

# Informe Económico Mensual



Instituto de Investigación

Nº 231. Año 24 – 23 de septiembre de 2024

Escriben: Eloy Aguirre, Adolfo Bosch, Nadina Mezza, Héctor Rubini y Jorge Viñas.

## EL DATO DEL MES

**Inflación.** El Índice de Precios Internos al Por Mayor (IPIM) de agosto cerró con una suba de 2,1% (218,4% interanual), la más baja desde el inicio de la gestión del presidente Javier Milei.

## LO QUE HAY QUE SABER

### **Argentina: regla fiscal y nueva política cambiaria.**

La inflación no logra perforar el piso del 4% mensual ni acercarse a la meta oficial del 2%. Si bien algunos sectores muestran señales de leve recuperación, el clima recesivo no se ha revertido. En este escenario, el Gobierno Nacional presentó el presupuesto 2025 con una nueva regla fiscal. A su vez, el tipo de cambio CCL cayó un 16% desde el pico de principios de julio. La brecha cambiaria se redujo a 26%, al iniciar el BCRA una política de intervenciones cambiarias en el mercado CCL, y el lanzamiento del blanqueo impositivo. La percepción del riesgo argentino ha mejorado, pero se mantiene sin cambios la incertidumbre sobre el plazo y condiciones para la eliminación del cepo cambiario.

### **EE.UU.: llegó la baja de tasas de interés**

La Fed inició el ciclo de baja de tasas con una reducción de 50 p.b. a 5% en la tasa de Fondos Federales, cambiando el foco desde la inflación hacia el riesgo de aumento del desempleo. Los miembros de la Fed proyectan 50 p.b. de bajas adicionales hasta fin de año y otros 100 p.b. en 2025. Es una buena noticia para los países emergentes porque se beneficiarían con un menor costo de financiamiento y nuevos ingresos de capitales.








## LO QUE VIENE

**Argentina.** Se aguarda el inicio de la negociación de un nuevo acuerdo con el FMI y el ingreso de financiamiento externo para una futura eliminación del cepo cambiario.

**Elecciones en EE.UU.** La candidata del Partido Demócrata Kamala Harris lidera casi todas las encuestas de opinión, respecto del candidato Republicano Donald Trump, pero no se perfila claramente como segura ganadora para los comicios del 5 de noviembre.

**Elecciones en Uruguay.** Se aproxima la elección presidencial del 27 de octubre. Las encuestas muestran una creciente ventaja del Frente Amplio (centroizquierda) sobre el Partido Nacional, pero no evitaría un ballottage para el 19 de noviembre.

## PRINCIPALES INDICADORES HASTA FIN DE AGOSTO DE 2024

	2024 Mayo	Junio	Julio	Agosto	Tendencia hasta agosto 2024
<b>IPC</b> Var. % mensual	4,2%	4,6%	4,0%	4,2%	Estable
<b>IPC</b> Var. % interanual	276,4%	271,5%	263,4%	236,7%	
<b>Industria</b> % uso capacidad instalada	56,8%	54,5%	59,7%	s.d.	
	2024 Mayo	Junio	Julio	Agosto	Tendencia hasta agosto 2024
<b>Tasa pol. monetaria</b> Tasa de pasivos pasivos a 24 hs. del BCRA	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	
<b>EMBI Arg.</b> Riesgo país en puntos básicos al último día del mes	1.312	1.456	1.507	1.433	Estable
<b>IVA DGI</b> Recaudación Mensual	+220,7%	+225,5%	+216,7%	+233,0%	
		Var. % interanual.			
<b>Dólar</b> \$/U\$S mayorista promedio bancos al último día del mes	895,3	911,8	932,8	952,8	
<b>Depósitos en pesos</b> Sector privado	+10,3%	+5,5%	+8,7%	+5,1%	
		Var. % mensual de saldos promedios diarios			
<b>Depósitos en dólares</b> Sector privado	+1,8%	+1,5%	+3,0%	+2,9%	
		Var. % mensual de saldos promedios diarios			

## PRECIOS, ACTIVIDAD Y COMERCIO EXTERIOR

### INDICADORES MÁS RECIENTES

Adolfo Bosch

#### I. PRECIOS

VARIABLE		FUENTE	Periodo	Unidad	Valor	Periodo anterior		
PRECIOS	IPC Nacional	INDEC	Agosto 2024	Var. % mensual	4,2%	4,0%		
				Var.% interanual	236,7%	263,4%		
	IPC G.B.A		Agosto 2024	Var. % mensual	4,1%	4,0%		
				Var.% interanual	239,6%	266,1%		
	IPC C.A.B.A		Dirección Gral. de Estad. y Censos. GCBA	Agosto 2024	Var. % mensual	4,2%	5,1%	
					Var.% interanual	243,1%	264,9%	

#### II. ACTIVIDAD

VARIABLE		FUENTE	Periodo	Unidad	Valor	Periodo anterior	
DEMANDA INTERNA	Ventas en Shoppings	INDEC	Junio 2024	Var. % i.a. acumulado vs. acum. año anterior a precios constantes	-14,0%	-14,2%	
	Ventas en Supermercados		Junio 2024	Var. % i.a. acumulado vs. acum. año anterior a precios constantes	-11,6%	-12,4%	
	Patentamiento autos 0 Km	ACARA	Agosto 2024	Var.%interanual	4,8%	-2,8%	
ACTIVIDAD	Estimador Mensual de Actividad Economica	INDEC	Junio 2024	Var.% mensual (sin estacionalidad)	-0,3%	0,7%	
				Var.% interanual	-3,9%	1,9%	
PBI	2° Trimestre 2024		Var. % Abril-Junio '24 vs Abril-junio'23	-1,7%	-5,1%		
ACTIVIDAD INDUSTRIAL	IPI Manufacturero		Julio 2024	Var.% interanual	-5,4%	-20,1%	
	Uso capacidad instalada		Julio 2024	% uso capacidad instalada	59,7%	54,5%	
CONSTRUCCIÓN	Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción		Julio 2024	Var.% interanual	-20,4%	-35,2%	
INGRESOS TRIBUTARIOS RELACIONADOS CON LA ACTIVIDAD INTERNA	IVA DGI (Bruto)	AFIP	Agosto 2024	Var % mensual	13,1%	-13,6%	
				Var. interanual	198,0%	222,7%	
	Var % mensual			-20,2%	43,5%		
	Var. interanual			215,7%	230,0%		
	Sistema Seguridad Social			Var % mensual	4,3%	-0,5%	
Créditos y Débitos en Cta.Cte.	Var. interanual	230,9%	241,7%				

#### III. COMERCIO EXTERIOR

VARIABLE		FUENTE	Periodo	Unidad	Valor	Periodo anterior	
COMERCIO EXTERIOR	Exportaciones	INDEC	Agosto 2024	Nivel (U\$S M)	6.793	7.221	
				Var. % interanual	14,9%	19,2%	
	Importaciones			Nivel (U\$S M)	4.830	5.646	
				Var. % interanual	-29,8%	-16,5%	
	Saldo balanza comercial			Nivel (U\$S M)	1.963	1.575	

## PANORAMA DE ARGENTINA

### ECONOMÍA REAL Y PRESUPUESTO.

Eloy Aguirre

**La inflación no logra perforar el piso del 4% mensual ni acercarse a la meta oficial del 2%. Si bien algunos sectores muestran señales de leve recuperación, el clima recesivo no se ha revertido. En este escenario, el Gobierno Nacional presentó el presupuesto 2025 con una nueva regla fiscal.**

#### 1. Precios y economía real

El Gobierno Nacional posee una gran fragilidad en el Congreso Nacional debido a ser minoría en ambas cámaras y a los diversos conflictos internos de los legisladores de la Libertad Avanza. A pesar de este contexto, el oficialismo logró ratificar el veto presidencial de Milei a la Ley N°27.756 que proponía un incremento del 7,2% en las jubilaciones, con el apoyo de otras fuerzas políticas en la Cámara de Diputados. Tras este “triumfo” en el Congreso, llegó la dura noticia de un aumento inflacionario del 4,2% en agosto, sin lograr perforar la barrera del 4% que se había registrado en julio.

La reducción de la inflación es uno de los principales objetivos del gobierno y su convergencia al 2% mensual es una de las condiciones clave para aproximarse al levantamiento del “cepo cambiario” y unificar los tipos de cambio. No obstante, el dato de agosto sugiere que, en el corto plazo, será muy difícil para el gobierno desacelerar el aumento de precios hasta alcanzar la meta del 2%. Esta dificultad se evidencia en el aumento de la inflación núcleo, que excluye precios regulados y estacionales, y que subió de un mínimo de 3,7% en junio a 3,8% en julio, alcanzando el 4,1% en agosto. A continuación, se pueden destacar las principales variaciones de precios registradas en agosto de 2024:

- El rubro que más aumentó fue Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles, un 7,1% debido principalmente al incremento de tarifas.
- El grupo con menor incremento fue Prendas de vestir y calzado, que subió un 2,1%, reflejando la caída en las ventas minoristas.
- La variación interanual de precios en agosto fue la más baja del año, alcanzando un 236,7%, mientras que el acumulado enero-agosto fue del 94,8%.
- Los servicios aumentaron un 6,5%, mientras que los bienes subieron un 3,2%.
- La inflación núcleo creció 4,1%, los precios regulados 5,9% y los estacionales un 1,9%.

Las políticas de ajuste fiscal y monetario implementadas por el gobierno nacional lograron reducir la inflación mensual del 25,5% en diciembre pasado a valores en torno al 4% desde mayo, aunque esto ha sido a costa de una fuerte recesión. Aparentemente, no habrá un índice inflacionario mensual menor al 3% de aquí a fin de año y esto podría complicar los planes del oficialismo. Las proyecciones del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) que realiza periódicamente el Banco Central indican que la inflación mensual promedio para los últimos meses del año será superior al 3,4%.

Un dato curioso es que, en ningún mes de 2024, la inflación mensual nacional reportada por el INDEC ha superado a la de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires (CABA). Al parecer, la inflación de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, que se difunde una semana antes que la del INDEC, actúa como un techo, ya que en CABA los servicios tienen mayor peso en el índice y han mostrado un crecimiento más acelerado que los bienes a lo largo del año.

### CUADRO 1: VARIACIÓN MENSUAL DE PRECIOS

2024	Enero	Febrero	Marzo	Abril	Mayo	Junio	Julio	Agosto
IPC INDEC	20,6%	13,2%	11,0%	8,8%	4,2%	4,6%	4,0%	4,2%
IPC CABA	21,7%	14,1%	13,2%	9,8%	4,4%	4,8%	5,1%	4,2%
Diferencia	1,1%	0,9%	2,2%	1,0%	0,2%	0,2%	1,1%	0%

Fuente: INDEC e IDECBA.

El gobierno nacional espera que la inflación de septiembre comience con el número tres, debido a varias medidas, entre ellas la reducción de la alícuota del impuesto PAIS en bienes importados del 17,5% al 7,5%. Esta medida, junto con la caída del consumo y la reducción de la brecha cambiaria, podría ayudar a que la inflación perforo el 4% mensual. Sin embargo, la continuidad en la suba de tarifas y combustibles durante septiembre podría contradecir esta expectativa.

La buena noticia para el gobierno es que algunos indicadores de la economía real han dejado de caer y muestran un leve crecimiento. El Indicador Sintético de Actividad de la Construcción (ISAC) registró en julio un aumento del 8% (sin estacionalidad) respecto de junio, y el Índice de Producción Industrial Manufacturero (IPI) creció un 6,9% (sin estacionalidad) en el mismo mes. Si bien estos indicadores siguen cayendo interanualmente (20,4% el ISAC y 5,4% el IPI en julio), estas caídas son las menores del 2024. A continuación, se destacan algunos rubros de los indicadores ISAC e IPI:

- Alimentos y bebidas (IPI) creció 6,2% interanual, con un aumento del 60,3% interanual en Molienda de oleaginosas.
- Otro equipo de transporte (IPI) mostró un incremento del 3,3% interanual, con un crecimiento del 29,3% en Motocicletas.
- En el sector de la construcción, el Cemento Portland (ISAC) cayó 14,5% interanual, siendo la menor disminución del año.
- Pinturas para la Construcción (ISAC) disminuyó 4,3% interanual, convirtiéndose en el rubro con la menor caída dentro del ISAC.

Además, la Utilización de la Capacidad Instalada en la Industria (UCII) alcanzó el 59,7% en julio, el valor más alto del año, y el Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) de junio (último dato disponible) mostró la menor caída interanual del 2024. De mantenerse esta tendencia, podríamos estar en el inicio de una leve recuperación económica, aunque **lejos de la recuperación en "V" que el oficialismo había anticipado meses atrás**. El Informe de INDEC de avance del nivel de actividad del segundo trimestre, revela una caída interanual del PIB del 1,7%, lo que representa una mejora en comparación con la contracción del 5,2% registrada en el primer trimestre. **La inversión bruta se redujo un 29,4% interanual, mientras que el consumo cayó 9,8% y el consumo público disminuyó un 6%**. El único dato positivo en la demanda agregada fue el crecimiento interanual del 31,4% de las exportaciones.

