cierre de este informe volví a circular fuertes rumores de que la cúpula del Partido Demócrata trataría de lograr que Joe Biden desista de candidatearse para las próximas elecciones.

PANORAMA INTERNACIONAL

ESCENARIO GLOBAL: SE VIENE LA BAJA DE TASAS EN EE.UU. (PERO CUIDADO CON TRUMP)

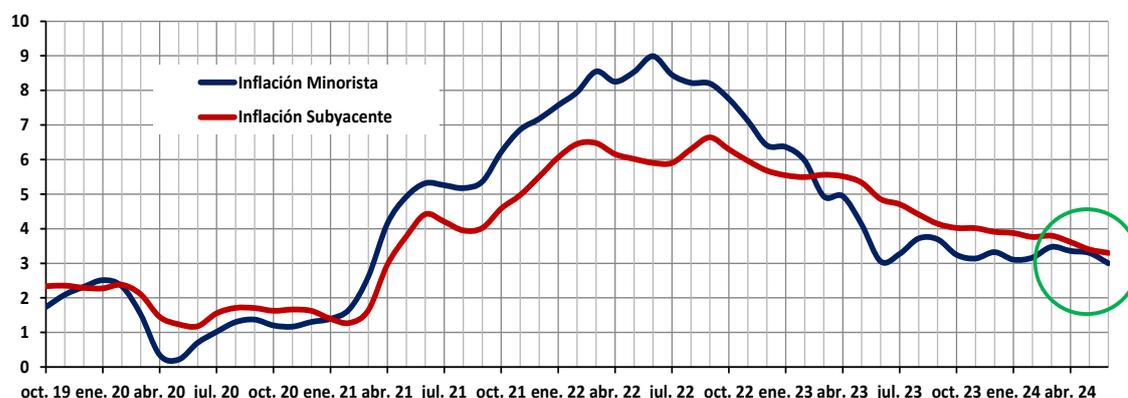
Jorge Viñas

Tras la baja de la inflación de junio en EE.UU., y las declaraciones de Powell ante el Congreso, se fortalecieron las expectativas de que la primera baja de tasas tendrá lugar en la reunión de la Fed de septiembre. Desde principios de julio, el descenso en el rendimiento de los bonos del Tesoro de EE.UU. y el freno en la tendencia alcista del dólar trajeron alivio a Latinoamérica, pero un triunfo de Trump en las elecciones de noviembre podría alterar nuevamente el escenario regional.

En EE.UU., los datos más recientes de actividad muestran un deterioro, mientras que la inflación retomó la tendencia bajista que se había interrumpido en el primer trimestre de 2024. Esto aleja el escenario de “no landing” que se había planteado en el transcurso del segundo trimestre, cuando las estimaciones de crecimiento e inflación registraron revisiones al alza y se desactivaron las expectativas de baja de tasas para 2024. Ahora, nuevamente vuelve a instalarse un escenario de baja de tasas, con los mercados financieros asignando una elevada probabilidad de que la Fed lleve a cabo la primera baja de 25 p.b. en la reunión de septiembre. Por el lado del nivel de actividad, las encuestas ISM, tanto del sector manufacturero como de servicios, se ubicaron en junio por debajo del nivel crítico de 50, cayendo nuevamente en terreno contractivo en forma simultánea. Por otra parte, el reporte de empleo de junio registró un aumento de la tasa de desempleo a 4,1%, el nivel más alto desde 2021 y marcando un aumento de 0,8 puntos porcentuales desde el mínimo de 3,4% de abril de 2023. No se trata de un deterioro dramático ni mucho menos, pero progresivamente el mercado laboral empieza a verse menos pujante, lo que también se refleja en menores presiones salariales. Los ingresos salariales promedio por hora se desaceleraron al 3,8% interanual en junio, el menor ritmo desde 2021.

La inflación, que en el primer trimestre de 2024 había amagado con un rebrote que causó alarma, desde abril ha retomado el sendero descendente, lo que se acentuó en junio. La percepción de que la inflación se encuentra nuevamente encaminada hacia la meta oficial del 2% se vio fortalecida con el dato de inflación de junio, que volvió a ubicarse por debajo de las estimaciones de consenso. Más aun, el índice agregado de inflación minorista registró una variación negativa: -0,1% mensual, que llevó la variación interanual a 3,0%, el menor nivel desde 2021 (véase el gráfico 5). Las estimaciones de consenso compilado por Bloomberg apuntaban a una inflación mensual del 0,1% positivo y una variación interanual del 3,1%.

GRÁFICO 5. EE.UU. EVOLUCIÓN MENSUAL DE LA INFLACIÓN MINORISTA – VARIACIÓN INTERANUAL (%)



Fuente: Bloomberg

En parte, ese descenso se explica por la caída de los precios de la energía, impulsada por la baja de los precios internacionales del crudo. Pero también se observó una evolución inferior a lo esperado a nivel de la inflación subyacente, que excluye los precios de alimentos y energía. La inflación núcleo (“core”) registró una variación mensual de 0,1%, frente a 0,2% estimado por el consenso de Bloomberg, lo que permitió un descenso de la variación interanual de 3,4% en mayo a 3,3% en junio, frente al consenso que estimaba que se mantuviera en el 3,4%.

