MERCADO COMÚN DEL SUR

MERCOSUR

GRUPO DE MONITOREO MACROECONÓMICO

GMM

MONITOR MACROECONÓMICO

Primer semestre de 2024

JULIO DE 2024

Coyunturas Locales

Argentina

- La actual Administración recibió una economía con severos desequilibrios macroeconómicos, déficits gemelos, un desorden monetario que encaminaba la economía hacia la hiperinflación, además de producción estancada por más de una década (el PIB cayó -1,6% en 2023) y elevados niveles de pobreza (41,7% en el segundo semestre de 2023, con pobreza infantil en casi 60%) e indigencia (11,9%). Para resolver esta situación y permitir el crecimiento de largo plazo, la nueva Administración planteó para 2024 los siguientes objetivos: alcanzar un superávit primario del 2% del PIB con equilibrio financiero, fortalecer la hoja de balance del BCRA, reducir la inflación, acumular reservas internacionales y tender hacia la unificación del tipo de cambio.

- La estrategia fiscal implicó un fuerte anclaje fiscal, a partir de la reducción generalizada de los gastos del Estado (reducción de los subsidios a la energía y al transporte, reducción de los costos administrativos, de las transferencias discrecionales y del gasto de capital), junto con una mejora de las condiciones para la liquidación de exportaciones y el aumento temporario de los impuestos a las importaciones. Sin embargo, se implementaron políticas sociales específicas para proteger a la población vulnerable, tales como refuerzos mensuales a jubilados con hasta un haber mínimo, nueva fórmula de movilidad previsional, duplicación de la AUH, aumento de +137% en la Prestación Alimentar, y del 500% en el apoyo alimentario para los más pequeños (plan “1.000 Días”).

- De este modo, en el acumulado a mayo de 2024, se alcanzó un superávit financiero de 0,4% del PIB y un superávit primario de 1,0% del PIB. El Sector Público Nacional registró cinco meses consecutivos de superávit primario y financiero positivo, algo que no pasaba desde 2008. En mayo, los ingresos totales aumentaron +5,8% real i.a., especialmente por los tributarios (+10,0% real i.a., por Ganancias, Impuesto PAIS, y Derechos de exportación), mientras que los gastos primarios cayeron -28,7% real i.a.

- La reducción del déficit fiscal permitió cerrar una de las fuentes de emisión, el financiamiento monetario del Tesoro por parte del Banco Central. Al mismo tiempo, la autoridad monetaria inició un proceso de reducción de sus pasivos remunerados, que también constituyen una fuente de emisión, mediante una baja de la tasa de interés de referencia (que pasó de 133% anual a 40% anual entre diciembre del año pasado y junio de este año), y un desarme de pases pasivos de los bancos hacia títulos públicos. La moderación monetaria nominal y la inflación del primer trimestre por corrección de precios atrasados generó una contracción real de la base monetaria. La demanda real de dinero comienza a recuperarse a partir de abril, en un escenario de reducción constante de todavía elevadas tasas de inflación mensuales. Asimismo, los préstamos en pesos al sector privado, que

venían contrayéndose desde fin del año pasado, registraron en mayo un crecimiento mensual de 4,5% s.e. a precios constantes, el mayor desde abril de 2020.

La nueva administración decidió sincerar el tipo de cambio nominal oficial, llevándolo de $366,5/USD a $800/USD a principios de diciembre del año pasado. Con el objetivo de generar un ancla adicional al programa fiscal, se estableció un sendero de incremento de la paridad cambiaria del 2% mensual. Asimismo, se definieron nuevas condiciones para el acceso al mercado oficial de cambios para el pago de las importaciones de bienes y servicios junto con el lanzamiento de los Bonos para la Reconstrucción de una Argentina Libre (BOPREAL), con el objetivo de normalizar un mercado que estaba operando de manera disfuncional por los niveles de endeudamiento comercial acumulados.