En cuanto al desempeño por sectores, Agricultura, Ganadería, Caza y Silvicultura lideró el crecimiento interanual en el segundo trimestre con un 81,2%, seguido por Pesca con un 41,3%. La recuperación del sector agrícola, tras la severa sequía de 2023, ha impulsado la producción de alimentos, como lo refleja el IPI. En contraste, **los sectores con mayores caídas interanuales fueron la Construcción, con un descenso del 22,2%, y la Industria Manufacturera, con una disminución del 17,4%**. A su vez, la recuperación del consumo sería algo más lenta: el Índice de Confianza del Consumidor (ICC) de la Universidad Torcuato Di Tella registró en agosto un incremento mensual del 6,03%, el mayor del año. Al desglosar este indicador por regiones, la Ciudad Autónoma de Buenos Aires experimentó un aumento mensual del 18,33%, mientras que el Interior creció un 6,26% y el Gran Buenos Aires un 2,27%. **Esto podría sugerir una leve recuperación en el consumo en el futuro**.

A pesar de algunos avances en la gestión económica y política, el Gobierno Nacional sigue enfrentando importantes desafíos. Aunque la inflación ha disminuido notablemente, aún persisten dificultades para alcanzar la meta del 2% mensual y las políticas de ajuste han generado un alto costo en términos de recesión económica. **Si bien sectores como la agricultura, alimentos y bebidas, y en menor medida la construcción, muestran signos de recuperación, la economía en su conjunto sigue siendo frágil y su reactivación desigual**. Las proyecciones indican que la inflación seguirá siendo alta en el corto plazo, complicando una recuperación más sólida. En este escenario, el gobierno deberá encontrar un equilibrio entre el control inflacionario y la reactivación del crecimiento económico.

## 2. Recaudación tributaria

La fuerte caída de la actividad económica, provocada en cierta medida por la drástica reducción del gasto público implementada por el gobierno nacional, ha tenido como consecuencia una disminución en la recaudación fiscal en términos reales. En agosto de 2024, la recaudación impositiva total cayó un 15,6% interanual en términos reales. El impuesto a las ganancias experimentó una disminución real del 28,1% interanual, mientras que el IVA se redujo un 18,8% también en términos reales. Si se considera el acumulado entre enero y agosto de 2024, la recaudación fiscal en términos reales se reduce un 1,6% interanual, con una baja del 5,2% en el IVA y del 5,1% en Ganancias.

Por otro lado, el único tributo que registró crecimiento real interanual en agosto como en el acumulado del año fue Derechos de Exportaciones. En cambio, el impuesto PAIS y los Combustibles Totales (Incluye Impuesto sobre los Combustibles y Recargo al Consumo de Gas) registraron aumentos reales únicamente en el acumulado enero-agosto. Los Derechos de Exportación crecieron un 17,6% interanual en agosto y un 46,7% en el acumulado anual. El impuesto PAIS mostró un incremento real del 171,9% interanual en período enero-agosto, mientras que los Combustibles Totales aumentaron un 9,45% en el mismo lapso. **La disminución en términos reales de la recaudación impositiva complica el objetivo del gobierno de alcanzar un superávit financiero**, objetivo que no pudo sostener en julio, pero que logró recuperar en agosto, tras haber pagado intereses de deuda por 896.130 millones pesos.

3. Presupuesto 2025

El domingo 15 de septiembre, el presidente Javier Milei presentó el Presupuesto Nacional 2025 por cadena televisiva. En su discurso, subrayó reiteradamente que el déficit fiscal es uno de los principales problemas que enfrenta Argentina, siendo el origen de varios problemas económicos, como la inflación, la pobreza, el endeudamiento y la falta de credibilidad. En este contexto, afirmó que el presupuesto presentado será equilibrado con déficit cero, independientemente de las medidas que se adopten y las fluctuaciones macroeconómicas, y que esto no será negociable. Además, señaló que el principal motivo detrás del déficit es la tendencia de los políticos a aumentar el gasto público sin el correspondiente financiamiento del lado de los ingresos.

La principal novedad de este presupuesto es la inclusión de una “Regla Fiscal” en su primer artículo, que ajusta el gasto público en función de los cambios en los ingresos. Esta regla establece que el pago de intereses de deuda será prioritario (gasto no sujeto a cambios), mientras que el resto del gasto dependerá de la recaudación tributaria. Si, después de cubrir el pago de servicios de deuda, la recaudación tributaria excede el gasto restante, el Tesoro tendrá superávit; si es inferior, se deberán realizar ajustes en el gasto para mantener el equilibrio. En caso de obtener un superávit de carácter permanente, este se compensará con una reducción futura de impuestos. A continuación, se transcribe el primer artículo del proyecto de ley donde menciona la “Regla Fiscal”:

**ARTICULO 1°: Establécese como regla fiscal, que el Sector Público Nacional deberá obtener a partir del Ejercicio 2025 y en todos los ejercicios subsiguientes, un resultado financiero equilibrado o superavitario. La presente Regla Fiscal implica que frente a cualquier desvío en los ingresos proyectados que afecte negativamente el equilibrio financiero, los gastos deberán, como mínimo, recortarse en la misma proporción.**

**Para ello, las partidas no sujetas a un monto de ejecución mínimo previsto legalmente, deberán ser recortadas en la proporción necesaria con el fin de restablecer el referido equilibrio financiero.**

En su discurso, el presidente también indicó que se implementará un cambio de metodología, priorizando primero cuánto se debe ahorrar antes de determinar cuánto se puede gastar. Esta metodología se basa en tres consignas: i) Garantizar el equilibrio fiscal de manera permanente; ii) Obligar al Estado a hacerse cargo responsable de la deuda; iii) Devolver el excedente de ingreso a la sociedad mediante la reduciendo impuestos.

El gobierno estima para 2025 un resultado financiero superavitario de \$192.335 millones para el Sector Público Nacional y proyecta cerrar 2024 también con superávit, de \$ 1.679 millones. En el caso de 2025, el superávit se compone de una estimación de recursos de \$125.936.982 millones, equivalente al 16,5% del PIB estimado, y un total de gastos de \$ 125.744.647 millones. Del total del gasto total del Sector Público Nacional, el 89,9% (\$115.227.941 millones) corresponde a la Administración Nacional, mientras que el resto se distribuye entre Otros Entes no empresariales y Fondos Fiduciarios. Además, más del 99% del gasto total de la Administración Nacional es Gasto Corriente (\$114.777.235 millones), siendo el resto destinado a Gasto de Capital.

Además, en el mensaje del presupuesto se presentaron las “Pautas Macrofiscales” o “marco macrofiscal” que resultan fundamentales para los gobiernos provinciales, ya que deberán adaptar sus presupuestos locales a estas directrices. El siguiente cuadro resume los principales datos del marco macrofiscal

**CUADRO 2: PAUTAS MACROFISCALES**

	2024	2024	2025	2026	2027
<b>PIB real</b>		-3,8%	5,0%	5,0%	5,5%
<b>Consumo Privado</b>		-6,3%	4,5%	4,3%	4,7%
<b>Consumo Público</b>		-4,8%	4,0%	4,1%	4,2%
<b>Inversión</b>		-22,2%	9,9%	9,6%	10,2%
<b>Exportaciones</b>		23,2%	7,7%	6,7%	5,6%
<b>Importaciones</b>		-19,2%	14,2%	12,9%	11,8%
<b>IPC var. i.a.</b>		104,4%	18,3%	11,6%	7,4%
<b>Tipo de cambio nominal (\$/U\$S) a fin de cada año</b>		1.019,9	1.207,0	1.347,0	1.446,0

Fuente: Elaboración propia sobre la base de Proyecto del Presupuesto 2025, Mensaje.

En el marco macrofiscal se observa que el gobierno proyecta una disminución del PIB del 3,8% para este año, atribuida principalmente a la fuerte contracción de la demanda interna. En cuanto a la inflación, se espera cerrar el 2024 con una variación

de precios del 104,4%. Para cumplir esta proyección, la inflación mensual debería mantenerse en 1,21% hasta fin de año, un objetivo que parece muy difícil de alcanzar. Además, se puede notar que a partir de 2025 el tipo de cambio nominal crecerá al mismo ritmo que la inflación anual. En el mensaje también incluye la estimación de los recursos tributarios para 2025 y su comparación con los de 2024. En el siguiente cuadro se presenta la proyección de algunos tributos:

**CUADRO 3: ESTIMACIÓN DE RECURSOS TRIBUTARIOS**

Principales Tributos	2024	2025	Variación
	En millones de pesos		En %
<b>Ganancias</b>	25.161.192	38.561.251	53,3%
<b>IVA Neto de Reintegros</b>	41.668.734	53.583.276	28,6%
<b>Créditos y Débitos</b>	9.387.949	12.581.570	34,0%
<b>Impuesto PAIS</b>	6.283.412	0	-100,0%
<b>Derechos de Exportación</b>	5.448.425	10.920.052	100,4%
<b>Monotributo impositivo</b>	231.954	688.672	196,9%
<b>Bienes Personales</b>	1.078.436	833.346	-22,7%

Fuente: Elaboración propia sobre la base de Proyecto del Presupuesto 2025, Mensaje.

Se proyecta un crecimiento del 53,3% en la recaudación del Impuesto a las Ganancias para 2025, con una inflación estimada del 18,3%, lo que implicaría un aumento real del 29,5%. En cuanto al IVA, se espera un incremento real del 8,7%. El Impuesto a los Créditos y Débitos (conocido como impuesto al cheque) crecería un 13,3% en términos reales, mientras **que los Derechos de Exportación subirían un 69,4% en términos reales. Este último dato generó preocupación entre las entidades agropecuarias, que expresaron su reclamo ante la posibilidad de un aumento en las retenciones a la exportación de granos y oleaginosas, aunque esto fue posteriormente desmentido.** Por otro lado, se estima que la recaudación del Monotributo aumentará 128% en términos reales, impulsada por la migración de contribuyentes que anteriormente tributaban IVA hacia este régimen. Además, se destaca la eliminación del impuesto PAIS para 2025, una medida prometida por el oficialismo. También, se prevé una caída nominal del 22,7% en la recaudación de Bienes Personales, debido a la alta adhesión al Régimen Especial del Ingreso del Impuestos sobre los Bienes Personales (REIBP), que ofrece beneficios y reduce el pago del tributo.

La fuerte caída en la recaudación fiscal en términos reales, resultado de la contracción económica y la reducción del gasto público, representa un desafío significativo para el Gobierno Nacional en su intento de alcanzar un equilibrio fiscal. A pesar de esta situación, el Presupuesto 2025, presentado por el presidente Milei, se centra en lograr un déficit cero a través de la implementación de una estricta regla fiscal. Esta medida prioriza el pago de la deuda y ajusta el gasto público según los ingresos fiscales, con el objetivo de alcanzar un superávit financiero y reducir impuestos en caso de excedentes. **Sin embargo, las proyecciones de inflación y contracción del PIB plantean interrogantes sobre la viabilidad de estos objetivos en el corto plazo.**

**CALMA CAMBIARIA QUE NO DESPEJA EL HORIZONTE**

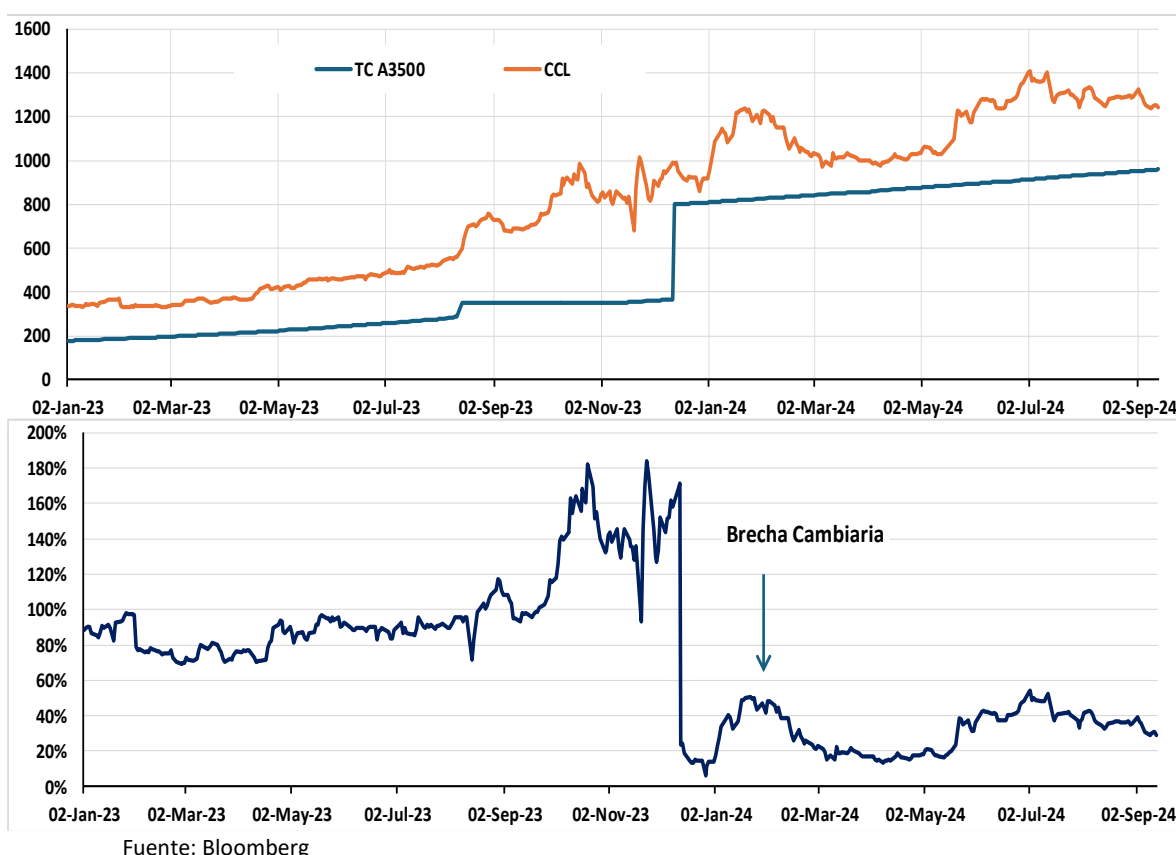
Jorge Viñas

**El tipo de cambio CCL cayó un 16% desde el pico de principios de julio. La brecha cambiaria se redujo a 26%, al iniciar el BCRA una política de intervenciones cambiarias en el mercado CCL, y el lanzamiento del blanqueo impositivo. La percepción del riesgo argentino ha mejorado, pero se mantiene sin cambios la incertidumbre sobre el plazo y condiciones para la eliminación del cepo cambiario.**

Desde que el equipo económico anunció la implementación del nuevo esquema monetario por parte del BCRA (“la fase 2”) a principios de julio, el tipo de cambio “contado con liquidación” (CCL) bajó de un pico de 1.450 pesos por dólar a 1.220 al cierre del 20 de septiembre, una caída del 16%, mientras que el “dólar MEP” (que surge de la operatoria con bonos en el mercado local) cerró por debajo de la barrera de 1.200. La brecha entre el CCL y el tipo de cambio oficial (Com “A” 3500), que mantiene el ritmo de depreciación de 2% mensual, en el mismo lapso se redujo a menos de la mitad, del 58% al 26% (véase el gráfico 1).