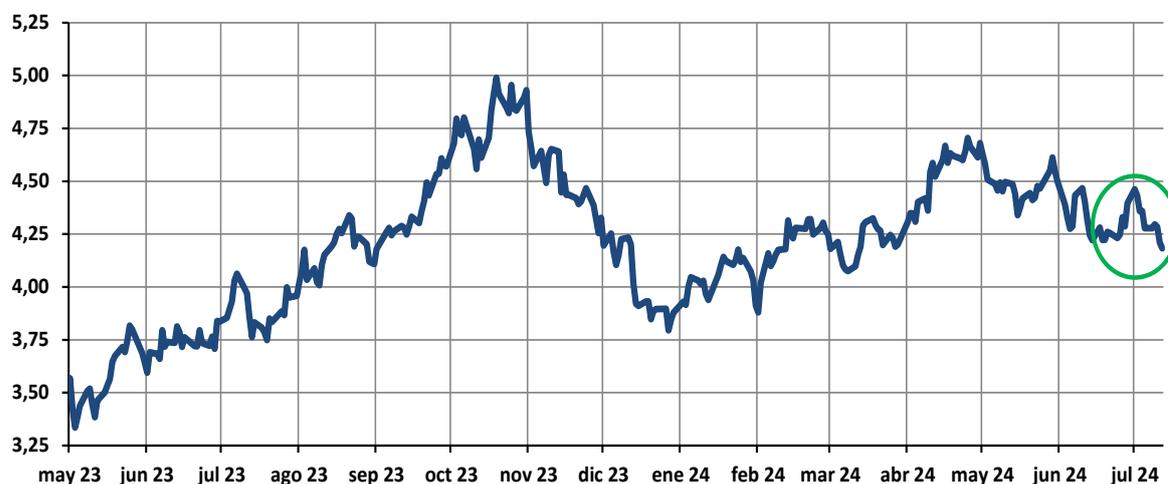
La baja de la inflación y el aumento del desempleo propician un cambio de tono en el discurso de Powell. La Fed aún no ha dado señales precisas de que se dispone a comenzar a relajar la política monetaria, pero las declaraciones más recientes de su presidente, Jerome Powell muestran que, en la evaluación de los miembros de la autoridad monetaria, los riesgos ya no están sesgados hacia el recalentamiento de la economía y que la inflación no converja a la meta del 2%, sino que

empiezan a hacer foco en los riesgos de una caída del nivel de actividad y del empleo. En su presentación ante el Congreso, que tuvo lugar el 10 de julio, dos días antes de que se publicara el dato de inflación de junio, **Powell afirmó que ya el mercado laboral ha dejado de ser una fuente de presiones inflacionarias.** También dijo que la Fed enfrenta el desafío no solo de lograr que la inflación vuelva a la meta de 2%, sino también de evitar que el ritmo de actividad económica caiga por debajo del nivel consistente con el pleno empleo, su otro mandato institucional. Finalmente, en una presentación realizada el lunes 15, Powell afirmó que los datos más recientes generan mayor confianza de que la inflación está convergiendo al 2% anual. **La presentación de Powell al Congreso y el dato de inflación de junio volvieron a alimentar expectativas de que la Fed se prepara a comenzar el proceso de baja de tasas.** No todavía en la reunión de julio, pero los mercados financieros asignan una elevada probabilidad a que la primera baja de tasas de 25 p.b. tendrá lugar en la reunión de septiembre. En efecto, al cierre del viernes 12 de julio, la cotización de mercado de los futuros de tasa de Fondos Federales tenía implícita una probabilidad de 95% de una baja de 25 p.b. en septiembre.

El nuevo escenario de desaceleración económica y baja de tasas en EE.UU. provoca cambios en los mercados financieros con implicancias significativas en las perspectivas de las distintas regiones y países del mundo. En primer lugar, el rendimiento de los bonos del Tesoro de EE.UU. ha empezado a descender nuevamente, mostrando un incipiente cambio de tendencia. La tasa de retorno del bono del Tesoro a 10 años, que usualmente se toma como referencia de tasa libre de riesgo a nivel global y, por lo tanto, ejerce una fuerte influencia en todo el mundo, cerró el 12 de julio en 4,18%, acumulando una baja de 25 p.b. desde fines de junio y de 80 p.b. de los máximos de 2023. En el gráfico 6 se puede observar que se ubica en el nivel más bajo desde marzo, cuando las revisiones al alza de las estimaciones de crecimiento e inflación habían empezado a alejar las posibilidades de baja de tasas en 2024.

La baja del rendimiento de los bonos del Tesoro ha dado un impulso adicional a la tendencia alcista de los principales mercados accionarios de EE.UU. El índice S&P500, que mide la evolución de las acciones de las 500 empresas más importantes de EE.UU., viene superando un récord histórico tras otro (en lo que va de 2024 ha registrado 34 cierres máximos históricos). En lo que va de julio acumula una suba del 3%, que lleva la ganancia acumulada en 2024 al 17%. El motor principal de la suba de las acciones ha sido la recuperación de ganancias corporativas y, especialmente, las expectativas en torno al potencial de ganancias futuras de la inteligencia artificial. Igualmente, la baja de rendimiento de los bonos del Tesoro ayuda a sostener valuaciones cada vez más elevadas en el sector tecnológico. Por el momento, los inversores no parecen preocupados por el efecto potencial de la desaceleración económica sobre los resultados y sobre los balances de las empresas.

GRÁFICO 6. EE.UU. EVOLUCIÓN DEL RENDIMIENTO DEL BONO DEL TESORO A 10 AÑOS (%)



Fuente: Bloomberg

Otra consecuencia del cambio de escenario de tasas de interés en EE.UU. es el freno e incipiente reversión de la tendencia alcista del USD, tanto frente a las divisas de países desarrollados como frente a las monedas de países emergentes. Hasta fines de junio, diversos factores habían contribuido para que el DXY, el índice que mide la evolución del USD frente a una canasta compuesta por las divisas de los principales socios comerciales de EE.UU. ponderadas por su participación en el intercambio comercial se ubicara cerca de los máximos del año, acumulando una apreciación del 6% en el primer semestre de 2024. Uno de ellos es la divergencia en la trayectoria proyectada de tasas de interés. Mientras en EE.UU. se esperaba que la baja de tasas no comience hasta fines de 2024, el Banco de Canadá y el BCE bajaron las tasas de referencia en junio, y el Banco

de Inglaterra ya había empezado a bajar tasas el en 2023. En los países emergentes también ya había arrancado el proceso de baja de tasas, siendo el Banco Central de Brasil uno de los primeros y el más avanzados en dicho proceso.