- Tras el reacomodamiento del tipo de cambio efectivizado en diciembre de 2023 para alinearlo con los tipos de cambio financieros, se generó un incentivo para las exportaciones y un desincentivo al aumento artificial de las importaciones. En el acumulado a mayo, las exportaciones crecieron +12,5% i.a. hasta los USD 31.556 M, en el marco de una buena campaña agrícola –donde se estima que los seis cultivos principales aumenten 47% con respecto a la campaña anterior–, mientras las importaciones descendieron -26,0% i.a. hasta los USD 22.744 M, alcanzando un superávit de USD 8.812 M, el máximo histórico para el período. Esto habilitó un incremento de las reservas internacionales, que crecieron USD 7.744 M desde el cambio de gestión. Así, el BCRA acumuló compras netas de divisas por USD 17.251 M y las reservas netas crecieron USD 11.668 M.

- El ajuste del tipo de cambio y la corrección de otros precios relativos, como servicios públicos, costos de transporte y otros precios regulados, generaron un salto discreto en el nivel de precios y una aceleración significativa de la inflación a fines del año pasado. Sin embargo, gracias al compromiso de lograr el equilibrio fiscal, la decisión de detener la financiación monetaria al Tesoro Nacional y la estabilización del tipo de cambio, la inflación se desaceleró en los meses siguientes y también cayeron las expectativas de inflación. Así, la inflación mensual pasó de un pico de 25,5% en diciembre de 2023 a 4,2% en mayo, mientras que en términos interanuales alcanzó 289,4% en abril, para bajar a 276,4% en mayo. La inflación acumulada de los últimos seis meses ha sido cerca de 50 puntos porcentuales menor a la esperada por el consenso de los analistas de mercado (REM) en diciembre.

- No obstante, el proceso de normalización de la macroeconomía requiere de un esfuerzo temporal en términos de actividad económica. En este sentido, en el primer trimestre de 2024 el PIB se contrajo -2,6% trimestral sin estacionalidad, la segunda caída consecutiva, y -5,1% interanual. Por demanda, cayeron la Inversión y el Consumo Privado, compensados parcialmente por el frente externo. Por oferta, lideraron la caída Industria, Construcción, Comercio e Intermediación Financiera.

- La caída en la actividad también tuvo su impacto en el mercado de trabajo. En el primer trimestre del año la tasa de desocupación subió al 7,7% de la Población Económicamente Activa (+2,0 p.p. trimestral; +0,8 p.p. interanual) por caída de la tasa de empleo al 44,3% de

  la población (-1,5 p.p. trimestral; -0,7 p.p. interanual), en un contexto de leve baja de la tasa de actividad al 48,0% de la población (-0,6 p.p. trimestral; -0,3 p.p. interanual).

De todos modos, en el mes de abril la actividad económica se estabilizó y varios sectores comenzaron a recuperarse. En este sentido, el Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) en abril cayó apenas -0,1% mensual s.e. y redujo su caída interanual a -1,7% i.a., con crecimiento interanual en 7 sectores. Además, los datos oficiales de abril de industria (+1,8% s.e. y -16,6% i.a.) y construcción (+1,7% s.e. y -37,2% i.a.) presentaron desaceleración de la caída interanual y recuperación en la serie sin estacionalidad. La recuperación continúa en mayo, ya que los primeros datos productivos registraron crecimiento mensual por segundo mes consecutivo: despachos de cemento (+11,5% s.e.), Construya (4,8% s.e.), patentamientos de autos (+3,4% s.e.) y motos (+12,3% s.e.).

- Por último, en un contexto de fuerte reducción de la inflación, se está registrando una recuperación de los ingresos reales. En abril, la Remuneración Imponible Promedio de los Trabajadores Estables (RIPTE) creció 6,7% mensual en términos reales, segundo mes consecutivo de crecimiento por encima de la inflación, y acumula en el año una suba de 2,5% real.

Brasil

- El escenario externo está marcado por la resiliencia de la actividad económica y por la desinflación gradual. Tras una desaceleración en el primer trimestre, la tendencia hacia la convergencia con las metas de inflación se reanudó modestamente en el segundo trimestre. El ritmo de normalización de la política monetaria en las principales economías sigue dependiendo de la velocidad con la que se ajusten las divergencias sectoriales y regionales observadas tras los shocks de los últimos años. La persistencia de la inflación subyacente, especialmente en el sector servicios, se explica por la resiliencia de los mercados laborales.