Si se utiliza para el cálculo de la brecha el tipo de cambio para importación, que surge de aplicar la alícuota del impuesto PAIS al tipo de cambio A3500, la misma se redujo del 35% a principios de julio cuando la alícuota del impuesto PAIS todavía era del 17,5%, al 17% con la nueva alícuota del 7,5% vigente desde principios de septiembre.

**GRÁFICO 1. EVOLUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO OFICIAL (A3500) vs. CCL (ARS x USD) Y BRECHA CAMBIARA (%)**



Fuente: Bloomberg

El nuevo esquema monetario faculta al BCRA a vender en el mercado del CCL los dólares comprados a los exportadores en el mercado oficial de cambios, como forma para neutralizar el efecto expansivo sobre la base monetaria de las compras de divisas en el mercado oficial. Este mecanismo recibió fuertes críticas, principalmente por el hecho de que afecta la capacidad del BCRA para continuar acumulando reservas, en momentos en que las reservas netas, que transitoriamente se habían tornado positivas en junio, estaban volviendo a tener saldo negativo, lo que se acentuó desde entonces hasta rondar -u\$s 3.500 millones en la actualidad. Sin embargo, parece poco probable que, si el BCRA no conseguía detener y revertir el aumento de la brecha cambiaria, hubiera podido volver a acumular reservas, aunque no interviniera en el CCL. La experiencia histórica del cepo cambiario indica que cuanto mayor es la brecha más “permeable” se vuelve el cepo y el BCRA, lejos de acumular reservas, las pierde.

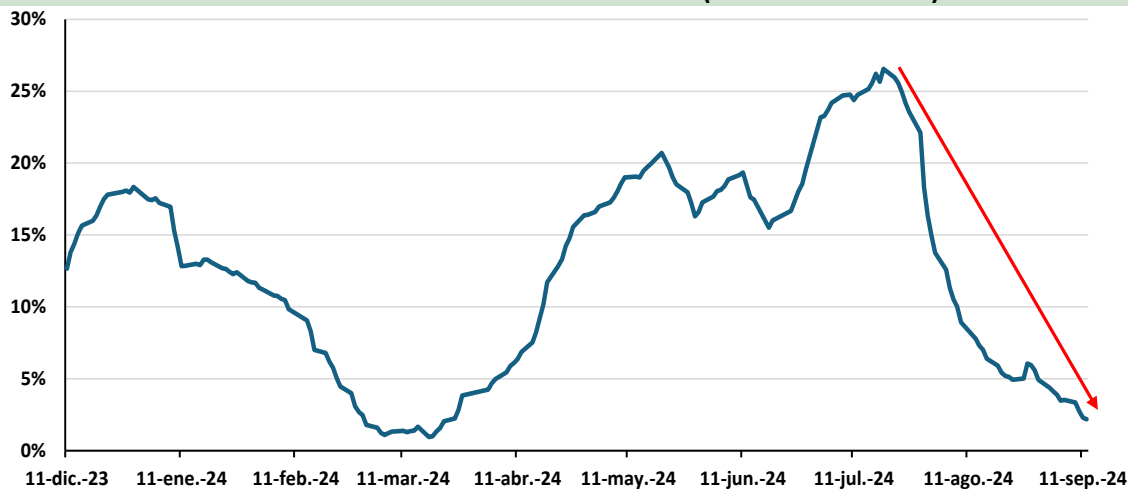
Mientras tanto, el BCRA no informa los detalles de su intervención en el mercado del CCL, aunque a partir del balance cambiario mensual de la entidad se puede estimar que en julio habría vendido u\$s 316 millones por esta vía. Todavía no se ha publicado el balance cambiario de agosto, pero a partir del análisis de los volúmenes operados de bonos en dólares en el mercado local, es posible deducir que el BCRA se mantuvo activo en la venta de dólares a través de este canal, especialmente en las jornadas en que se advierte una presión alcista sobre el CCL, en lo que parecería ser un intento de acotar la volatilidad más que en forzar una baja de los tipos de cambio financieros.

Otro cambio que se advierte desde la entrada en vigor del nuevo esquema monetario es en el ritmo de crecimiento de la base monetaria. Tomando promedios móviles de 20 días, la base monetaria pasó de expandirse a un ritmo del 26% mensual a mediados de julio, muy por encima de la inflación mensual (que en junio fue del 4,6% y en julio del 4%), al 2,8% mensual al 16 de septiembre, por debajo del 4,2% de la inflación de agosto, por lo que volvió a contraerse en términos reales como ocurría en los primeros meses de 2024 (véase el gráfico 2). Es decir, vuelven a “escasear los pesos”, lo que repercute en una menor demanda de dólares en el CCL, ayudando a la compresión observada en la brecha cambiaria. La desaceleración del crecimiento de la base monetaria se explica parcialmente por la intervención del BCRA en el CCL, pero también por el freno brusco en la compra neta de divisas en el mercado oficial, que pasaron de un promedio de US\$2.800 millones mensuales en los primeros 6 meses del nuevo gobierno a menos de US\$150 millones mensuales desde junio, incluyendo saldos mensuales negativos en junio y julio. Estos efectos se han visto compensados por la reducción del stock de LEFI (las letras del Tesoro que sustituyeron a los pases del



BCRA como herramienta para la aplicación de los excedentes de liquidez de los bancos) en poder de los bancos, ante el incipiente aumento que están experimentando los préstamos al sector privado, que en julio se expandió a un ritmo de 8% en términos reales.

**GRÁFICO 2. EVOLUCIÓN DE LA BASE MONETARIA – PROMEDIO MÓVIL DE 20 DÍAS (VARIACIÓN MENSUAL)**



Fuente: BCRA

Además del nuevo esquema monetario, existen dos factores transitorios que influyen en el comportamiento bajista de la brecha cambiaria: los vencimientos del impuesto a los bienes personales (BBPP) y del blanqueo de capitales. Este año, el vencimiento de BBPP que opera en estos días incluye incentivos al pago de 5 años por adelantado con una alícuota reducida, lo que tiende a aumentar el flujo habitual de venta de CCL por parte de los contribuyentes para hacer frente a los pagos. Menos directo es el efecto del blanqueo, ya que no involucra la venta de dólares, debido a que su reglamentación indica que el requisito para acogerse a las exenciones impositivas es que los fondos a regularizar sean depositados en dólares en el mercado local o invertidos en activos autorizados, entre los que existen alternativas denominadas en dólares. Bajo este esquema, los depósitos en dólares en el sistema financiero local acumulan una suba de u\$s 3.855 millones desde el 14 de agosto (al 17 de septiembre) con una aceleración significativa en el ritmo de crecimiento en la última semana, promediando cerca de u\$s 400 millones diarios. La mayor disponibilidad de dólares en el mercado local ayuda a reducir las expectativas de devaluación en el corto plazo, lo que indirectamente redundará en una menor demanda de dólares en el CCL.

La reducción de la brecha cambiaria también ayudó a reducir la percepción de riesgo argentino en los mercados financieros, a lo que se sumó la mejora del escenario internacional que se materializó con el inicio del ciclo de baja de tasas por parte de la Fed. El riesgo soberano, medido a través del EMBI de JPMorgan, que había llegado a 1.612 puntos a principios de agosto, disminuyó a 1.319 puntos al 20 de septiembre. El Merval, principal índice de acciones argentinas, subió un 40% en dólares (valuado al CCL) en el mismo lapso, alcanzando un nuevo máximo nivel en dólares desde 2018.

También ha tenido una evolución favorable el mercado local de deuda del Tesoro en pesos, tanto las Lecaps como los bonos ajustables por CER. Sin embargo, la elevada necesidad del Tesoro de renovar vencimientos en septiembre (vencen \$14 bn de los cuales ya renovó \$ 7bn y el resto vence a fin de mes) puso presión alcista sobre las tasas de retorno. En el caso de las Lecap, este factor se vio amplificado por el dato de inflación de agosto mayor a lo esperado (4,2% vs, 3,9% del último REM). En la última licitación, el Tesoro colocó la Lecap a 1 año al 3,95% de tasa efectiva mensual, frente al 3,88% de la licitación anterior a fines de agosto.

Pese al mejor clima financiero, continúa sin despejarse una de las principales incógnitas del plan económico: los plazos para el levantamiento de las restricciones cambiaria y la unificación de los tipos de cambio, ni las condiciones del régimen cambiario que se implementará. El proyecto de presupuesto presentado la semana anterior tampoco brinda pistas al respecto, lo que resulta lógico, dado que el gobierno no tiene incentivos a anunciar un cambio de régimen cambiario con anticipación. Sin embargo, cada vez más se afianza la percepción de que las restricciones se irán levantando gradualmente, y que el gobierno sólo se animará a una unificación plena cuando tenga convicción de que dicha movida no derivará en un movimiento desestabilizador del tipo de cambio.

## PANORAMA INTERNACIONAL

### ESCENARIO GLOBAL: LLEGÓ LA BAJA DE TASAS

Jorge Viñas

**La Fed inició el ciclo de baja de tasas con una reducción de 50 p.b. a 5% en la tasa de Fondos Federales, cambiando el foco desde la inflación hacia el riesgo de aumento del desempleo. Los miembros de la Fed proyectan 50 p.b. de bajas adicionales hasta fin de año y otros 100 p.b. en 2025. Es una buena noticia para los países emergentes, que se beneficiarían con un menor costo de financiamiento y nuevos ingresos de capitales.**

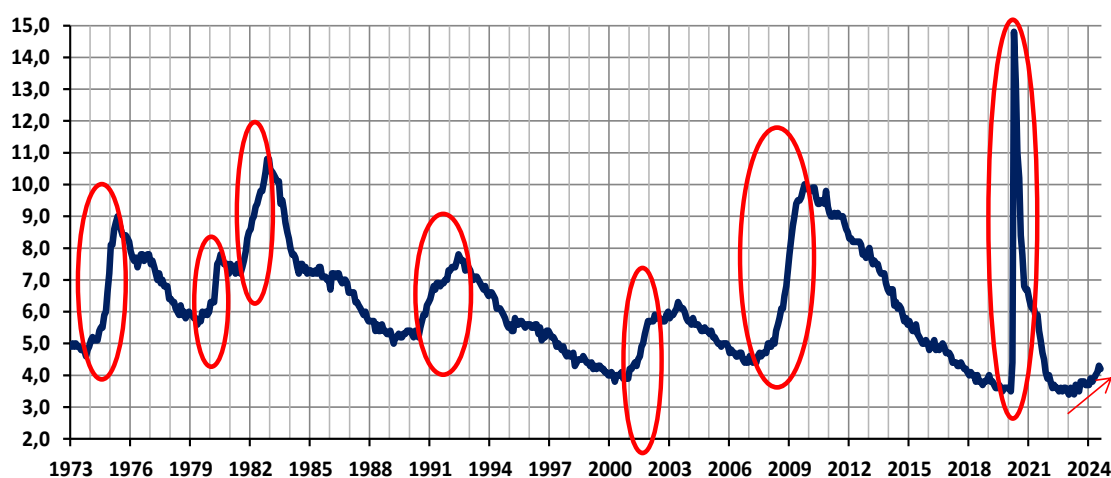
1. *EE.UU.: La Fed inicia el ciclo de baja de tasas con una reducción de 50 p.b.*

**Primera baja de tasas de la Fed.** En la reunión del 18 de septiembre La Fed rebajó 50 p.b. la tasa de Fondos Federales, de 5,5% a 5%, dando comienzo al ciclo de baja de tasas que había sido anticipado por su presidente, J. Powell, en la conferencia anual de política monetaria en Jackson Hole a fines de agosto. En dicha ocasión, Powell había afirmado que “ha llegado la hora de ajustar la política monetaria” (“*The time has come for policy to adjust*”), mostrándose confiado en que la inflación seguiría convergiendo a la meta del 2% y poniendo el foco en el incipiente debilitamiento del mercado laboral.