Un caso especial es el de Japón, donde el aumento de la inflación que marcó el final del largo proceso deflacionario llevó a una fuerte depreciación del JPY que el abandono de la política de tasas 0 a largo plazo anunciado en marzo no logró contener. Los primeros intentos del Banco de Japón de frenar la depreciación del JPY a través de la intervención directa en el mercado de divisas en abril y en mayo, con desembolsos por US\$5.500 millones, tampoco tuvieron éxito y el JPY siguió perdiendo terreno frente al USD, hasta acumular una depreciación del 16% desde principios de 2024, alcanzando a principios de julio su nivel más débil desde 1990 (véase el gráfico 7):

GRÁFICO 7. JAPÓN. EVOLUCIÓN DEL JPY FRENTE AL USD – YENES POR DÓLAR



Fuente: Bloomberg

Los factores monetarios y financieros no son los únicos que explican la fortaleza del USD. En especial, los sucesos políticos en Francia, que derivaron en el llamado anticipado a elecciones con la posibilidad concreta de un triunfo de Le Pen, la candidata de derecha con un discurso con sesgo antieuropeísta, afectaron negativamente al EUR. Aunque finalmente dicho resultado no se concretó, lo que propició una recuperación de la moneda europea.

En Latinoamérica, el triunfo por amplio margen de la candidata oficialista en las elecciones presidenciales de México, tras una campaña en la que impulsó una plataforma intervencionista y de desaliento a la inversión extranjera, provocó una fuerte reacción negativa de los mercados financieros, que se reflejó en un derrumbe de los activos mexicanos y una depreciación del 13% del MXN. Sin embargo, la designación como secretario de economía del nuevo gobierno de una figura “promercado” y con aceptación del empresariado local, dio lugar a una recuperación significativa de los activos y de la moneda. **En Brasil, las cuestiones políticas siguen introduciendo ruido tanto en el frente monetario como en el fiscal.** En la reunión de mayo, el Comité de Política Monetaria (COPOM) decretó una baja de 25 p.b en la tasa SELIC a 10,5%, marcando una desaceleración del ritmo de baja de tasas respecto a los 50 p.b. por reunión que mantenía desde que comenzó a relajar la política monetaria a fines de 2022, en línea con las expectativas incorporadas por el mercado financiero. Sin embargo, la gran sorpresa fue que la votación fue 5-4, con los cuatro directores que votaron en contra favoreciendo la continuidad de la baja de 50 p.b., alineándose con los pedidos insistentes de Lula de acelerar la reducción de las tasas de interés para impulsar un mayor crecimiento.

Teniendo en cuenta que el mandato del presidente del banco central vence a fines de 2024 y sería reemplazado por un candidato afín a Lula, para 2025 se abre un escenario de relajamiento de la política monetaria con consecuencias potencialmente negativas en materia inflacionaria. Esto aceleró la depreciación del BRL. En la reunión de junio, el COPOM intentó calmar las expectativas manteniendo la tasa SELIC sin cambios en forma unánime. Pero el daño ya estaba hecho y el BRL continuó depreciándose hasta tocar un máximo de 5,68 reales por dólar a principios de julio, perdiendo un 17% frente al USD en 2024. **En materia fiscal, la cámara de diputados de Brasil aprobó el primer proyecto que regula la reforma fiscal**, que entrará plenamente en vigencia en 2033 con una fase de transición a partir de 2026. La misma fue elaborada con la idea de racionalizar y simplificar el complejo sistema tributario brasileño, que incluye una enorme cantidad de impuestos federales, provinciales y municipales. Sin embargo, la influencia de múltiples lobbies que pugnarón por lograr exenciones la han transformado en un verdadero rompecabezas, en que la única certeza parece ser la introducción de un Impuesto al Valor

Agregado del 27,1%, que estará entre los más altos del mundo. Por otra parte, la reforma elimina la deducción impositiva que las empresas obtenían por los planes privados de salud que ofrecían a sus empleados. Esto puede derivar en que muchas empresas corten este beneficio, lo que podría llevar al desborde del ya sobrecargado sistema público de salud.

Sin embargo, con el cambio de escenario para las tasas de interés en EE.UU., desde principios de julio el USD empezó a debilitarse y trajo alivio a las monedas que estaban bajo presión. En el mundo desarrollado, el JPY mostró una apreciación del 3% el viernes 12 de julio luego de la publicación del dato de inflación de junio en EE.UU. Si bien hasta el momento no ha habido confirmación oficial, de acuerdo con estimaciones derivadas del flujo de fondos diario del Banco de Japón, éste habría aprovechado el dato de inflación por debajo de lo esperado en EE.UU. para intervenir en el mercado de divisas con U\$S 22.000 M. El repunte no se limita al JPY, ya que el EUR también muestra una recuperación del 2% en lo que va de julio, volviendo a niveles de principios de junio. En Latinoamérica, tanto el BRL como el MXN muestran una apreciación del 5% frente al USD desde principios de julio, aunque ambos todavía están 5% por encima del nivel de principios de junio (véase el gráfico 8):

GRÁFICO 8. EVOLUCIÓN DEL BRL Y EL MXN FRENTE AL USD EN 2024 – 02/01/2024 = 100



Fuente: Bloomberg

Por otro lado, las perspectivas de un retorno de Trump al poder en las elecciones de noviembre aumentan la incertidumbre sobre las perspectivas de tasas de interés y la tendencia del USD para 2025. **Tras sobrevivir al intento de asesinato del último fin de semana, Donald Trump se ha fortalecido como el favorito para ganar las elecciones presidenciales de noviembre.** Biden, en cambio, no consigue reencaminar su campaña luego de la debacle en el primer debate presidencial, aunque el sistema de colegio electoral mantiene la incertidumbre sobre el resultado. Pero en caso de que se concrete el triunfo de Trump, la experiencia de su presidencia anterior y los postulados económicos de su plataforma actual, que en general profundiza los lineamientos de su primera presidencia (entre las más relevantes: baja de impuestos sin importar el deterioro fiscal, aumento de tarifas al comercio con China), permiten vislumbrar algunos riesgos potenciales:

- a) a presión alcista sobre los rendimientos de los bonos del Tesoro,
- b) menor margen para la baja de tasas de la Fed (pese a que seguramente Trump ejercerá presión en esa dirección),
- c) el aumento del déficit fiscal a un nivel superior al de su presidencia anterior,
- d) una tendencia a la apreciación del dólar,
- e) reversión de los flujos a mercados emergentes y
- f) deterioro de las perspectivas de crecimiento en el resto de la economía mundial (fuera de EE.UU.), lo que también afectaría negativamente a los precios internacionales de materias primas.

En nuestro país no son pocos quienes esperan que un triunfo de Trump facilite la llegada de “fondos frescos” de organismos multilaterales. **Pero la presidencia anterior de Trump no fue positiva para los países emergentes en general y para Argentina en particular:** más allá de los errores “no forzados” durante el gobierno de Mauricio Macri (la conferencia de prensa en diciembre de 2017, el impuesto a extranjeros sobre las Lebacs a principios de 2018), un factor clave que desató la crisis económica en Argentina que a la larga derivó en la derrota electoral de 2019 (que el acuerdo y los préstamos del FMI no evitaron), fue la salida masiva de capitales de los mercados emergentes que tuvo su epicentro en la crisis de Turquía.

NOTA ESPECIAL

EL TORPE MENOSCABO DE LAS RELACIONES CON BRASIL

Jorge Riaboi³

Quienes condenaron el reciente intercambio verbal protagonizados por los presidentes de Brasil y la Argentina, no prestaron debida atención a la excusa poco relevante que disparó el conflicto. Olvidaron que los líderes de un país o una región no suelen actuar por capricho o aburrimiento. Sus acciones y reacciones suelen estar fundadas en la búsqueda de un significativo rédito político, una ventaja “paretiana” (de esas que descubren los actuales discípulos de Vilfredo Pareto) o la necesidad de reparar un injustificable daño a las relaciones bilaterales.

Y ese es, precisamente, el punto. El pugilato argumental que ocasionó la antedicha fricción o roce palaciego nunca introdujo argumentos de genuina y respetable entidad política que justificaran esta situación, suponemos que circunstancial, de las relaciones bilaterales. Menos para dar rienda suelta a un nivel de hostilidad incompatible con el diálogo entre naciones democráticas.

Los hechos también demuestran que estos mensajes de las cúpulas involucradas en este *affaire* silenciaron los aportes del oficio diplomático. Me refiero a quienes saben ensamblar consensos y soluciones tan razonables como pacíficas cuando las papas queman.

La experiencia demuestra que **rara vez hay verdaderas razones de Estado para ignorar los remedios que provienen de los usos y costumbres de la política exterior**. Son ámbitos en los que hay mucho teflón cuando se trata de administrar las excusas infantiles como “ellos empezaron”, entre otras. Sobre todo, cuando en medio de la trifulca hubo quien decidió lanzar la versión de que podrían aplicarse represalias selectivas al comercio bilateral en respuesta al desconocimiento de líneas rojas en el que volvió a incurrir Milei (antes lo hizo con Joe Biden en Estados Unidos), sin tener en cuenta que a los empresarios no les interesa dilucidar la simpatía o filiación de sus clientes si ello no incide en la viabilidad de sus negocios.

Es cierto que replantear los acuerdos sobre el sector automotriz siempre puede ocasionar importante daño colectivo, pero uno imagina que todos deseamos crear en lugar de matar inversiones, comercio, puestos de trabajo o compraventa de tecnología, actividades sin vínculo directo con la falta de sobriedad o tacto que encierran las decisiones presidenciales. Comerciar con todos también es un arte que no puede ser confiado dado que se trata de un asunto ultra complejo que debería reservarse más a la diplomacia comercial, una disciplina que no suelen entender los referentes de la ciencia económica. En todas esas arenas sólo prevalece la tangibilidad de los resultados y el insustituible valor de la capacidad profesional.

Por otra parte, si los creadores de versiones supieran de lo que hablan, deberían notar al toque que no es fácil eludir las prohibiciones de restringir comercio exterior que incluyen las reglas fundacionales y complementarias de la OMC. Ese contexto legal fue ratificado por los órganos legislativos de todas las naciones o territorios aduaneros que integran el Sistema Multilateral de Comercio y son accionables en Ginebra y en los tribunales de cada país (a la Argentina le consta esa posibilidad). A veces es preciso repetir que la política exterior funciona mejor cuando está sustentada por un paquete de proyectos y consensos que requieren de permanente y objetiva actualización, aparte de un certero blindaje contra los zigzags de la vida política.

Por ese y otros motivos es difícil hallar un lógico fundamento para renunciar a las prioridades nacionales, regionales y multilaterales que importa ventilar en forma sistemática entre las autoridades y equipos que dirigen Planalto y la Casa Rosada. La clase política debe ser consciente de que los derechos electorales y propagandísticos de cada gobierno, y de cada fuerza política, terminan en los límites del soberano territorio aduanero nacional o regional. Una cosa es negociar cooperación y amistad, y otra muy distinta es suponer que existe un derecho especial que ampara a quienes unilateralmente activan la política de los hechos consumados.