- En el escenario interno, la economía brasileña exhibió una expansión robusta y superior a lo esperado en el primer trimestre de 2024, con un crecimiento del 0,8% respecto al trimestre anterior. Con este resultado, el PIB brasileño alcanzó el valor más alto de la serie histórica, 7,8% por encima del nivel observado en el cuarto trimestre de 2019 y en línea con la tendencia del período prepandemia. El crecimiento del PIB en el primer trimestre estuvo impulsado por aumentos significativos del consumo y la inversión de los hogares, componentes importantes de la demanda final, y por los sectores más cíclicos de la economía. En el segundo trimestre se espera una desaceleración de la actividad económica, en parte debido al impacto negativo del desastre climático en Rio Grande do Sul (RS). En la segunda mitad del año, el crecimiento económico debería reflejar el ritmo potencial de la economía, los efectos rezagados de la relajación de la política monetaria que se produjo el año pasado y un aumento de la demanda y la producción relacionado con la recuperación del capital perdido y la reposición de bienes y existencias en RS.

- El mercado laboral sigue sorprendiendo por su fuerte dinamismo, evidente en varias dimensiones. En los últimos meses, la tasa de desempleo ha alcanzado niveles históricamente bajos, el nivel de empleo y la tasa de participación de la fuerza laboral han aumentado al igual que la generación neta de empleos formales y los ingresos reales han mantenido un crecimiento intenso y generalizado en diferentes tipos de empleo y ocupación y actividades económicas.

Si bien los resultados fiscales de corto plazo no sorprendieron negativamente y el gobierno federal mantuvo su compromiso de cumplir la meta de resultados primarios establecida para 2024, la percepción de riesgo fiscal empeoró entre los analistas de mercado. Este deterioro refleja el cambio en las metas indicativas de resultados primarios para 2025 y 2026, la resistencia a la aprobación de medidas de recuperación de ingresos en el Congreso y la tragedia en Rio Grande do Sul (RS), que llevó a una serie de medidas gubernamentales para ayudar en la reconstrucción del estado y apoyar a empresas y familias.

- La inflación general y la inflación subyacente han mostrado una reducción significativa en los últimos dos años, pero aún se encuentran por encima de la meta. Más recientemente, se produjo una desaceleración del ritmo de desinflación, en consonancia con el reciente dinamismo del mercado laboral. La mediana de las expectativas de inflación para 2024 aumentó, reflejando la perspectiva de un aumento más intenso de los precios de los servicios y, principalmente, de los precios de los alimentos cuyo suministro se vio afectado por las inundaciones en RS. El desanclaje adicional de las expectativas de inflación para 2025 y 2026, que ya estaban por encima de la meta de inflación para el período, es motivo de preocupación.

- En su última reunión (19/06/24), el Comité de Política Monetaria (Copom) decidió interrumpir el ciclo de reducción de tasas de interés, destacando que el incierto escenario global y el escenario doméstico, caracterizado por resiliencia en la actividad, mayores proyecciones de inflación y expectativas no ancladas exigen mayor cautela.

- No obstante, el mercado de crédito mostró una evolución positiva a principios de 2024, posiblemente afectado por los efectos rezagados de la relajación de la política monetaria que se produjo el año pasado. Las tasas de interés de las nuevas operaciones de crédito libre disminuyeron, especialmente en las modalidades de menor riesgo. Las concesiones de crédito gratuito siguieron aumentando, en línea con la tendencia observada desde el segundo semestre de 2023, y el valor del financiamiento en el mercado de capitales interno alcanzó un récord. La morosidad se mantuvo relativamente estable, a pesar de la estacionalidad desfavorable del período.

- Las cuentas externas siguen siendo un factor positivo para la economía brasileña, a pesar de cierto aumento del déficit en cuenta corriente en los últimos meses. Este crecimiento del déficit reflejó principalmente la balanza comercial, debido al deterioro de los términos de intercambio y el aumento de las importaciones, pero también al encarecimiento de los fletes y a las altas tasas de interés internacionales. Sin embargo, la balanza comercial sigue siendo sólida y el valor de las inversiones directas en el país sigue superando el déficit en cuenta corriente.

Paraguay

- En el 2023, la economía creció 4,7%, por encima de la proyección de 4,5%, recuperándose del estancamiento del 2022, impulsado por las mejores condiciones climáticas, la recuperación del consumo y la inversión.