**La inflación ha mantenido la tendencia a la baja, a pesar de la persistencia que muestran los servicios.** En materia de inflación, el índice Core PCE, que es el más utilizado por los miembros de la Fed para sus proyecciones y como guía para la política monetaria, registró en julio (último dato disponible) una variación del 0,2% mensual y 2,6% interanual, mostrando ambas mediciones estabilidad respecto al mes anterior. Mientras que la inflación minorista de agosto se mantuvo en el 0,2% mensual, marcando un descenso en la variación interanual al 2,5% de 2,9% en julio. La inflación subyacente, que excluye alimentos y energía, subió levemente a 0,3% mensual, pero se mantuvo estable en 3,2% en la variación interanual. Si bien de estos datos no se puede extraer una conclusión decisiva respecto a que la inflación está descendiendo rápidamente hacia la meta del 2%, la tendencia a la baja desde el pico inflacionario tocado a mediados de 2022 se mantiene intacta, y los temores a una potencial reaceleración de los precios que habían surgido en el primer trimestre de 2024 no se han materializado. El factor principal que ha evitado una baja más rápida de la inflación es la persistencia que muestran las categorías de servicios. Esto se explica en parte por la fortaleza que ha mantenido el mercado laboral, que recientemente empezó a dar signos de debilidad.

**El mercado laboral se mantiene firme en términos históricos, pero empieza a mostrar señales de deterioro incipiente.** Tras 6 meses de suba en la tasa de desempleo, pasando de 3,7% en enero a 4,3% en julio, en agosto se registró un leve retroceso a 4,2%, ubicándose 0,8 puntos porcentuales por encima del mínimo de abril de 2023. Se trata de un nivel que puesto en una perspectiva histórica continúa siendo bajo. Pero esto no significa que no se adviertan algunos signos preocupantes. En el gráfico 4 se puede observar la evolución del desempleo en los últimos 50 años, destacándose con círculos rojos los períodos de aceleración en la suba de la tasa de desempleo que coincidieron con todas las fases recesivas en ese lapso.

**GRÁFICO 3. EE.UU. EVOLUCIÓN MENSUAL DE LA TASA DE DESEMPEÑO EN LOS ÚLTIMOS 50 AÑOS(%)**



Fuente: Bloomberg

En primer lugar, si bien todavía la tasa de desempleo es baja y la suba es moderada, al analizar los ciclos económicos previos, una vez que el desempleo empieza a subir de la forma que lo ha hecho en los últimos meses, generalmente la suba no se ha detenido, sino que se ha acelerado, coincidiendo con la caída de la economía en recesión. Por otra parte, la creación mensual de empleo, tomando promedios móviles de 3 meses, se ha desacelerado a 116.000 en agosto de 267.000 en el primer trimestre de 2024, marcando un nuevo mínimo postpandemia. Finalmente, un indicador que ha cobrado mucha relevancia en los últimos años, la apertura de nuevos puestos de trabajo, ya que en la recuperación a la salida de la pandemia había alcanzado niveles récord que superaban ampliamente a la cantidad de desempleados, viene mostrando un retroceso significativo, habiendo prácticamente retornado a los niveles pre-pandemia (véase el Gráfico 4).

**GRÁFICO 4. EE.UU. EVOLUCIÓN MENSUAL APERTURAS DE NUEVOS PUESTOS DE TRABAJO OFRECIDOS (MILES).**



Fuente: Bloomberg

**Las señales de inflación a la baja y deterioro del empleo no son contundentes, pero el nivel elevado de tasas reales le da margen a la Fed para actuar en forma preventiva.** Luego del discurso de Powell en Jackson Hole, se formó un amplio consenso de que la Fed comenzaría la baja de tasas en la reunión de septiembre, pero se dividieron las opiniones respecto a la magnitud que tendría la primera rebaja. Con la inflación por encima de la meta del 2%, la tasa de desempleo todavía baja en términos históricos y sin evidencias de una recesión inminente, muchos analistas argumentaban que debería ser de 25 p.b., es decir, la magnitud mínima que la Fed contempla para las variaciones en la tasa de Fondos Federales. Según dicha postura, una baja de 50 p.b. podría tener que revertirse si la inflación no siguiera bajando, dañando la reputación de la Fed. Además, podría ser contraproducente para las expectativas de los agentes económicos, ya que en ciclos anteriores las bajas de tasas comenzaron con 50 p.b. cuando la Fed debió afrontar una recesión inminente o un shock financiero. Por ello, una baja de 50 p.b. en esta ocasión podría inducir a pensar que los miembros de la Fed anticipan alguna situación crítica. Del otro lado, aquellos analistas más preocupados por la dinámica reciente del empleo argumentaban que la Fed debía aprovechar el punto de partida de una tasa muy elevada en términos reales ( $3\% = 5,5\% - 2,5\%$  si tomamos como referencia de inflación el último dato interanual de inflación minorista) para actuar decisivamente y evitar un deterioro mayor del mercado laboral.

De esta forma, antes de la reunión de septiembre las expectativas de los agentes financieros implícitas en los futuros de tasa de fondos federales estaban divididas, asignando una probabilidad de 60% a una reducción de 50 p.b. y 40% a una reducción de 25 p.b. Finalmente, los miembros de la Fed se inclinaron por la opción más agresiva de 50 p.b., resaltando que no veían un deterioro significativo de la actividad económica ni del empleo, sino que sólo actuaban en forma preventiva, partiendo de una postura de política monetaria muy restrictiva que ya no se justificaba.

**Los miembros de la Fed proyectan 50 p.b. de bajas adicionales hasta fin de año y otros 100 p.b. en el transcurso de 2025.** En el cuadro 4 se presentan las nuevas proyecciones de los miembros de la Fed. Respecto a las proyecciones anteriores de junio, la actualización implica una revisión del desempleo al alza para fin de 2024 y 2025, una baja de la inflación, y un ritmo estable de crecimiento del PIB en 2% (solo con una baja marginal en 2024). Esto refleja que los miembros de la Fed están confiados en que la economía de EE.UU. está logrando un “sof-landing”, es decir, que la economía se está desacelerando hasta un ritmo sostenible, con la inflación volviendo a la meta y el mercado laboral sin ejercer presiones inflacionarias, habiendo evitado una recesión en el proceso. Para lograrlo, los miembros de la Fed proyectan que se requerirá un total 50 p.b. adicionales de baja de tasas de Fondos Federales en las últimas dos reuniones de 2024 (noviembre y diciembre) y otros 100 b.p. más en

2025. Las expectativas implícitas en el mercado de futuro asignan una elevada probabilidad a que las bajas alcancen 75 p.b. adicionales en lo que resta de 2024 y otros 125 p.b. en 2025, es decir, anticipan que el ciclo de baja de tasas terminará siendo más agresivo que lo que proyecta la Fed.

**Las expectativas de baja de tasas de la Fed se han trasladado a la estructura de tasas de mercado.** La tasa del bono del Tesoro a 10 años ha bajado de 4,7% a fines de abril a 3,7% al viernes 20 de septiembre, mientras que la baja en el bono del Tesoro a 2 años ha sido aún más abrupta, pasando de 5% a fines de abril a 3,6% al 20 de septiembre. De esta forma, la curva de rendimientos, que había permanecido con pendiente negativa (medida por la diferencia entre la tasa del bonos a 10 años y la del bono a 2 años) desde mediados de 2022, volvió a tener pendiente positiva en torno a 0,10% al 20 de septiembre. Al mismo tiempo, la baja de tasas combinada con las perspectivas de “soft-landing” han vuelto a fortalecer al mercado accionario de EE.UU., cuyo principal índice, el S&P500, cerró el viernes 20 en un nuevo máximo histórico.

**CUADRO 4. PRINCIPALES PROYECCIONES DE LOS MIEMBROS DE LA FED A SEPTIEMBRE DE 2024.**

En porcentaje		Mediana de las proyecciones de los miembros de la Fed a fin de:				
		2024	2025	2026	2027	Largo Plazo
<b>Crecimiento real del PIB</b>	Actual (sept)	2,0	2,0	2,0	2,0	1,8
	Anterior (junio)	2,1	2,0	2,0		1,8
<b>Tasa de desempleo</b>	Actual (sept)	4,4	4,4	4,3	4,2	4,2
	Anterior (junio)	4,0	4,2	4,1		4,2
<b>Índice Core PCE</b>	Actual (sept)	2,6	2,2	2,0	2,0	2,0
	Anterior (junio)	2,8	2,3	2,0		
<b>Tasa de Fondos Federales</b>	Actual (sept)	4,4	3,4	2,9	2,9	2,9
	Anterior (junio)	5,1	4,1	3,1		

Fuente: Reserva Federal de EE.UU.

2. Buena noticia para los países emergentes, aunque subsisten varios factores de riesgo.

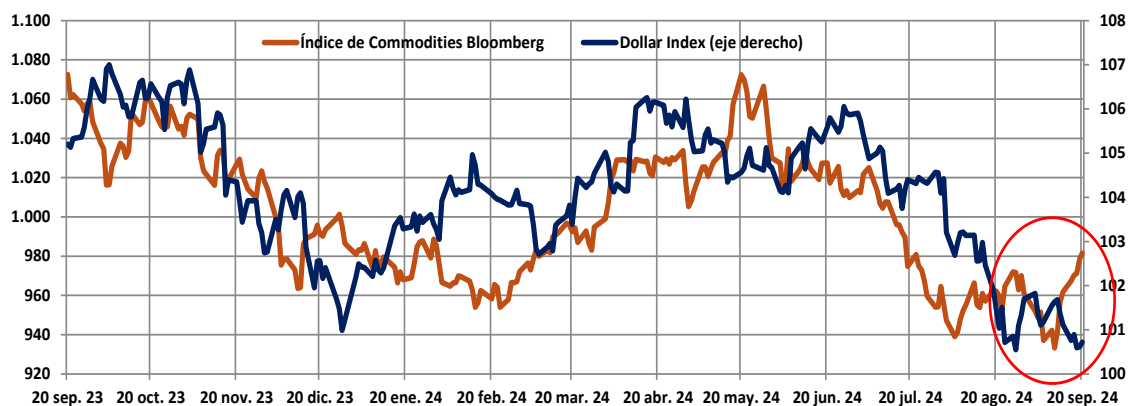
**Los ciclos de bajas de tasas de la Fed suelen favorecer a los países emergentes.** Las tasas de interés en EE.UU. son consideradas como la principal referencia de tasa libre de riesgo en los mercados financieros internacionales. Por lo tanto, el nivel de tasas de interés en EE.UU., que en buena medida está influido por la trayectoria esperada de la tasa de Fondos Federales fijada por la Fed, constituye un factor clave en la determinación de las tasas de retorno exigidas a las distintas clases de activos de riesgo por parte de los inversores globales. Un nivel de tasas libres de riesgo más bajo incentiva la búsqueda de rendimientos de los inversores en activos más riesgosos, lo que tiende a reducir las primas de riesgo. De esta forma, los países emergentes, cuyos activos se encuentran dentro de las distintas categorías de activos de riesgo, se ven afectados en forma directa por los ciclos de tasas de interés de la Fed.

Si bien varios de los países que conforman este grupo han aumentado su resiliencia macroeconómica en los últimos años, el proceso acelerado de suba de tasas que llevó a cabo la Fed entre 2022 y 2023, que llevó la tasa de Fed Funds de 0,25% a 5,5%, implicó un aumento significativo del costo del endeudamiento tanto para los gobiernos como para las empresas, además de alentar salidas de capitales y la depreciación de las monedas de aquellos países con mayor dependencia del financiamiento externo. La baja de tasas que ha iniciado la Fed, que se espera que continúe a lo largo de 2025, tiende a generar los efectos opuestos: baja del costo de endeudamiento, incentivo al ingreso de capitales y depreciación del USD.

Adicionalmente, los precios internacionales de los commodities, dado que se fijan y negocian en dólares, tienden a mejorar cuando el USD se deprecia, fortaleciendo los términos de intercambio de los países productores de materias primas.

Cabe destacar que en el último año la correlación negativa entre el Dollar Index (que mide la evolución del USD frente a una canasta de divisas ponderadas por la participación en el comercio de EE.UU.) y los precios de los commodities no se ha verificado, ya que los precios de los commodities vienen en tendencia negativa desde el pico que alcanzaron luego de la invasión de Rusia a Ucrania, a pesar de que el Dollar Index empezó a debilitarse en anticipación del ciclo de baja de tasas de la Fed. No obstante, en la última semana se advierte un rebote incipiente en los precios de los commodities, que coincide con la caída del Dollar Index a los mínimos del último año (véase el gráfico 5).

