

INFORME SEMANAL

ECONVIEWS
ECONOMÍA Y FINANZAS

3 de Mayo de 2024



**Media ley, tasas
bajas y
postergaciones
extemporáneas**

Pág. 2



**En abril hay superávit,
pero la recaudación
enciende algunas
alarmas**

Pág. 5



**El “paso a paso” de
las reservas
internacionales**

Pág. 7

(+54 11) 5252-1035
La Pampa 1534
Buenos Aires
www.econviews.com
Twitter: @econviews

Miguel A. Kiguel
Director

mkiguel@econviews.com

Andrés Borenstein
Economista Asociado

aborenstein@econviews.com

Alejandro Giacoia
Economista

agiacoia@econviews.com

Delfina Colacilli
Economista

dcolacilli@econviews.com

Pamela Morales
Economista

pmorales@econviews.com

Rafael Aguilar
Economista

raguilar@econviews.com



Editorial: Media ley, tasas bajas y postergaciones extemporáneas

Una buena semana para la agenda del gobierno. Lo más importante fue la media sanción de La Ley bases. Como se esperaba fue un tanto accidentada, pero salió. Los números para el Senado no están del todo claros, pero nuestra visión es que hay más chances de que se apruebe que de un rechazo. Pero la política es mucho más difícil de proyectar que las variables económicas. De aprobarse, habrá buenas noticias fiscales con el restablecimiento del impuesto a las ganancias, el blanqueo, moratoria y nuevo esquema de bienes personales en el que muchos contribuyentes pueden adelantar los pagos de los próximos 5 años. También hay actualización para el monotributo, una soga para esos contribuyentes a los que la inflación los empequeñeció.

En lo macro, el gobierno sorprendió al mercado con una segunda baja de tasas en dos semanas. Esto tiene dos vertientes: seguir limpiando el balance del Banco Central. A Milei le preocupa (quizás demasiado) la cantidad de dinero que imprime el BCRA, con lo que la reducción de tasas limita el pago por intereses. La segunda palanca es tratar de que el crédito sea una de las variables que ayuden a dinamizar la alicaída actividad. Esto es mucho más interesante. Los bancos necesitan salir a prestar ya que las mesas no generarán las ganancias que generaron en años anteriores y el stock de crédito en pesos es de apenas el 4% del PBI, trepando a 5% si se incluyen los préstamos en moneda extranjera. Es decir, se trata de una sociedad desapalancada. Si efectivamente, tocamos piso en marzo (escenario base de Econviews), debería empezar a aparecer la demanda de crédito. La contra de la baja de tasas es que es cada vez más difícil de sacar el cepo, a menos que la inflación baje mucho y esta tasa no sea tan negativa. La idea es que cuando se salga del cepo la tasa de interés tiene que ser positiva, para reducir la demanda de dólares.

La nota más negativa fue la postergación del aumento al impuesto a la transferencia de combustibles previsto para mayo, como así también el aplazamiento de los ajustes por inflación de las tarifas de electricidad y gas. Esto implica un aumento de gasto público. El gobierno dice que como tiene más holgura fiscal, puede afrontar el gasto. Confiamos en que los números son correctos porque creemos que abril viene con otro superávit, pero no necesariamente coincidimos en los argumentos.

La inflación de mayo va a dar más baja que lo que hubiera dado con los aumentos. Creemos que puede ser 7%. Pero esto no es una baja genuina de la inflación sino represión. Eventualmente la suba de mayo vendrá más adelante, así que es un poco más de pan para hoy, hambre para mañana. Entendemos la lógica de buscar un menor índice ahora para asegurar lo ganado hasta acá. Con una nominalidad más baja la inercia puede ser más baja y que la magia del interés compuesto haga el resto.

Pero esta política tiene reminiscencias de otros tiempos, no muy lejanos. De hecho, el gobierno planteó un esquema y ya al poco tiempo lo cambió. Para las firmas, hay una dosis adicional de incertidumbre. Están acostumbradas, pero eso no lo hace mejor. La historia de las prepagas ya había sido manejada de manera polémica por el gobierno.

Adicionalmente el patear aumentos para adelante, atrasa el alineamiento de los precios relativos. Es decir, compartimos con el equipo económico que muchos precios tenían un overshooting producto de un dólar a 1,300 pesos en enero y el desorden del final del gobierno de Alberto Fernández y Massa. Pero ahora que los bienes ya no suben como antes (algunos incluso bajan), es hora de dejar que los servicios vayan más libres. La diferencia en el índice no es de una magnitud terrible. Quizás la incidencia de los servicios públicos pisados no llega a 1 punto. Entonces, lo mejor era no quitarle credibilidad a la política micro.