- El PIB trimestral registró un crecimiento interanual de 4,3% en el primer trimestre del 2024. Desde la oferta, el crecimiento estuvo impulsado por el desempeño positivo registrado en los servicios, las manufacturas, la ganadería, distribución de electricidad y agua, y en menor medida, la agricultura. Por su parte, la construcción mostró un crecimiento negativo. Por el lado de la demanda, las incidencias positivas provinieron del consumo privado, las exportaciones netas y el gasto del gobierno, mientras que la formación bruta de capital ha incidido de forma negativa.

- Los indicadores de corto plazo revelan signos positivos en la actividad económica. El Índice de Actividad Económica creció un 7,8 interanual en abril de 2024, impulsado por servicios, manufacturas, construcción, ganadería y agricultura, en tanto que la generación de energía disminuyó. El crecimiento acumulado fue de 4,8%. El Estimador de Cifras de Negocios muestra un aumento interanual del 15,2% en abril, con una variación acumulada en el primer cuatrimestre de 8,7%.

- Los datos del sector externo muestran una buena dinámica, con las exportaciones creciendo 1,7% interanual a mayo 2024 mientras que las importaciones totales lo hicieron en 12,8%. Como resultado, el saldo de la balanza comercial fue un superávit de USD 555,2 millones, inferior al superávit de USD 1.193,3 millones registrado en mayo del 2023.

- La inflación ha mostrado una trayectoria ascendente desde su nivel más bajo registrado este año en febrero de 2024 (2,9% i.a). En el mes de junio, la inflación mensual fue del -0,4%, mientras que la interanual se ubicó en 4,3%, inferior a la registrada en el mes anterior (4,4%) pero superior al registrado en junio del 2023 (4,2%). La inflación mensual negativa se explica, principalmente, por la reducción de precios de frutas y verduras y de los combustibles. En este contexto, el Banco Central del Paraguay ha mantenido la tasa de política monetaria en 6,00% anual desde el mes de marzo, mes en que se redujo en 25 pbs.

- Se ha observado un aumento en la cotización del dólar en los últimos meses atribuido a factores externos e internos. Entre los factores externos destacan la mantención de las tasas de interés en las economías avanzadas, los conflictos internacionales y la variación de los precios de los commodities. Entre los factores internos se destaca la disminución de los términos de intercambio y una mayor dinámica de las importaciones. Al mes de junio el tipo de cambio promedio se ubicó en G. 7.530 por dólar, lo que representa una depreciación del 3,8% respecto al tipo de cambio nominal promedio de igual periodo de 2023.

- En relación a las finanzas públicas, al cierre de mayo de 2024, el déficit fiscal acumulado de la administración central registrado fue 0,3% del PIB con un déficit anualizado de 3,2% del PIB, mostrando una mejora relativa con respecto al cierre fiscal del año 2023 (4,1% del PIB). Esto se explica, en parte, por el robusto desempeño de los ingresos tributarios.

- Los ingresos totales aumentaron 20,3%, acumulado a mayo, destacando el crecimiento de los ingresos tributarios que registraron una variación de 26,3%. En tanto que los gastos crecieron a una tasa del 10,2%, principalmente explicado por el aumento de remuneraciones (MEC, MSPBS y FFPP), compra de medicamentos y pago de intereses. Con estos resultados se mantienen las perspectivas para una evolución fiscal en línea con la meta de convergencia de retorno gradual al límite de déficit fiscal estipulado en la Ley de Responsabilidad Fiscal para el año 2026 y el cumplimiento del plan de gastos trazado en el presupuesto.

- Al mes de marzo de 2024, la deuda del sector público alcanza el 38,4% del PIB manteniéndose en un margen prudente y sostenible. La deuda externa constituye el 86,8% del total, equivalente al 33,4% del PIB, mientras que la deuda interna representa el 13,2% de la deuda total y se sitúa en el 5,1% del PIB.

- Paraguay busca consolidar la recuperación económica y fiscal a través de reformas estructurales. Se ha alcanzado un acuerdo técnico con el FMI en el marco del Instrumento de Coordinación de Políticas (PCI) y se ha aprobado el acceso del país al Programa de Servicio de Resiliencia y Sostenibilidad para promover el desarrollo sostenible y la mitigación de riesgos climáticos.