**GRÁFICO 5. EVOLUCIÓN DEL DOLLAR INDEX Y DEL ÍNDICE DE COMMODITIES DE BLOOMBERG**



Fuente: Bloomberg

Estas condiciones favorables para los países emergentes están sujetas a que no se materialicen diversos factores de riesgo. Entre ellos, se destacan un hard-landing en EE.UU., un nuevo deterioro de la economía de China, o que la suba de tasas en Japón acelere el desarme del carry-trade global. Respecto a la economía de EE.UU., teniendo en cuenta que ha sido la de mayor dinamismo entre las economías desarrolladas, la que más rápido se recuperó de la pandemia y volvió a los niveles de PIB y a la tendencia de crecimiento anteriores a 2020, muy probablemente una recesión en EE.UU. arrastraría a la recesión a la economía mundial. Más aún si se tiene en cuenta que China, la segunda economía del mundo, también está mostrando dificultades para retomar el dinamismo de las décadas anteriores a la pandemia. Además, un hard-landing generalmente provoca un aumento de la aversión al riesgo de los inversores, lo que termina provocando algún tipo de stress financiero, con riesgo de contagio a nivel global. EE.UU. está en plena campaña electoral de cara a las elecciones presidenciales de noviembre, en la que la candidata demócrata Kamala Harris parece haber revertido la ventaja inicial de Trump en las encuestas, sobre todo luego del último debate, aunque el resultado permanece incierto. De todos modos, ninguno de los dos candidatos parece tener intenciones de reducir el creciente déficit fiscal de EE.UU., que asciende al 6,7% del PIB, con la deuda del gobierno federal en poder del público en un nivel cercano al 100% del PIB. En el futuro, esto puede transformarse en un factor de inestabilidad financiera.

Respecto a China, un deterioro mayor en las perspectivas de crecimiento, lo que se analiza en el punto siguiente, puede neutralizar e incluso revertir el efecto positivo de la depreciación del dólar sobre los precios de commodities. Respecto a Japón, la semana pasada el Banco de Japón (BOJ) mantuvo la tasa de interés de referencia sin cambios en 0,25%, luego del shock global que provocó la suba de tasas realizada a principios de agosto. Sin embargo, en la medida en que la demanda interna, impulsada por la mejora de los salarios reales, mantenga su dinamismo, es probable que el BOJ se vea obligado a volver a subir tasas hacia fines de 2024 para evitar que la inflación se aleje de la meta de 2%. El último dato de inflación nacional correspondiente a agosto se ubicó en 3% interanual, aunque la medición que excluye alimentos y bebidas se mantiene en el 2% interanual. Una nueva suba de tasas en Japón combinada con bajas adicionales de tasas en EE.UU. podría acelerar la apreciación del JPY frente al USD, dando a lugar a nuevas pérdidas y desarme de posiciones de carry-trade, afectando a todos los activos de riesgo a nivel global.

### 3. China: nuevas revisiones a la baja de las estimaciones de crecimiento.

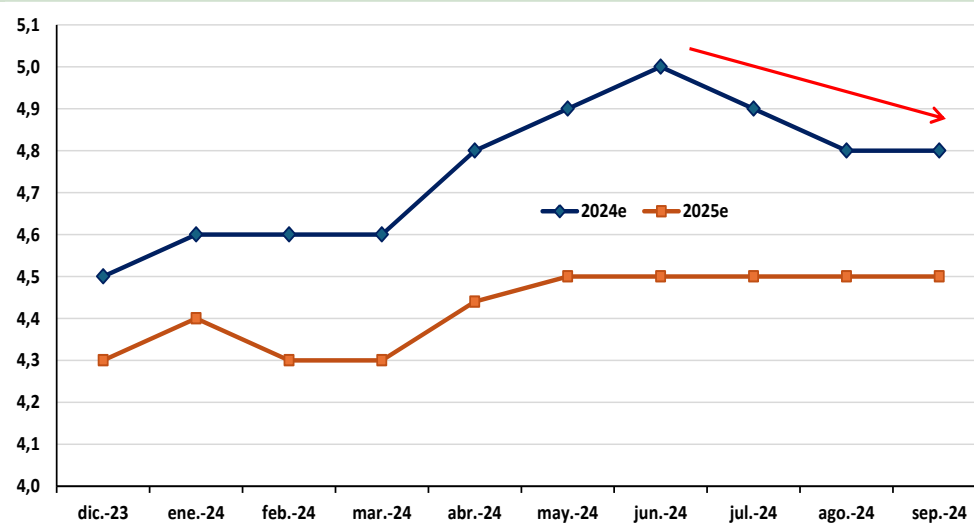
Los indicadores económicos más recientes muestran que la economía china no consigue retornar a la senda de crecimiento sostenido. Las estimaciones privadas de crecimiento del PIB para 2024 están empezando a ser revisadas a la baja y crecen las dudas respecto al cumplimiento de la meta oficial de crecimiento del 5% para este año. La crisis del sector inmobiliario, como consecuencia del exceso de inversión y de endeudamiento, continúa sin terminar de resolverse, pese a las medidas de auxilio y de estímulo específicas que se ha adoptado el gobierno, que no han sido suficientes o han adolecido de deficiencias de implementación. Esto sigue pesando sobre la demanda agregada, tanto en forma directa, por caída de la inversión inmobiliaria, como indirecta, por el deterioro de la confianza de consumidores y empresarios causada por la caída de precios inmobiliarios (efecto de riqueza negativo) y los altos niveles de endeudamiento.

La debilidad se refleja principalmente en la demanda interna y en el bajo nivel de inflación. En agosto, la producción industrial se desaceleró al 4,5% interanual, respecto al 5,1% de julio. Los indicadores mensuales de demanda interna exhiben una evolución aún más decepcionante, tanto a nivel del consumo (las ventas minoristas se expandieron en agosto el 2,1% interanual, por debajo del 2,7% del mes anterior) como de la inversión en activos fijos que en el acumulado del año hasta agosto

crece 3,4% interanual, por debajo del 3,6% en el acumulado a julio. La inversión residencial mantuvo un ritmo de contracción similar al del mes anterior, -10,4% interanual. Sólo las exportaciones se muestran como un soporte firme para la demanda agregada, con una expansión del 8,7% interanual en agosto. Sin embargo, las perspectivas de desaceleración de la economía mundial apuntan a que el mejor momento de la demanda externa para China puede estar empezando a quedar atrás. En este contexto, la debilidad de la demanda interna también se refleja en los bajos niveles de inflación minorista, 0,6% interanual en agosto, y en la acentuación de la deflación mayorista a -1,5% interanual.

Las estimaciones privadas de crecimiento para 2024 se han reducido a 4,8%, por debajo del 5% de la meta oficial. En este contexto, se esperan nuevas medidas de estímulo, tanto a nivel monetario (baja de tasas y de encajes) como fiscal (aceleración en la colocación de bonos de estados provinciales y vehículos de financiamiento público), que eviten un deterioro mayor, pero luce cada vez menos probable que este año se llegue a cumplir la meta oficial de crecimiento del 5%. Las estimaciones de crecimiento del PIB para 2024 según el relevamiento que elabora Bloomberg se han reducido del 5% en junio a 4,8% en agosto y no se descartan nuevas revisiones a la baja en los próximos meses. Por el momento, todavía no se advierte una reducción de las proyecciones de crecimiento para 2025, que se mantienen en 4,5%, de todos modos, marcando una desaceleración respecto a 2024 (véase el gráfico 6).

**GRÁFICO 6. CHINA: EVOLUCIÓN DE LAS ESTIMACIONES PRIVADAS DE CRECIMIENTO DEL PIB PARA 2024 Y 2025 (%)**



Fuente: Bloomberg

## NOTA ESPECIAL

### INVERSIÓN REAL Y CRECIMIENTO ECONÓMICO

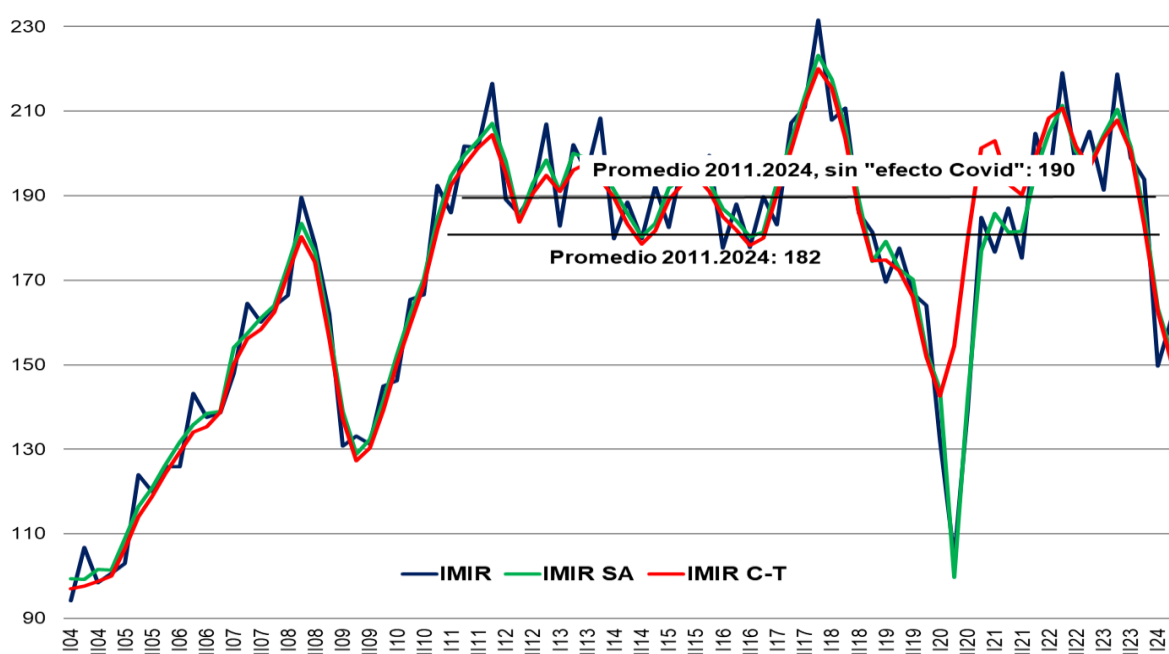
Nadina Mezza

La actividad económica está atravesando una fase marcadamente contractiva, derivada de la aplicación de una política económica fuertemente restrictiva, con superávit sostenido en las cuentas públicas como ancla fiscal de la política antiinflacionaria. Ante este escenario la incógnita fundamental es la de identificar el momento en que la economía empezaría a crecer. Cuando esto ocurra, será la dinámica del crecimiento de la inversión real la que dirima si sólo estaremos ante una recuperación de los valores de actividad máximos, alcanzados durante el año 2011, o si se estuviese iniciando un patrón de crecimiento de sostenido que permita mejoraría el alicaído ingreso per-cápita de los argentinos.

Para evaluar la dinámica de la inversión real, utilizamos el Índice Mensual de Inversión Real de la USAL, IMIR-USAL, para estimar la Formación Bruta de Capital Fijo que, con frecuencia trimestral, publica la Dirección Nacional de Cuentas Nacionales del INDEC.

### GRÁFICO 1: EVOLUCIÓN TEMPORAL DEL IMIR-USAL

Índice 2004=100, serie original, desestacionalizada y ciclo tendencia



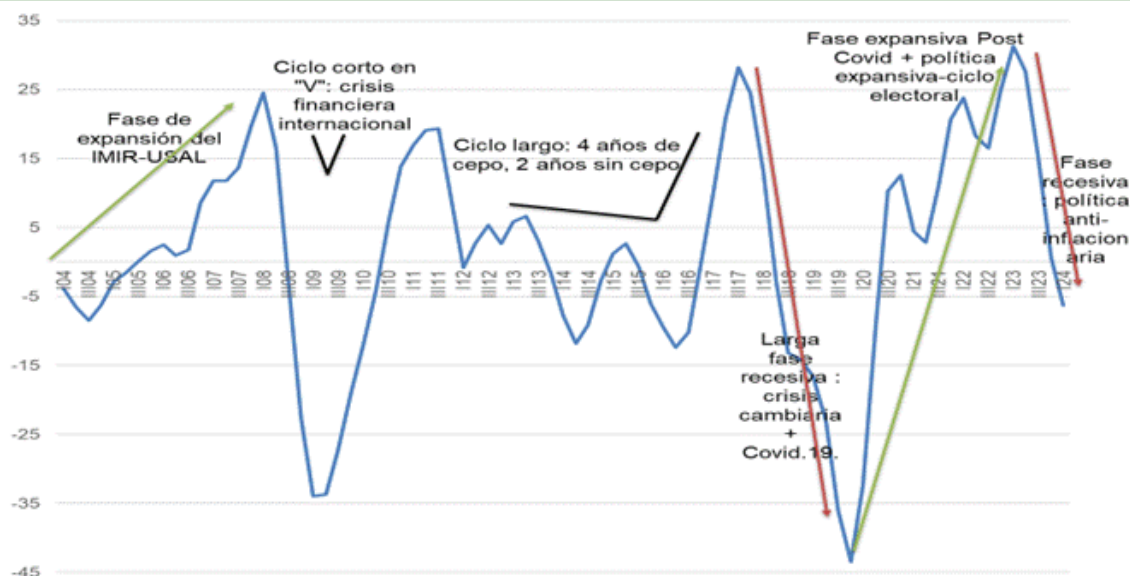
Fuente: Instituto de Investigación - FCEyE USAL

El Gráfico 1 presenta el índice base 2004=100 del IMIR-USAL, en niveles, desestacionalizado (IMIR-SA) y su ciclo tendencia (IMIR C-T). Puede observarse que es una serie con una marcada estacionalidad, fuertemente impactada por la pandemia del COVID-19 y previamente por la crisis 2008-2009.