Si uno cruza ciertos límites, está caminado sobre los muros y puede caer en terreno vedado, razón por la que cabe preguntar si vale la pena desafiar la ley de gravedad por no remendar una evidente carencia de olfato y madurez política. O por realizar apuestas que no guardan proporción con las probabilidades de “éxito paretiano”. Peor sería concluir que ciertos errores nacen de la falta de previsión y sólo reflejan inexperiencia política o carencia de bagaje profesional para discernir las prioridades estratégicas del país y de sus notorios intereses de política exterior.

³ Una versión de este artículo ha sido publicada el 13 de julio de 2024 en Clarín Digital: https://www.clarin.com/opinion/torpe-menoscabo-relaciones-brasil_0_bVc3x6XgaZ.html

Sería bueno que nuestra máxima conducción entienda que el jefe de Planalto llegó a su tercer mandato anticipando el deseo de consensuar objetivamente proyectos regionales, llevando a vía muerta el rol de las alianzas políticas de este hemisferio, a fin de evitar que las oscilaciones pendulares del pensar nacional bloqueen el ritmo, la calidad y la rentabilidad política, económica y social que necesita cada región. No estaría mal recordar esas palabras en los confesionarios bilaterales, siempre que uno haya revisado y entendido los inequívocos videos.

A esta altura tampoco se requiere mucha sabiduría para entender que la inexistencia de buen diálogo entre los mandatarios clave de nuestro imperfecto y anquilosado Mercosur, no es una gran noticia para lanzar proyectos vinculados con un gigantesco y ambicioso esquema de transporte multimodal (aéreo, terrestre y marítimo), reconfigurar la ecuación energética o explotar racionalmente los minerales que tienen futuro tecnológico y mercado promisorio. Los inversores que tienen vocación de entrar en proyectos de considerable **envergadura demandan algo más que exenciones fiscales como las previstas en el RIGI. Sin seguridad jurídica, razonable calma social y confiable diálogo con los tomadores de riesgo, son dudosas las chances de alcanzar una lluvia de prosperidad en el “segundo semestre”.**

El pasado 14 de junio, Scott Lincicome, vicepresidente de Política Comercial del Instituto CATO de Washington, el centro de reflexión que lidera la causa libertaria en los Estados Unidos desde que nuestro presidente tenía dos años, hizo una presentación bastante clara respecto de lo que pasa en el actual proceso de reindustrialización de su país y sobre cómo afecta esa movida tanto la reindustrialización como al capitalismo global. Su informe contiene valiosas enseñanzas acerca de las expectativas que prevalecen en el mundo Occidental, hoy contaminado por la falta de liderazgo, una justificada incertidumbre política y frecuentes episodios de ira colectiva.

Los dos mandatarios clave del Mercosur harían un provechoso uso de su tiempo si le pegan una lectura y se imponen de las ventajas y desventajas de las reglas, las alianzas de interés y los resultados del desarrollismo nacionalista que se expande en las naciones del Atlántico Norte y en Brasil (cuyo aprovechamiento del Global South no es muy conocido). Tales insumos tendrían que ser complementados con el estado de situación que surgió tras las últimas y sorpresivas elecciones concretadas en diversos puntos del planeta. No estoy seguro de que hoy se pueda decir con sólido fundamento que las ideas originales de Adam Smith y Von Mises tienen gran futuro si el diagnóstico se basa en una lectura casera de lo que entendemos por libertad y capitalismo.

Si bien la figura del presidente Milei se internacionalizó, la gente que evalúa su futuro suele preguntar si el titular de la Casa Rosada percibe que sus contactos con la derecha conservadora y populista y con la derecha libertaria que se inspira en los enfoques del Instituto CATO y del CSIS, no son la misma cosa. Las expresiones de la primera fracción, encabezadas por Donald Trump y sus seguidores, constituyen un himno al proteccionismo regulatorio, a la lluvia de subsidios generales y sectoriales, a la reindustrialización, al salvaje aumento de la selectiva protección arancelaria y al cierre de mercados con el mismo énfasis que le prodigan los exponentes de la derecha conservadora europea y los impulsores del Pacto Verde. En cambio, los libertarios que, supuestamente, piensan como Javier Milei exhortan a restaurar la liberalización del comercio y la plena modernización y reforma de la OMC (*sugiero leer Es Hora de Acabar la Guerra Comercial -que inició Trump, acotación mía- producido por Colin Grabow, en el boletín de CATO del 8/7/2024*).

Para evitar confusión, esas reflexiones confirman que el expresidente Trump es, como todo el mundo sabe, un buen contacto con cierta rama del conservadurismo, pero un enorme y resistido por los analistas que profesan en serio el actual modelo libertario. Otra lectura importante surge de la Hinrich Foundation, que acaba de incluir la columna de John W.H Denton, secretario general de la Cámara Internacional de Comercio. En ella se evoca, al postular la inmediata reforma y reactivación de la OMC, que **la destrucción o el congelamiento de ese Sistema Multilateral de Comercio puede generar una caída del 33 por ciento en las exportaciones de los países en desarrollo y, hacia fin de esta década, una paralela caída del 5,1 por ciento del PBI de esas naciones.**

Cuando uno arma una lista con todas estas cuestiones, se pregunta ¿es cierto que a los inversores del Atlántico Norte y Asia les queda interés por convivir con las deficiencias políticas y cognitivas de nuestra región? Yo no tengo respuesta. Estoy con los que no pueden hallar la luz al final del túnel.