Uruguay

- La economía uruguaya creció en el primer trimestre de 2024, continuando el dinamismo del trimestre anterior. La variación interanual del PIB en 2024Q1 se ubicó en 0,6%, en tanto la variación desestacionalizada fue 0,9%. Con ello el nivel del PIB es 5% superior al del cuarto trimestre de 2019, momento previo a la pandemia.

- Desde el lado de la producción, los sectores que más incidieron positivamente en el trimestre fueron electricidad gas y agua (que continúa su recuperación de la sequía), comercio, actividades primarias y servicios financieros. La industria manufacturera los compensó parcialmente, ante el cierre por mantenimiento de la refinería de petróleo.

- Del lado del gasto, el crecimiento estuvo incidido por la mayor demanda externa, ante el crecimiento del volumen de exportaciones y una caída de las importaciones. En contrapartida, la demanda interna registró una caída, explicada por la menor FBKF ante la finalización de los grandes proyectos de inversión y obras conexas, junto a una mayor desacumulación de existencias, al tiempo que se observó un mayor consumo privado.

- Los indicadores del mercado laboral exhiben una mejora a nivel interanual, verificándose aumentos del empleo y la actividad en la comparación respecto a un año atrás, con estabilidad del desempleo. En el promedio del trimestre móvil a mayo, la tasa de empleo se ubicó en 58,4% de la Población en Edad de Trabajar (PET), aumentando 0,9 puntos porcentuales (p.p.) en el periodo, mientras que la tasa de actividad aumentó 1 p.p. y se ubicó en 64,1% de la PET. Como resultado, la tasa de desempleo aumentó marginalmente hasta 8,8% de la Población Económicamente Activa (PEA). La masa salarial real continúa creciendo y se ubica 8,9% por encima de los niveles previos a la pandemia.

- La cuenta corriente y de capital de la balanza de pagos registró un déficit de USD 368 millones en el primer trimestre de 2024, unos USD 266 millones menor respecto al mismo trimestre de 2023. Con ello, en el año móvil a marzo 2024 el déficit de la cuenta corriente y cuenta capital se ubicó en 3,4% del PIB, reduciéndose 0,2p.p. respecto a un año antes. Esta evolución es resultado de una importante caída del déficit del ingreso primario, que más que compensó la desmejora de la balanza comercial explicada por las menores exportaciones de bienes, particularmente de origen primario. En cuanto a la cuenta financiera, se destaca un saldo neto negativo de Inversión Extranjera Directa en el trimestre de USD 1.567 millones, explicado por la cancelación de pasivos con el exterior, con lo cual el saldo de IED se redujo a 2% del PIB en el año móvil.

- En el primer semestre de 2024 el peso uruguayo acumuló una depreciación punta de 2,5%, luego de la senda alcista del tipo de cambio nominal desde mediados de mayo. En tanto, el TCR multilateral se depreció 1,4% en el año móvil a junio (preliminar).

- En el año móvil a mayo 2024 el déficit fiscal global fue de 4,2% del PIB, con un déficit primario de 1,3% del PIB.

- En tanto, el ratio deuda bruta/PIB a diciembre 2023 aumentó respecto al mismo trimestre del año anterior, alcanzando 69,3% del PIB, como consecuencia del financiamiento del déficit, el aumento del valor de la deuda por la menor inflación y la caída del valor de los activos en dólares por la apreciación nominal. Estos efectos fueron parcialmente compensados por el crecimiento del PIB nominal.

- La autoridad monetaria exhibe una sólida posición financiera para enfrentar shocks externos, con una holgura del orden de USD 2.300 millones (2,9% del PIB) respecto del nivel de "Reservas de confort". Este último se define como aquel que permite la cobertura de los riesgos que enfrenta el Banco Central en un escenario adverso extremo.

- La inflación headline interanual ha oscilado en torno al centro del rango meta (4,5%) luego del rápido ajuste a la baja observado durante la primera mitad de 2023. De esta forma, a junio 2024 la inflación interanual se ubica en 4,96%, manteniéndose dentro del rango-meta de 3%-6% por 13 meses consecutivos. Asimismo, el indicador de exclusión de inflación subyacente (IPCX) se ubicó en 4,15%, manteniéndose en la mitad inferior del rango y por debajo de la inflación headline.