El indicador no registra crecimiento genuino desde el 2011, girando en torno a valores medios alcanzados en el que fue el último año de crecimiento real de producto per cápita en Argentina. Para el segundo trimestre de 2024, el valor de la serie original (160) fue el mismo que se observó previamente en la fase ascendente luego del mínimo definido por crisis internacional (1er trimestre de 2009) y en la fase descendente previa el mínimo registrado en la pandemia (2° trimestre de 2020).

En el Gráfico 2 se observa el ciclo de la IMIR-USAL con frecuencia trimestral, resultante de netear la tendencia de largo plazo a la serie de ciclo-tendencia.

**GRÁFICO 2: CICLO ECONÓMICO DE LA INVERSIÓN REAL**



Fuente: Instituto de Investigación - FCEyE USAL

Su evolución muestra una primera fase de rápido crecimiento de la inversión real seguida de un ciclo corto en forma de "V" vinculado a la crisis financiera internacional. Luego un ciclo largo con fases cortas de expansión y retracción durante la vigencia del cepo cambiario, culminando en una enérgica suba coincidente con la eliminación de los controles cambiarios.

A partir de entonces se observa una larga fase recesiva iniciada con la crisis cambiaria de mayo de 2018, agravada por la pandemia de Covid-19. A esto siguió una fase expansiva luego de la salida de la cuarentena y el impacto de la política expansiva vinculada al ciclo electoral.

A fines de 2023 el cambio de gobierno coincide con el inicio de una fase recesiva explicada por la fuerte política contractiva implementada para disminuir la inflación. Hasta junio, esta etapa no mostraba un punto de inflexión, observándose tasas interanuales negativas para todos los componentes de la inversión real, a saber: la construcción, las maquinarias y equipos y equipos de transporte, tanto de origen nacional como importado.

Con el propósito de evaluar la posible ocurrencia de un cambio de tendencia, sin respuesta en los datos cuantitativos, se optó por comparar indicadores en base a datos cualitativos. Para ello comparamos las encuestas de opinión del INDEC publicadas en sus informes de difusión del Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción (ISAC) para diciembre 2023 y julio de 2024.

La relevancia del indicador se justifica por el hecho de que **la actividad de la construcción explica más del 50% de la de la inversión real.**

Ante el cambio del gobierno los indicadores reflejan que con la certeza del cambio de gobierno pasaron a reformular sus expectativas en función de los mensajes de campaña. En cambio, en la encuesta de julio de 2024, el comportamiento no fue ese, dado que ya se dispone de información sobre el rumbo de las políticas implementadas. Los resultados obtenidos fueron los siguientes:



Expectativas de Actividad		
<b>Obras Privadas:</b>		<b>Cambio Observado:</b> Hay un aumento significativo en el optimismo para julio 2024, con más <b>empresas esperando un aumento en la actividad y menos anticipando una disminución</b> .
<b>Diciembre 2023:</b> No variará: 53.1% Disminuirá: <b>40.8%</b> Aumentará: <b>6.1%</b>	<b>Julio 2024:</b> No variará: 61.8% Disminuirá: <b>16.4%</b> Aumentará: <b>21.8%</b>	
<b>Obras Públicas:</b>		
<b>Diciembre 2023:</b> No variará: 19.8% Disminuirá: <b>77.4%</b> Aumentará: <b>2.8%</b>	<b>Julio 2024:</b> No variará: 48.2% Disminuirá: <b>34.5%</b> Aumentará: <b>17.3%</b>	
<b>Personal Ocupado</b>		
<b>Obras Privadas:</b>		<b>Cambio Observado:</b> Aumento en leve del optimismo respecto a la contratación de personal, con más <b>empresas esperando un aumento y menos anticipando una disminución</b> .
<b>Diciembre 2023:</b> No variará: 69.4% Disminuirá: <b>26.5%</b> Aumentará: <b>4.1%</b>	<b>Julio 2024:</b> No variará: 70.9% Disminuirá: <b>12.7%</b> Aumentará: <b>16.4%</b>	
<b>Obras Públicas:</b>		<b>Cambio Observado:</b> Mejora en las expectativas de empleo, con <b>menos empresas esperando una disminución y más anticipando un aumento</b> .
<b>Diciembre 2023:</b> No variará: <b>34.9%</b> Disminuirá: <b>63.2%</b> Aumentará: <b>1.9%</b>	<b>Julio 2024:</b> No variará: <b>62.1%</b> Disminuirá: <b>25.9%</b> Aumentará: <b>12.0%</b>	

Causas de la Caída de Actividad		
<b>Obras Privadas:</b>		<b>Cambio Observado:</b> La caída de la actividad económica sigue siendo una <b>causa principal de la caída en la construcción</b> , pero la inestabilidad de los precios ha disminuido en importancia.  A su vez, en <b>julio 2024</b> , entre los motivos que <b>estimulan la actividad</b> , si se suman los conceptos vinculados al <b>crédito (disponibilidad de crédito, abaratamiento del costo de crédito y disponibilidad de crédito para compra de inmueble)</b> se tiene que los entrevistados lo consideran el <b>factor el mayor más relevante (36,1%)</b>
<b>Diciembre 2023:</b> Inestabilidad de los precios: 28.3%  Caída de la actividad económica: 28.1%  Altos costos de la construcción: 20.5%	<b>Julio 2024:</b> Inestabilidad de los precios: 22.2%  Caída de la actividad económica: 32.4%  Altos costos de la construcción: 16,7%	
<b>Obras Públicas:</b>		
<b>Diciembre 2023:</b> Caída de la actividad económica: 28.9%  Atrasos en la cadena de pagos: 23.5%	<b>Julio 2024:</b> Caída de la actividad económica: 30.7%  Atrasos en la cadena de pagos: 27.9%	<b>Cambio Observado:</b> las causas principales se mantienen similares, pero con un <b>ligero aumento en la importancia de los atrasos en la cadena de pagos</b> .  A su vez, <b>entre los motivos que estimulan la actividad</b> , en <b>julio 2024</b> , la <b>expectativa de reinicio de obras públicas y nuevos planes de obras públicas suman un 47,4%</b> .

Como una novedad interesante en este período aparece en juego el rol estimulador del crédito, tanto sobre la actividad de la construcción, como sobre la actividad inmobiliaria (compraventas de inmuebles). Este factor puede dar indicios del modo en que se espera que la actividad económica reactive en un ambiente donde la política fiscal mantendrá su efecto contractivo por largo tiempo. El blanqueo y la apreciación cambiaria fomentan un aumento en los depósitos, impulsando la expansión del crédito al sector privado, en un escenario donde el sector público deja de absorber la disponibilidad de préstamos bancarios y contribuye a reducir el riesgo país.

La historia muestra episodios en los que estos factores se movieron en la misma dirección, con suertes muy disímiles. El inicio de la convertibilidad, donde al aumento del crédito y la apreciación del peso vino de la mano de la remonetización de la economía, que permitió, junto al ancla cambiaria, disminuir la inflación por casi una década. Y la fase expansiva del gobierno de Cambiemos, julio 2016 a noviembre de 2017, donde el aumento del crédito y la apreciación del peso, bajo un sistema de metas de inflación, desembocó en la crisis cambiaria de mayo de 2018. La suerte presente dependerá de que la política monetaria, dado el superávit fiscal como ancla, actúe con precisión quirúrgica para sanear el balance del BCRA y consolidar las Reservas Internacionales, requisito fundamental para comenzar a transitar la ansiada senda de crecimiento sostenido.

## IN MEMORIAM

### **ROBERTO CORTÉS CONDE (1932-2024)**

*Héctor Rubini*

El pasado sábado 21 de septiembre falleció Roberto Cortés Conde, el historiador económico argentino más prestigioso y renombrado del último medio siglo.

En 1956 se graduó como abogado en la Facultad de Derecho y Ciencias Sociales de la Universidad de Buenos Aires, y entre 1960 y 1962 completó un posgrado en sociología en la Facultad de Filosofía y Letras de dicha universidad. Desarrolló una carrera académica focalizada en el análisis histórico de la evolución histórica de la economía argentina y también de América Latina. Su énfasis en los factores institucionales, restricciones presupuestarias y de recursos, y su interacción con cuestiones micro y macroeconómicas fueron la constante en su extensa y prolífica producción de publicaciones académicas.

Cortés Conde fue profesor visitante en varias casas de estudios del exterior, como el Centro Ortega y Gasset y las universidades de Harvard, Cambridge, Yale, Texas, Berkeley, Chicago y Hebrea de Jerusalén. En nuestro país fue profesor de la Universidad Nacional del Litoral (1963-1966), de la Universidad Católica Argentina (1981-1990), de la Escuela Superior de Guerra y Administración de Empresas desde 1987, de la Universidad de Buenos Aires (1984-1990), del Instituto Torcuato Di Tella y de la Universidad de San Andrés (desde 1991) en el Departamento de Economía (emérito desde 2012).

Fue consultor de la OEA, miembro de las Academias de Historia de España, Perú, Paraguay, Uruguay, Bolivia, Brasil, Puerto Rico, Colombia y Guatemala, presidente del Comité Argentino del Comité International des Sciences Historiques entre 1982 y 1996, presidente de la Asociación Argentina de Historia Económica desde 1982, director del Centro de Investigaciones Económicas del Instituto Torcuato Di Tella entre 1970 y 1974, director del Instituto Torcuato Di Tella entre 1980 y 1983, presidente del Consejo de Administración del Instituto Torcuato Di Tella entre 1976 y 1983, miembro de la Comisión Especial de Intercambio Educativo entre los EE.UU. y Argentina (Comisión Fullbright) desde 1979, miembro de número de la Academia Nacional de Historia, presidente honorario de la Asociación Internacional de Historia Económica (el primero no europeo) entre 1998 y 2002, y desde 2003 académico titular de la Academia Argentina de Ciencias Económicas.

Cortés Conde recibió el Primer Premio Nacional de Historia (1986/89), por el libro "Dinero, Deuda y Crisis. Evolución Fiscal y Financiera de la Argentina, 1862-1890", la Orden de Isabel La Católica en España, y el Premio Konex de Platino (Historia) en 2014.

En su carrera mantuvo permanente contacto con generaciones de historiadores y economistas, desde sus alumnos de grado y posgrado hasta reconocidos historiadores, siendo amigo de Natalio Botana, Ezequiel Gallo y Tulio Halperín Donghi entre otros. También fue más que reconocido en el exterior, siendo consultado hacia 1993 por el Comité Nobel que otorgó el premio Nobel de Economía de ese año a Douglass North y a Robert Fogel (la primera vez que dicho premio fue otorgado a dos historiadores).

Siempre preocupado por el desarrollo de profesionales y de instituciones de calidad, no sólo contribuyó a la consolidación del Instituto Torcuato Di Tella y participó de la Comisión Fullbright, sino que en la década pasada creó un fondo para financiar la asistencia de jóvenes investigadores a congresos en el exterior. Cortés Conde tuvo un rol fundamental en la creación con el BID de los posgrados del Instituto Torcuato Di Tella que fueron la base de lo que hoy es la Universidad Torcuato Di Tella.

Siempre se confesó un autodidacta, reconociendo la poderosa influencia en su desarrollo intelectual que tuvo su posgrado en sociología bajo la dirección de Gino Germani entre 1960 y 1962.

En su obra, claramente se focalizó en reescribir buena parte de la historia económica argentina sobre todo del siglo XIX hasta mediados del siglo XX y después. Siempre sostuvo que no se puede hacer historia económica sin uso de la teoría económica, ni del uso de estadísticas continuas y confiables para entender la realidad, y esto se reflejó tanto en sus publicaciones como en sus clases. En sus últimos años de vida fue columnista en el diario "La Nación", donde reflejaba su preocupación por las recurrentes crisis de nuestro país y el impacto del populismo en la endémica debilidad institucional y económica de nuestro país.