INDICADORES Y EVENTOS

2024		Julio				
LUNES	MARTES	MIÉRCOLES	JUEVES	VIERNES	SÁBADO	DOMINGO
15	16	17	18	19	20	21
INDEC: Utilización de la capacidad instalada en la industria (UCII). Mayo de 2024.		INDEC: Índice del costo de la construcción (ICC). Junio de 2024. Sistema de índices de precios mayoristas (SIPM). Junio de 2024.	INDEC: Estimador Mensual de Acrividad Económica (EMAE). Mayo de 2024. Intercambio comercial argentino (ICA). Junio de 2024. <u>Banco Central Europeo (ECB)</u> : Reunión del Comité de Política Monetaria.			
22	23	24	25	26	27	28
		INDEC: Encuesta de supermercados. Mayo de 2024. Encuesta de autoservicios mayoristas. Mayo de 2024. Encuesta nacional de centros de compras. Mayo de 2024.	INDEC: Índice de Salarios. Mayo de 2024. <u>Bureau of Economic Analysis (EE.UU.)</u> : PBI (est.) 2° Trimestre 2024.			
29	30	31				
<u>Bureau of Economic Analysis (EE.UU.)</u> : PBI (est.) 2° Trimestre 2024. 2° Estimación	<u>Reserva Federal (EE.UU.)</u> : Reunión del Comité de Mercado Abierto (FOMC). <u>Banco Central de Brasil</u> : Reunión del Comité de Política Monetaria (COPOM). <u>Banco de Japón</u> : Reunión del Comité de Política Monetaria.	INDEC: Dotación de personal de la administración pública nacional, empresas y sociedades. Junio de 2024. <u>Reserva Federal (EE.UU.)</u> : Reunión del Comité de Mercado Abierto (FOMC). <u>Banco Central de Brasil</u> : Reunión del Comité de Política Monetaria (COPOM). <u>Banco de Japón</u> : Reunión del Comité de Política Monetaria.				

2024		Agosto				
LUNES	MARTES	MIÉRCOLES	JUEVES	VIERNES	SÁBADO	DOMINGO
			1	2	3	4
			<u>Banco de Inglaterra</u> : Reunión del Comité de Política Monetaria	<u>U.S. Bureau of Labor Statistics (EE.UU.)</u> : Situación del Empleo. Julio de 2024.		
5	6	7	8	9	10	11
			INDEC: Índice de producción industrial manufacturero (IPI manufacturero). Junio de 2024. Indicadores de coyuntura de la actividad de la construcción (ISAC). Junio de 2024	<u>IBGE (Brasil)</u> : IPC Amplio. Julio de 2024.		
12	13	14	15	16	17	18
		INDEC: Índice de precios al consumidor (IPC). Julio de 2024. Índice de Salarios. Julio de 2024. Canasta básica alimentaria (CBA) y canasta básica total (CBT). Julio de 2024. <u>U.S. Bureau of Labor Statistics (EE.UU.)</u> : Índice de Precios al Consumidor. Julio de 2024.	INDEC: Utilización de la capacidad instalada en la industria (UCII). Junio de 2024.	INDEC: Sistema de Índices de Precios Mayoristas. Julio de 2024. Índice de Costos de la Construcción (ICC). Julio de 2024.	FERIADO NACIONAL	

ANEXO ESTADÍSTICO

Indicador	Jun-23	Jul-23	Ago-23	Sep-23	Oct-23	Nov-23	Dic-23	Ene-24	Feb-24	Mar-24	Abr-24	May-24	Jun-24
Precios													
IPC Nacional (INDEC) Var. % m/m	6,0%	6,3%	12,4%	12,7%	8,3%	12,8%	25,5%	20,6%	13,2%	11,0%	8,8%	4,2%	4,6%
IPC Nac. Núcleo Var. % m/m	6,5%	6,5%	13,8%	13,4%	8,8%	13,4%	28,3%	20,2%	12,3%	9,4%	6,3%	3,7%	3,7%
IPC Alim. y beb. no alc. Var. % m/m	4,1%	5,8%	15,6%	14,3%	7,7%	15,7%	29,7%	20,4%	11,9%	10,5%	6,0%	4,8%	3,0%
IPC Nacional (INDEC) Var. % a/a	115,6%	113,4%	124,4%	138,3%	142,7%	160,9%	211,4%	254,2%	276,2%	287,9%	289,4%	276,4%	271,5%
IPC Nac. Núcleo Var. % a/a	113,1%	111,5%	125,3%	142,2%	149,7%	170,3%	229,4%	275,9%	291,9%	300,0%	292,2%	277,3%	267,2%
IPC Alim. y beb. no alcohólicas Var. % a/a	116,9%	116,3%	133,5%	150,1%	153,8%	183,6%	251,3%	296,2%	303,8%	308,3%	293,0%	289,4%	285,1%
IPC GBA (INDEC) Var. % m/m	5,8%	6,2%	12,3%	12,2%	8,6%	12,9%	25,1%	19,6%	15,0%	11,5%	9,2%	4,3%	4,4%
IPC GBA Núcleo Var. % m/m	6,5%	6,4%	13,5%	12,7%	9,2%	13,8%	28,5%	19,0%	12,9%	9,7%	6,4%	3,9%	3,9%
IPCBA (CABA) Var. % m/m	7,1%	7,3%	10,8%	12,0%	9,4%	11,9%	21,1%	21,7%	14,1%	13,2%	9,8%	4,4%	4,8%
IPC GBA (INDEC) Var. % a/a	117,0%	114,6%	125,2%	138,3%	142,9%	161,2%	210,1%	249,9%	277,1%	289,9%	292,2%	278,9%	273,7%
IPC GBA Núcleo Var. % a/a	114,5%	112,4%	125,5%	140,9%	148,6%	169,8%	228,3%	270,2%	288,8%	299,1%	291,7%	277,2%	267,2%
IPCBA (CABA) Var. % a/a	118,6%	117,9%	127,3%	140,9%	146,4%	160,6%	198,4%	238,5%	264,5%	285,3%	292,5%	280,9%	272,7%
Expectativas de Inflación (UTDT)													
Mediana	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	150,0	150,0	100,0	100,0	70,0	50,0	50,0
Media	94,1	89,6	90,9	99,1	115,9	107,2	225,9	230,0	170,8	123,8	98,5	85,1	87,0
Indicadores Fiscales SPNF (Var. % a/a)													
Ingresos Totales	115,0%	95,1%	136,1%	95,4%	133,9%	173,2%	150,4%	256,7%	252,5%	254,5%	263,9%	298,2%	216,6%
Gastos Totales	106,0%	127,9%	105,3%	125,9%	134,2%	137,5%	302,7%	148,9%	152,8%	176,4%	198,0%	168,5%	141,3%
Ingr. Primarios (sin Rentas de la Prop.)	114,1%	102,1%	137,2%	97,1%	127,7%	165,5%	145,6%	254,3%	250,0%	251,5%	254,6%	305,1%	221,0%
Gastos Primarios	109,8%	118,9%	113,0%	129,8%	138,5%	148,2%	200,9%	114,6%	139,3%	177,0%	197,0%	168,5%	140,7%
Recursos tributarios (Var. % a/a)													
Recaudación total	109,2%	104,6%	134,6%	102,3%	127,4%	139,5%	156,7%	239,8%	240,9%	230,6%	239,6%	320,9%	221,2%
Dirección General Impositiva	107,8%	110,9%	142,1%	139,5%	127,2%	137,3%	150,3%	186,6%	220,8%	224,6%	229,3%	397,6%	251,1%
Dirección General de Aduanas	109,1%	66,6%	120,5%	42,3%	131,0%	144,5%	178,7%	538,3%	393,4%	274,2%	297,0%	217,9%	134,7%
Sistema de Seguridad Social	113,9%	127,2%	130,5%	125,1%	124,0%	141,2%	149,0%	161,7%	194,4%	209,2%	217,3%	234,8%	233,0%