- Las expectativas de inflación en el horizonte de política monetaria (24 meses) medidas a partir del promedio de tres públicos diferentes (analistas económicos, operadores primarios y empresarios) continúa su tendencia a la baja. En mayo 2024 se ubicó en 6,17% (promedio de los 3 indicadores), siendo un nuevo mínimo histórico de la serie. Este promedio se compone de analistas y operadores primarios en 6% y empresarios en 6,5%.

- El último COPOM, reunido el 16 de mayo, decidió mantener la Tasa de Política Monetaria en 8,50% anual. El comunicado expresó que tal decisión tiene como objetivo consolidar la permanencia de inflación en torno al centro del rango meta (4,5%) y contribuir a la convergencia de las distintas medidas de expectativas.

Bolivia

- En 2023, y en consideración de un contexto internacional y nacional desafiante, el panorama económico y particularmente del sector financiero, requirieron de la respuesta oportuna del BCB y la adecuación de medidas de política monetaria. Es así que, destacaron las acciones específicas para salvaguardar el buen funcionamiento del sistema financiero. Adicionalmente, los esfuerzos monetarios se concentraron en recuperar espacios de política monetaria, por lo cual se ejecutaron medidas a través de instrumentos convencionales y no convencionales. Por otro lado, ante la volatilidad de monedas de socios comerciales y el fenómeno de especulación cambiaria durante la gestión, el BCB implementó diferentes mecanismos para dotar de divisas directamente a la población y fortalecer el flujo de

recursos al sistema financiero, garantizando su estabilidad y limitando la ampliación de la especulación.

- En febrero de 2024, el Gobierno Nacional firmó el acuerdo económico, productivo con el empresariado boliviano. Entre sus principales puntos destacan el impulso a las exportaciones, emisión de bonos en dólares emitidos por el BCB, promoción de inversión privada para el sector agrícola, entre otros. Asimismo, el BCB aplica medidas para la normalización de la política monetaria convencional, ha modificado los límites de la posición cambiaria para las Entidades de Intermediación Financiera y abrió la posibilidad para que las mismas soliciten la sustitución de garantías de moneda extranjera a moneda nacional.

- El PIB a partir de 2021 ha mostrado una recuperación, alcanzando un crecimiento del 3,1% en 2023. El impulso por la demanda interna desde 2006, ha visto contribuciones positivas del consumo y la inversión. Además, el mercado laboral refleja la trayectoria positiva, con una tasa de desempleo descendente. Por su parte, la inflación se mantuvo en niveles controlados, gracias a las medidas implementadas por el Gobierno y el BCB. En este contexto, las expectativas se mantuvieron dentro del rango de proyección. Asimismo, para el cierre de 2024 se encontraría en torno del 3,6%.

- El crédito al sector privado y los depósitos en el sistema financiero recuperaron su dinámica, a mayo de 2024, los depósitos son de Bs222.730 millones, mientras que la cartera es de Bs214.586 millones. Cabe recalcar que, gracias a la red de seguridad financiera del país, se mantuvo la estabilidad financiera. El BCB movilizo un total de Bs20.222 millones en el establecimiento de medidas de apoyo.

- Por otro lado, el primer trimestre de 2024, se registró un déficit de Cuenta Corriente de 1,2% del PIB, a consecuencia del saldo deficitario de la Cuenta Bienes, Ingreso Primario y Servicios. La Balanza Comercial presentó, de enero hasta abril, un saldo negativo. En cuanto a las remesas familiares, registraron un saldo positivo de $us267 millones.

- El primer trimestre de 2024, la inversión directa bruta alcanzó $us115 millones por préstamos de las empresas residentes en el país con sus filiales extranjeras y la desinversión $us42 millones, en gran parte por el pago de créditos intrafirma. En cuanto a la deuda externa, muestra que los indicadores se encuentran en los rangos establecidos. Las perspectivas para el 2024 según el PGE establecen un crecimiento del PIB de 3,7%, inflación entorno al 3,6%, un déficit fiscal cerca del 7,8% del PIB y una inversión pública de $us4.274 millones.