Su producción ha sido una de las más prolíficas y citadas de las últimas décadas. De hecho, el buscador Google Scholar encuentra más de 36.000 registros de publicaciones, citas y comentarios (de nuestro país y del exterior) a las publicaciones de Roberto Cortés Conde. Algunas de las más representativas muestras de su formidable producción son las siguientes:

Libros:

- *La Formación de la Argentina Moderna* (1967), (coautor: Ezequiel Gallo). Ed. Paidós.
- *Historia de la Argentina* (1970) (coautores: John Lynch, Ezequiel Gallo, David Rock, Juan Carlos Torre y Liliana de Riz). Ed. Crítica. Barcelona.
- *La República Conservadora* (1972), (coautor: Ezequiel Gallo). Hyspamérica
- *The First Stages of Modernization in Spanish America* (1974). Harper & Row. En español: *Hispanoamérica-Apertura del Comercio Mundial, 1850-1930* (1974). Ed. Paidós.
- *Latin America. A Guide to Economic History 1830-1930*. (editores: Roberto Cortés Conde y Stanley J. Stein) (1977, reeditado en 2021). University of California Press.
- *El Progreso Argentino, 1880-1914* (1979), Ed. Sudamericana.
- *The Latin American Economies Growth and the Export Sector, 1880-1930*, (editores: Roberto Cortés Conde y Shane Hunt) (1985), Holmes & Meiers Publishers.
- *Dinero, Deuda y Crisis. Evolución Fiscal y Financiera de la Argentina, 1862-1890* (1989). Ed. Sudamericana.
- *La Economía Argentina en el Largo Plazo (Ensayos de Historia Económica en los Siglos XIX y XX)* (1997). Ed. Sudamericana.
- *Progreso y Declinación de la Economía Argentina* (1998). Fondo de Cultura Económica.
- *La República Conservadora: la Democracia Constitucional y su Crisis: la Democracia de Masas*. (1998). (coautores: Ezequiel Gallo, Darío Cantón, José Luis Moreno, Alberto Ciria y Tulio Halperín Donghi) Ed. Paidós.
- *Transferring Wealth and Power from the Old to the New World. Monetary and Fiscal Institutions in the 17<sup>th</sup> through the 19<sup>th</sup> Centuries* (editores: Roberto Cortés Conde y Michael D. Bordo) (2001). Cambridge University Press.
- *Historia Económica Mundial. Desde el Medioevo hasta los Tiempos Contemporáneos* (2003). Ed. Ariel.
- *La Economía Política de la Argentina en el Siglo XX* (2005). Edhasa.
- *The Cambridge Economic History of Latin America. Vol. 1. The Colonial Era and the Short Nineteenth Century* (2005), (coautores: Victor Bulmer-Thomas y John Coastworth). Cambridge University Press.
- *The Cambridge Economic History of Latin America. Vol. 1. The Long Twentieth Century* (2006), (coautores: Victor Bulmer-Thomas y John Coastworth). Cambridge University Press.
- *Finanzas Públicas y Moneda en América Latina en los Siglos XIX y XX: Argentina, Brasil, Chile, Colombia y México*. (coautora: Marcela Harriague). Academia Nacional de Historia. Buenos Aires.
- *The Political Economy of Argentina in the Twentieth Century* (2008). Cambridge University Press.
- *Historia de las Instituciones Monetarias Argentinas* (editores: Roberto Cortés Conde, Laura D'Amato y Javier Ortiz Batalla) (2014). Temas Grupo Editorial.
- *El Laberinto Argentino. Reflexiones sobre la Construcción de un Orden Político en la Argentina y las Crisis en el Mundo* (2015). Editorial Edhasa.
- *Bicentenario de la Independencia Argentina* (coautores: Fernando Barba, Natalio R. Botana, Beatriz Bragoni, Marcela Ternavasio, Eduardo Martiré, Gustavo L. Paz y Victor Tau Anzoátegui) (2017). Grupo Abierto Libros.
- *Nueva Historia Económica Argentina. Temas, Problemas, Autores. Ensayos de Historiografía Económica desde 1810 a 2016* (editores: Roberto Cortés Conde y Gerardo Della Paollera) (2018). Editorial Edhasa.
- *La Economía de Perón. Una Historia Económica (1946-1955)*. (coautores: Javier Ortiz Batalla, Laura D'Amato y Gerardo Della Paollera) (2020). Editorial Edhasa

Artículos:

- 1963: Problemas del Crecimiento Industrial de Argentina (1870-1914). *Desarrollo Económico* 3 (1/2), 143-171.
- 1964: Cambios Estructurales y Clases Sociales en la Crisis Política Argentina. *Foro Internacional* 5, N°1 (17), 27-37.
- 1968: Algunos Rasgos de la Expansión Territorial en Argentina en la Segunda Mitad del Siglo XIX. *Desarrollo Económico* 8 (29), 3-29.
- 1976: Tendencias en la Evolución de los Salarios Reales en Argentina 1880-1910. Resultados Preliminares. *Económica-La Plata*, 22 (2/3), 131-158.
- 1992: Export-Led Growth in Latin America: 1870-1930. *Journal of Latin American Studies*, 24, 163-179.
- 1993: El Crecimiento de las Economías Latinoamericanas 1880-1930. *Historia Mexicana* 42 (3), 633-648.
- 1994: Estimaciones del Producto Bruto de Argentina, 1875-1935. *Documento de Trabajo N° 3*. Departamento de Economía. Universidad de San Andrés.

- 1994: Sarmiento and Economic Progress: From Facundo to the Presidency, en *Sarmiento: Author of a Nation* (eds.: Tulio Halperín Donghi, Iván Jaksic, Gwen Kirckpatrick y Francine Masiello). University of California Press, 114-124.
- 1995: The Failure of the Gold Standard in Argentina: The Debate Revisited. *Documento de Trabajo N° 6*. Departamento de Economía. Universidad de San Andrés
- 1998: Fiscal Crisis and Inflation in XIX in Argentina. *Documento de Trabajo N° 18*. Departamento de Economía. Universidad de San Andrés.
- 2003: La Crisis Argentina de 2001-2002. *Cuadernos de Economía* 40 (121), 762-767.
- 2008: Spanish America Colonial Patterns: The Rio de la Plata. *Documento de Trabajo N° 96*. Departamento de Economía. Universidad de San Andrés.
- 2010: The Monetary and Banking Reforms During the 1930 Depression in Argentina. *Documento de Trabajo N° 98*. Departamento de Economía. Universidad de San Andrés.

INDICADORES Y EVENTOS

2024		Octubre				
LUNES	MARTES	MIÉRCOLES	JUEVES	VIERNES	SÁBADO	DOMINGO
	1	2	3	4	5	6
		INDEC: Evolución de la distribución del Ingreso (EPH). 2° trimestre de 2024		U.S. Bureau of Labor Statistics (EE.UU.): Situación del Empleo. Septiembre de 2024.		
7	8	9	10	11	12	13
	INDEC: Índice de producción industrial manufacturero (IPI manufacturero). Agosto de 2024. Indicadores de coyuntura de la actividad de la construcción (ISAC). Agosto de 2024.	IBGE (Brasil): IPC Amplio. Septiembre de 2024.	INDEC: Índice de precios al consumidor (IPC). Septiembre de 2024. Canasta básica alimentaria (CBA) y canasta básica total (CBT). Septiembre de 2024. U.S. Bureau of Labor Statistics (EE.UU.): Índice de Precios al Consumidor. Septiembre de 2024.			
14	15	16	17	18	19	20
	INDEC: Utilización de la capacidad instalada en la industria (UCII). Agosto de 2024.		INDEC: Sistema de Índices de Precios Mayoristas. Septiembre de 2024. Indice de Costos de la Construcción (ICC). Septiembre de 2024. Banco Central Europeo: Reunión de Política Monetaria.	INDEC: Intercambio comercial argentino (ICA). Septiembre de 2024.		
21	22	23	24	25	26	27
		INDEC: Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE). Agosto de 2024.	INDEC: Encuesta de supermercados. Agosto de 2024. Encuesta de autoservicios mayoristas. Agosto de 2024. Encuesta nacional de centros de compras. Agosto de 2024.	INDEC: Índice de Salarios. Agosto de 2024. Banco de Japón: Reunión de Política Monetaria		
28	29	30	31			
			INDEC: Dotación de personal de la administración pública nacional, empresas y sociedades. Septiembre de 2024.			

## ANEXO ESTADÍSTICO

Indicador	Ago-23	Sep-23	Oct-23	Nov-23	Dic-23	Ene-24	Feb-24	Mar-24	Abr-24	May-24	Jun-24	Jul-24	Ago-24
<b>Precios</b>													
IPC Nacional (INDEC) Var. % m/m	12,4%	12,7%	8,3%	12,8%	25,5%	20,6%	13,2%	11,0%	8,8%	4,2%	4,6%	4,0%	4,2%
IPC Nac. Núcleo Var. % m/m	13,8%	13,4%	8,8%	13,4%	28,3%	20,2%	12,3%	9,4%	6,3%	3,7%	3,7%	3,8%	4,1%
IPC Alim. y beb. no alc. Var. % m/m	15,6%	14,3%	7,7%	15,7%	29,7%	20,4%	11,9%	10,5%	6,0%	4,8%	3,0%	3,2%	3,6%
IPC Nacional (INDEC) Var. % a/a	124,4%	138,3%	142,7%	160,9%	211,4%	254,2%	276,2%	287,9%	289,4%	276,4%	271,5%	263,4%	236,7%
IPC Nac. Núcleo Var. % a/a	125,3%	142,2%	149,7%	170,3%	229,4%	275,9%	291,9%	300,0%	292,2%	277,3%	267,2%	257,9%	227,5%
IPC Alim. y beb. no alcohólicas Var. % a/a	133,5%	150,1%	153,8%	183,6%	251,3%	296,2%	303,8%	308,3%	293,0%	289,4%	285,1%	275,8%	236,9%
IPC GBA (INDEC) Var. % m/m	12,3%	12,2%	8,6%	12,9%	25,1%	19,6%	15,0%	11,5%	9,2%	4,3%	4,4%	4,0%	4,1%
IPC GBA Núcleo Var. % m/m	13,5%	12,7%	9,2%	13,8%	28,5%	19,0%	12,9%	9,7%	6,4%	3,9%	3,9%	3,9%	4,3%
IPCBA (CABA) Var. % m/m	10,8%	12,0%	9,4%	11,9%	21,1%	21,7%	14,1%	13,2%	9,8%	4,4%	4,8%	5,1%	4,2%
IPC GBA (INDEC) Var. % a/a	125,2%	138,3%	142,9%	161,2%	210,1%	249,9%	277,1%	289,9%	292,2%	278,9%	273,7%	266,1%	239,6%
IPC GBA Núcleo Var. % a/a	125,5%	140,9%	148,6%	169,8%	228,3%	270,2%	288,8%	299,1%	291,7%	277,2%	267,2%	282,6%	229,9%
IPCBA (CABA) Var. % a/a	127,3%	140,9%	146,4%	160,6%	198,4%	238,5%	264,5%	285,3%	292,5%	280,9%	272,7%	264,9%	243,1%
<b>Expectativas de Inflación (UTDT)</b>													
Mediana	100,0	100,0	100,0	100,0	150,0	150,0	100,0	100,0	70,0	50,0	50,0	50,0	50,0
Media	90,9	99,1	115,9	107,2	225,9	230,0	170,8	123,8	98,5	85,1	87,0	80,6	73,5
<b>Indicadores Fiscales SPNF (Var. % a/a)</b>													
Ingresos Totales	136,1%	95,4%	133,9%	173,2%	150,4%	256,7%	252,5%	254,5%	263,9%	298,2%	216,6%	245,5%	189,8%
Gastos Totales	105,3%	125,9%	134,2%	137,5%	302,7%	148,9%	152,8%	176,4%	198,0%	168,5%	141,3%	187,5%	157,0%
Ingr. Primarios (sin Rentas de la Prop.)	137,2%	97,1%	127,7%	165,5%	145,6%	254,3%	250,0%	251,5%	254,6%	305,1%	221,0%	252,5%	196,7%
Gastos Primarios	113,0%	129,8%	138,5%	148,2%	200,9%	114,6%	139,3%	177,0%	197,0%	168,5%	140,7%	177,5%	156,9%
<b>Recursos tributarios (Var. % a/a)</b>													
Recaudación total	134,6%	102,3%	127,4%	139,5%	156,7%	239,8%	240,9%	230,6%	239,6%	320,9%	221,2%	233,5%	189,6%
Dirección General Impositiva	142,1%	139,5%	127,2%	137,3%	150,3%	186,6%	220,8%	224,6%	229,3%	397,6%	251,1%	222,7%	198,0%
Dirección General de Aduanas	120,5%	42,3%	131,0%	144,5%	178,7%	538,3%	393,4%	274,2%	297,0%	217,9%	134,7%	269,6%	143,7%
Sistema de Seguridad Social	130,5%	125,1%	124,0%	141,2%	149,0%	161,7%	194,4%	209,2%	217,3%	234,8%	233,0%	230,0%	215,7%