Indicador	Jun-23	Jul-23	Ago-23	Sep-23	Oct-23	Nov-23	Dic-23	Ene-24	Feb-24	Mar-24	Abr-24	May-24	Jun-24
Confianza del Consumidor (UTDT)													
Indice	41,8	43,6	44,1	43,4	45,1	47,5	39,8	35,6	36,0	36,7	37,2	38,3	37,2
Var. % m/m	9,1%	4,3%	1,1%	-1,5%	4,0%	5,3%	-16,2%	-10,6%	1,2%	1,8%	1,3%	3,1%	-2,8%
Var. % a/a	6,9%	25,4%	18,9%	16,6%	26,5%	35,2%	10,9%	-7,6%	-0,4%	1,4%	0,2%	0,0%	-10,9%
Indicadores de Actividad													
EMAE (INDEC) Var. % a/a	-5,0%	-1,6%	0,0%	-0,5%	1,2%	-0,7%	-4,2%	-4,0%	-2,7%	-8,2%	-1,6%	2,3%	s/d
Var m/m, sin estacionalidad	-0,2%	2,1%	1,0%	-0,5%	-0,8%	-1,5%	-2,1%	-0,3%	-0,1%	-1,1%	0,0%	1,3%	s/d
Uso Capacidad Instalada Industria Manufacturera (INDEC)	68,6%	65,0%	67,9%	67,9%	65,3%	66,4%	54,9%	54,6%	57,6%	53,4%	56,6%	56,8%	s/d
Venta de autos O Km (ADEFA) Var. % a/a	18,5%	5,1%	3,8%	25,1%	23,3%	-15,6%	-25,2%	-27,9%	10,3%	-20,8%	-33,6%	-27,9%	-26,7%
Var m/m, con estacionalidad	14,3%	-29,9%	-2,1%	42,9%	-5,8%	-27,2%	-15,6%	-36,9%	108,5%	-9,2%	-25,6%	24,1%	16,1%
Producción Industrial (FIEL) Var. % a/a	-2,4%	-4,0%	-0,8%	0,3%	-0,6%	-1,8%	-6,0%	-6,2%	-7,6%	-14,8%	-14,8%	-10,9%	s/d
Var m/m, desest.	0,7%	-2,4%	1,4%	-1,0%	-3,3%	0,6%	-3,1%	-0,6%	-4,0%	1,5%	-2,3%	1,0%	s/d
Producción Industrial (INDEC) Var. % a/a	-2,5%	-4,0%	-3,1%	-3,3%	-0,7%	-4,8%	-12,8%	-12,4%	-9,9%	-21,2%	-16,6%	-14,8%	s/d
ISAC (INDEC) Var. % a/a	-2,8%	-5,8%	-3,0%	-4,5%	3,0%	-2,1%	-12,2%	-21,7%	-24,6%	-42,2%	-37,2%	-32,6%	s/d
Construcción (Grupo Construya) Var. % a/a	-7,5%	-13,2%	-7,5%	-9,0%	4,8%	-4,7%	-17,4%	-29,2%	-26,6%	-40,0%	-33,2%	-29,8%	-32,0%
Var. % m/m, desest.	0,9%	-2,0%	-1,1%	-5,9%	15,0%	-13,7%	-14,8%	-19,7%	6,8%	-11,2%	6,4%	3,2%	9,7%
Despachos de Cemento (AFCP) Var. % a/a	-2,4%	-7,2%	-1,6%	-7,8%	-0,2%	-10,8%	-12,7%	-20,0%	-23,6%	-42,9%	-35,6%	-27,1%	-32,8%
Indicadores del Sector Externo													
Exportaciones en USD	5.450	6.060	5.854	5.751	5.385	4.923	5.273	5.398	5.531	6.394	6.527	7.622	s/d
Var. % a/a	-35,4%	-22,4%	-22,4%	-23,5%	-32,4%	-30,9%	-13,8%	9,6%	5,6%	11,5%	10,7%	22,9%	s/d
Importaciones en USD	7.177	6.709	6.865	6.525	5.839	5.482	4.255	4.601	4.093	4.335	4.708	4.966	s/d
Var. % a/a	-17,2%	-19,1%	-12,4%	-8,6%	-3,9%	-4,9%	-15,2%	-14,3%	-18,6%	-36,7%	-22,7%	-32,5%	s/d
Saldo Comercial en USD	-1.727	-649	-1.011	-774	-454	-559	1.018	797	1.438	2.059	1.819	2.656	s/d
Precios Materias Primas BCRA (dic 2001=100)	297,8	308,1	298,3	291,4	285,3	287,4	279,8	267,5	262,0	262,1	264,2	271,1	268,1
Var. % a/a	-18,5%	-8,8%	-12,4%	-12,0%	-12,8%	-13,0%	-12,9%	-18,3%	-19,6%	-16,4%	-15,0%	-7,1%	-10,0%

Indicador	Jun-23	Jul-23	Ago-23	Sep-23	Oct-23	Nov-23	Dic-23	Ene-24	Feb-24	Mar-24	Abr-24	May-24	Jun-24
Activos y pasivos del BCRA (Saldos promedios mensuales)													
Base Monetaria (\$ M.M.)	5.604	6.129	6.423	6.533	7.203	7.798	9.182	10.229	10.492	11.096	12.676	14.905	17.829
Circulante	4.502	4.919	5.189	5.268	5.783	5.972	6.795	7.467	7.633	7.940	8.541	9.565	11.318
Otros pasivos BCRA en mon. local: (a) + (b) + (c)	16.234	17.098	20.186	23.693	25.008	25.803	28.693	31.618	36.002	39.513	42.913	40.762	29.977
(a) Deuda Remun (LELIQ+NOCOM)	12.258	13.184	14.324	15.579	15.081	14.053	6.390	3.305	6.010	7.660	0	0	0
(b) Pasivos netos por pases	3.694	3.801	5.154	5.795	7.968	10.757	20.770	27.217	28.271	30.413	32.731	29.478	18.152
(c) Depósitos del Gobierno	283	113	708	2.319	1.959	993	1.532	1.095	1.721	1.440	10.182	11.284	11.825
Pasivos BCRA en mon. extranjera (\$ M.M.)	559	570	824	686	903	1.515	2.615	2.680	6.266	7.707	7.872	10.005	10.841
Reservas intern. brutas (U\$S M.M.)	31,9	26,1	25,1	27,5	25,3	21,4	21,8	24,3	26,9	27,9	29,3	28,6	29,5
Tipo de cambio oficial Com. "A" 3500 BCRA (\$/U\$S)	256,7	275,3	350,0	350,0	350,0	360,5	808,5	826,3	842,3	857,4	869,0	886,9	903,8
Depósitos bancarios (saldos promedios mensuales)													
Total depósitos (\$ M.M.)	30.849	33.085	36.659	39.367	41.545	42.776	50.623	62.545	66.719	71.797	77.780	85.115	88.666
Sector privado	25.649	27.479	30.452	32.534	34.161	34.786	42.064	51.077	52.814	56.685	60.227	65.448	68.934
Sector público	5.200	5.606	6.207	6.833	7.385	7.990	8.559	11.468	13.905	15.112	17.553	19.666	19.732
En moneda local (\$ M.M.)	26.479	28.340	31.013	33.379	35.659	36.873	39.747	47.552	51.299	55.928	61.153	67.909	70.948
Sector privado	21.816	23.362	25.558	27.287	29.051	29.747	32.699	38.142	39.406	42.527	45.319	49.958	52.930
Sector público	4.663	4.978	5.455	6.092	6.608	7.125	7.048	9.409	11.893	13.401	15.833	17.951	18.018
En moneda extranjera (\$ M.M.)	4.370	4.745	5.646	5.988	5.886	5.904	10.877	14.994	15.490	15.869	16.626	17.206	17.718
Sector privado	3.834	4.117	4.894	5.247	5.110	5.039	9.365	12.935	13.407	14.158	14.908	15.484	16.005
Sector público	537	628	752	741	777	865	1.511	2.059	2.083	1.711	1.718	1.722	1.714
En moneda extranjera (U\$S M.M.)	17,6	17,8	17,6	17,1	16,8	16,7	16,8	18,3	18,6	18,7	19,1	19,4	19,6
Sector privado	15,4	15,5	15,2	15,0	14,6	14,2	16,1	15,8	16,1	16,6	17,2	17,5	17,7
Sector público	2,2	2,4	2,3	2,1	2,2	2,4	0,8	2,5	2,5	2,0	2,0	1,9	1,9
Tasas de interés nominales													
Tasa de control monetario BCRA (% anual) Prom. mensual	97,0	97,0	109,4	118,0	127,0	133,0	117,4	100,0	100,0	87,4	71,0	43,6	40,0
Tasas activas (% anual)													
Call en pesos entre bancos privados	84,9	86,2	97,6	102,4	109,0	111,3	102,9	92,2	87,7	82,7	68,0	42,8	36,5
Adel. cta.cte. en pesos a empresas no financ.													
por \$ 10 M o más, con acuerdo, de 1 a 7 días	92,2	91,8	102,7	113,5	121,8	128,3	112,1	104,0	103,5	92,1	75,48	47,9	44,37
Préstamos personales	103,7	102,4	110,0	102,0	116,4	134,6	138,6	135,9	126,5	124,7	99,5	69,1	63,5
Tasas pasivas (% anual)													
BADLAR	91,5	92,0	103,1	112,4	120,6	128,0	120,1	107,5	107,4	84,7	62,1	35,2	32,9
Plazo fijo en \$ hasta \$ 100.000	95,4	95,5	106,6	115,7	123,6	130,6	120,8	108,2	108,0	84,2	60,9	33,8	30,5
Plazo fijo en \$ más de \$ 1.000.000	90,9	91,1	102,6	112,0	119,9	127,1	119,8	106,7	106,4	84,2	62,0	35,3	33,0