Indicador	Ago-23	Sep-23	Oct-23	Nov-23	Dic-23	Ene-24	Feb-24	Mar-24	Abr-24	May-24	Jun-24	Jul-24	Ago-24
<b>Confianza del Consumidor (UTDT)</b>													
Indice	<b>44,1</b>	<b>43,4</b>	<b>45,1</b>	<b>47,5</b>	<b>39,8</b>	<b>35,6</b>	<b>36,0</b>	<b>36,7</b>	<b>37,2</b>	<b>38,3</b>	<b>37,2</b>	<b>39,1</b>	<b>41,5</b>
Var. % m/m	1,1%	-1,5%	4,0%	5,3%	-16,2%	-10,6%	1,2%	1,8%	1,3%	3,1%	-2,8%	5,0%	6,0%
Var. % a/a	18,9%	16,6%	26,5%	35,2%	10,9%	-7,6%	-0,4%	1,4%	0,2%	0,0%	-10,9%	-10,2%	-5,9%
<b>Indicadores de Actividad</b>													
<b>EMAE (INDEC) Var. % a/a</b>	<b>0,2%</b>	<b>-0,5%</b>	<b>1,2%</b>	<b>-0,7%</b>	<b>-4,2%</b>	<b>-3,8%</b>	<b>-2,7%</b>	<b>-8,4%</b>	<b>-2,1%</b>	<b>1,9%</b>	<b>-3,9%</b>	<b>s/d</b>	<b>s/d</b>
Var m/m, sin estacionalidad	1,0%	-0,5%	-0,7%	-1,4%	-1,9%	0,3%	-0,2%	-1,5%	-0,9%	0,7%	-0,3%	s/d	s/d
<b>Uso Capacidad Instalada Industria Manufacturera (INDEC)</b>	<b>67,9%</b>	<b>67,9%</b>	<b>65,3%</b>	<b>66,4%</b>	<b>54,9%</b>	<b>54,6%</b>	<b>57,6%</b>	<b>53,4%</b>	<b>56,6%</b>	<b>56,8%</b>	<b>54,5%</b>	<b>59,7%</b>	<b>s/d</b>
<b>Venta de autos O Km (ADEFA) Var. % a/a</b>	<b>3,8%</b>	<b>25,1%</b>	<b>23,3%</b>	<b>-15,6%</b>	<b>-25,2%</b>	<b>-27,9%</b>	<b>10,3%</b>	<b>-20,8%</b>	<b>-33,6%</b>	<b>-27,9%</b>	<b>-26,7%</b>	<b>6,8%</b>	<b>27,7%</b>
Var m/m, con estacionalidad	-2,1%	42,9%	-5,8%	-27,2%	-15,6%	-36,9%	108,5%	-9,2%	-25,6%	24,1%	16,1%	2,2%	17,1%
<b>Producción Industrial (FIEL) Var. % a/a</b>	<b>-0,8%</b>	<b>0,3%</b>	<b>-0,6%</b>	<b>-1,9%</b>	<b>-6,0%</b>	<b>-6,2%</b>	<b>-7,7%</b>	<b>-15,2%</b>	<b>-14,8%</b>	<b>-11,4%</b>	<b>-13,7%</b>	<b>-5,2%</b>	<b>s/d</b>
Var m/m, desest.	1,4%	-1,0%	-3,2%	0,6%	-3,1%	-0,6%	-4,0%	1,2%	-2,0%	0,7%	0,6%	0,6%	s/d
<b>Producción Industrial (INDEC) Var. % a/a</b>	<b>-3,1%</b>	<b>-3,3%</b>	<b>-0,7%</b>	<b>-4,8%</b>	<b>-12,8%</b>	<b>-12,4%</b>	<b>-9,9%</b>	<b>-21,2%</b>	<b>-16,6%</b>	<b>-14,8%</b>	<b>-20,1%</b>	<b>-5,4%</b>	<b>s/d</b>
<b>ISAC (INDEC) Var. % a/a</b>	<b>-3,0%</b>	<b>-4,5%</b>	<b>3,0%</b>	<b>-2,1%</b>	<b>-12,2%</b>	<b>-21,7%</b>	<b>-24,6%</b>	<b>-42,2%</b>	<b>-37,2%</b>	<b>-32,6%</b>	<b>-35,2%</b>	<b>-20,4%</b>	<b>s/d</b>
<b>Construcción (Grupo Construya) Var. % a/a</b>	<b>-7,5%</b>	<b>-9,0%</b>	<b>4,8%</b>	<b>-4,7%</b>	<b>-17,4%</b>	<b>-29,2%</b>	<b>-26,6%</b>	<b>-40,0%</b>	<b>-33,2%</b>	<b>-29,8%</b>	<b>-32,0%</b>	<b>-16,5%</b>	<b>-20,1%</b>
Var. % m/m, desest.	-1,1%	-5,9%	15,0%	-13,7%	-14,8%	-19,7%	6,8%	-11,2%	6,4%	3,2%	9,7%	12,1%	-4,3%
<b>Despachos de Cemento (AFCP) Var. % a/a</b>	<b>-1,6%</b>	<b>-7,8%</b>	<b>-0,2%</b>	<b>-10,8%</b>	<b>-12,7%</b>	<b>-20,0%</b>	<b>-23,6%</b>	<b>-42,9%</b>	<b>-35,6%</b>	<b>-27,1%</b>	<b>-32,8%</b>	<b>-14,4%</b>	<b>-26,3%</b>
<b>Indicadores del Sector Externo</b>													
<b>Exportaciones en USD</b>	<b>5.910</b>	<b>5.751</b>	<b>5.396</b>	<b>4.923</b>	<b>5.273</b>	<b>5.398</b>	<b>5.530</b>	<b>6.479</b>	<b>6.527</b>	<b>7.652</b>	<b>6.590</b>	<b>7.221</b>	<b>6.793</b>
Var. % a/a	-21,6%	-23,5%	-32,2%	-30,9%	-13,8%	9,6%	5,6%	13,0%	10,7%	23,4%	20,9%	19,2%	14,9%
<b>Importaciones en USD</b>	<b>6.885</b>	<b>6.525</b>	<b>5.839</b>	<b>5.482</b>	<b>4.255</b>	<b>4.613</b>	<b>4.121</b>	<b>4.335</b>	<b>4.708</b>	<b>5.012</b>	<b>4.700</b>	<b>5.646</b>	<b>4.830</b>
Var. % a/a	-12,1%	-8,6%	-3,9%	-4,9%	-15,2%	-14,1%	-18,1%	-36,7%	-22,7%	-31,9%	-34,5%	-16,5%	-29,8%
<b>Saldo Comercial en USD</b>	<b>-975</b>	<b>-774</b>	<b>-443</b>	<b>-559</b>	<b>1.018</b>	<b>785</b>	<b>1.409</b>	<b>2.144</b>	<b>1.819</b>	<b>2.640</b>	<b>1.890</b>	<b>1.575</b>	<b>1.963</b>
<b>Precios Materias Primas BCRA (dic 2001=100)</b>	<b>298,3</b>	<b>291,4</b>	<b>285,3</b>	<b>287,4</b>	<b>279,8</b>	<b>267,5</b>	<b>262,0</b>	<b>262,1</b>	<b>264,2</b>	<b>271,1</b>	<b>268,1</b>	<b>262,3</b>	<b>249,2</b>
Var. % a/a	-12,4%	-12,0%	-12,8%	-13,0%	-12,9%	-18,3%	-19,6%	-16,4%	-15,0%	-7,1%	-10,0%	-14,9%	-16,5%

Indicador	Ago-23	Sep-23	Oct-23	Nov-23	Dic-23	Ene-24	Feb-24	Mar-24	Abr-24	May-24	Jun-24	Jul-24	Ago-24
<b>Activos y pasivos del BCRA (SalDOS promedios mensuales)</b>													
<b>Base Monetaria (\$ M.M.)</b>	<b>6.423</b>	<b>6.533</b>	<b>7.203</b>	<b>7.798</b>	<b>9.182</b>	<b>10.229</b>	<b>10.492</b>	<b>11.096</b>	<b>12.676</b>	<b>14.905</b>	<b>17.829</b>	<b>21.476</b>	<b>22.525</b>
<b>Circulante</b>	<b>5.189</b>	<b>5.268</b>	<b>5.783</b>	<b>5.972</b>	<b>6.795</b>	<b>7.467</b>	<b>7.633</b>	<b>7.940</b>	<b>8.541</b>	<b>9.565</b>	<b>11.318</b>	<b>13.475</b>	<b>14.790</b>
<b>Otros pasivos BCRA en mon. local: (a) + (b) + (c)</b>	<b>20.186</b>	<b>23.693</b>	<b>25.008</b>	<b>25.803</b>	<b>28.693</b>	<b>31.618</b>	<b>36.002</b>	<b>39.513</b>	<b>42.913</b>	<b>40.762</b>	<b>29.977</b>	<b>20.255</b>	<b>12.865</b>
(a) Deuda Remun (LELIQ+NOCOM)	14.324	15.579	15.081	14.053	6.390	3.305	6.010	7.660	0	0	0	0	0
(b) Pasivos netos por pases	5.154	5.795	7.968	10.757	20.770	27.217	28.271	30.413	32.731	29.478	18.152	7.892	0
(c) Depósitos del Gobierno	708	2.319	1.959	993	1.532	1.095	1.721	1.440	10.182	11.284	11.825	12.363	12.865
<b>Pasivos BCRA en mon. extranjera (\$ M.M.)</b>	<b>824</b>	<b>686</b>	<b>903</b>	<b>1.515</b>	<b>2.615</b>	<b>2.680</b>	<b>6.266</b>	<b>7.707</b>	<b>7.872</b>	<b>10.005</b>	<b>10.841</b>	<b>10.803</b>	<b>10.785</b>
<b>Reservas intern. brutas (U\$S M.M.)</b>	<b>25,1</b>	<b>27,5</b>	<b>25,3</b>	<b>21,4</b>	<b>21,8</b>	<b>24,3</b>	<b>26,9</b>	<b>27,9</b>	<b>29,3</b>	<b>28,6</b>	<b>29,5</b>	<b>28,1</b>	<b>27,6</b>
<b>Tipo de cambio oficial Com. "A" 3500 BCRA (\$/U\$S)</b>	<b>350,0</b>	<b>350,0</b>	<b>350,0</b>	<b>360,5</b>	<b>808,5</b>	<b>826,3</b>	<b>842,3</b>	<b>857,4</b>	<b>869,0</b>	<b>886,9</b>	<b>903,8</b>	<b>923,8</b>	<b>942,9</b>
<b>Depósitos bancarios (salDOS promedios mensuales)</b>													
<b>Total depósitos (\$ M.M.)</b>	<b>36.659</b>	<b>39.367</b>	<b>41.545</b>	<b>42.776</b>	<b>50.623</b>	<b>62.545</b>	<b>66.719</b>	<b>71.797</b>	<b>77.780</b>	<b>85.115</b>	<b>88.666</b>	<b>93.025</b>	<b>97.129</b>
Sector privado	30.452	32.534	34.161	34.786	42.064	51.077	52.814	56.685	60.227	65.448	68.934	74.199	77.041
Sector público	6.207	6.833	7.385	7.990	8.559	11.468	13.905	15.112	17.553	19.666	19.732	18.827	20.088
<b>En moneda local (\$ M.M.)</b>	<b>31.013</b>	<b>33.379</b>	<b>35.659</b>	<b>36.873</b>	<b>39.747</b>	<b>47.552</b>	<b>51.299</b>	<b>55.928</b>	<b>61.153</b>	<b>67.909</b>	<b>70.948</b>	<b>74.178</b>	<b>77.191</b>
Sector privado	25.558	27.287	29.051	29.747	32.699	38.142	39.406	42.527	45.319	49.958	52.930	57.350	59.327
Sector público	5.455	6.092	6.608	7.125	7.048	9.409	11.893	13.401	15.833	17.951	18.018	16.828	17.864
<b>En moneda extranjera (\$ M.M.)</b>	<b>5.646</b>	<b>5.988</b>	<b>5.886</b>	<b>5.904</b>	<b>10.877</b>	<b>14.994</b>	<b>15.490</b>	<b>15.869</b>	<b>16.626</b>	<b>17.206</b>	<b>17.718</b>	<b>18.847</b>	<b>19.938</b>
Sector privado	4.894	5.247	5.110	5.039	9.365	12.935	13.407	14.158	14.908	15.484	16.005	16.849	17.714
Sector público	752	741	777	865	1.511	2.059	2.083	1.711	1.718	1.722	1.714	1.998	2.224
<b>En moneda extranjera (U\$S M.M.)</b>	<b>17,6</b>	<b>17,1</b>	<b>16,8</b>	<b>16,7</b>	<b>16,8</b>	<b>18,3</b>	<b>18,6</b>	<b>18,7</b>	<b>19,1</b>	<b>19,4</b>	<b>19,6</b>	<b>20,4</b>	<b>21,1</b>
Sector privado	15,2	15,0	14,6	14,2	16,1	15,8	16,1	16,6	17,2	17,5	17,7	18,2	18,8
Sector público	2,3	2,1	2,2	2,4	0,8	2,5	2,5	2,0	2,0	1,9	1,9	2,2	2,4
<b>Tasas de interés nominales</b>													
<b>Tasa de control monetario BCRA (% anual) Prom. mensual</b>	<b>109,4</b>	<b>118,0</b>	<b>127,0</b>	<b>133,0</b>	<b>117,4</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>87,4</b>	<b>71,0</b>	<b>43,6</b>	<b>40,0</b>	<b>40,0</b>	<b>40,0</b>
<b>Tasas activas (% anual)</b>													
Call en pesos entre bancos privados	97,6	102,4	109,0	111,3	102,9	92,2	87,7	82,7	68,0	42,8	36,5	34,4	41,3
Adel. cta.cte. en pesos a empresas no financ. por \$ 10 M o más, con acuerdo, de 1 a 7 días	102,7	113,5	121,8	128,3	112,1	104,0	103,5	92,1	75,48	47,9	44,4	45,7	46,6
Préstamos personales	110,0	102,0	116,4	134,6	138,6	135,9	126,5	124,7	99,5	69,1	63,5	63,0	67,6
<b>Tasas pasivas (% anual)</b>													
BADLAR	103,1	112,4	120,6	128,0	120,1	107,5	107,4	84,7	62,1	35,2	32,9	36,4	38,6
Plazo fijo en \$ hasta \$ 100.000	106,6	115,7	123,6	130,6	120,8	108,2	108,0	84,2	60,9	33,8	30,5	32,3	34,8
Plazo fijo en \$ más de \$ 1.000.000	102,6	112,0	119,9	127,1	119,8	106,7	106,4	84,2	62,0	35,3	33,0	36,4	38,6