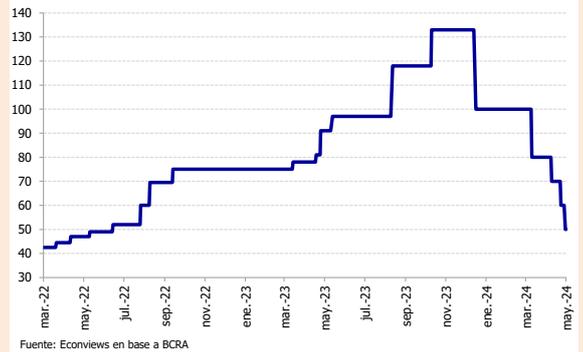
LA SEMANA QUE PASÓ

✓ **El Banco Central aplicó otra baja en la tasa de interés.** La tasa de política monetaria (pases pasivos a 1 día) bajó de 60% a 50% de TNA.

✓ Además dispuso la **suba de los encajes sobre los saldos en en cuentas remuneradas de FCI money market** pasando de 10% a 15%. También se subieron hasta el 15% los encajes sobre cauciones bursátiles pasivas con plazo de hasta 29 días.

✓ Estas medidas, según explica el BCRA, buscan seguir avanzando con la eliminación de distorsiones entre instrumentos de naturaleza similar, reducir la emisión endógena e incentivar la inversión en el mercado de capitales.

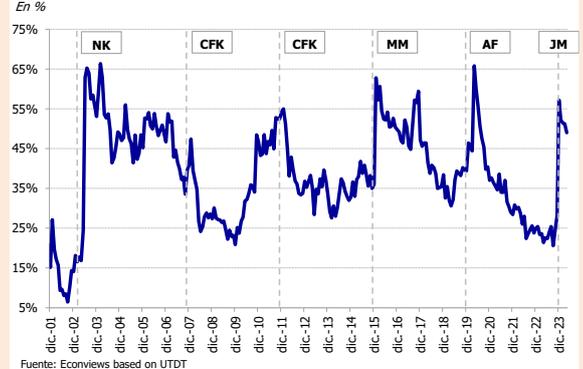
Tasa de política monetaria
En puntos porcentuales



✓ **La confianza en el gobierno cayó un 4.4% mensual en abril.** A pesar de la variación negativa, se destaca que la confianza es más estable a comparación de los primeros meses de Macri y Fernández.

✓ **Cayeron 4 de los 5 componentes del ICG:** Evaluación general del gobierno (-13.6%), Preocupación por el interés general (-8.9%), Eficiencia en la administración del gasto (-3.5%), y Capacidad para resolver los problemas del país (-4.9%). **El componente que incrementó su puntaje fue Honestidad de los funcionarios (+8.1%).**

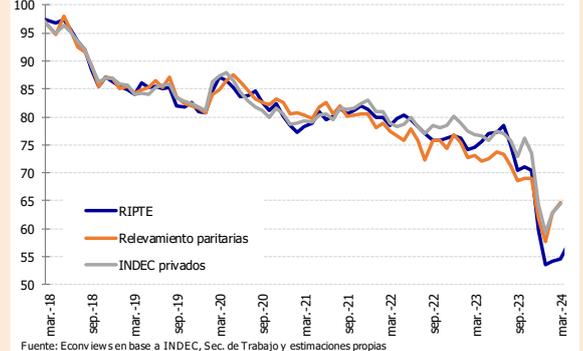
Índice de Confianza en el Gobierno
En %



✓ **El índice de salarios RIPTE subió 14% en marzo,** a 705,832 pesos para el trabajador privado formal promedio. Le ganó a la inflación por primera vez desde octubre.

✓ Según el índice RIPTE, **los salarios del sector privado perdieron 24% en el último año.** Sin embargo, otros índices como el del INDEC que incluye bonos y otros componentes no remunerativos del salario muestra una caída menor.

Salario real del sector privado formal
Base ene-18=100, sin aguinaldos

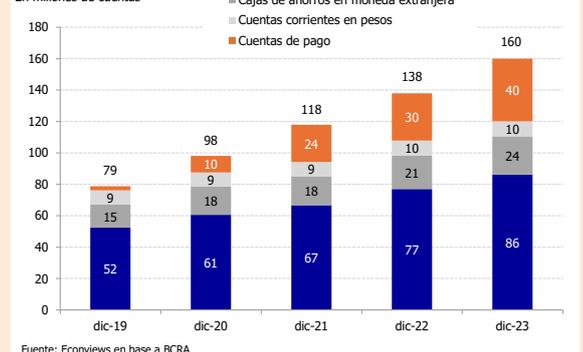


✓ **Las cantidad de cuentas de pago (billeteras virtuales) creció un 32.5%** entre diciembre de 2022 y 2023, mientras que las cajas de ahorro en pesos crecieron 12%, las cajas en moneda extranjera 13.8% y las cuentas corrientes apenas 0.5%.

✓ **Cada vez más adultos eligen complementar el servicio de cuentas bancarias con billeteras virtuales.** En diciembre, creció un 21% interanual la cantidad de personas con ambos tipos de cuentas. Esta es una tendencia que se observa desde la pandemia, cuando el salto fue del 297% en diciembre de 2020.

✓ **Prácticamente la totalidad de los adultos en Argentina ya tienen cuentas de algún tipo.**

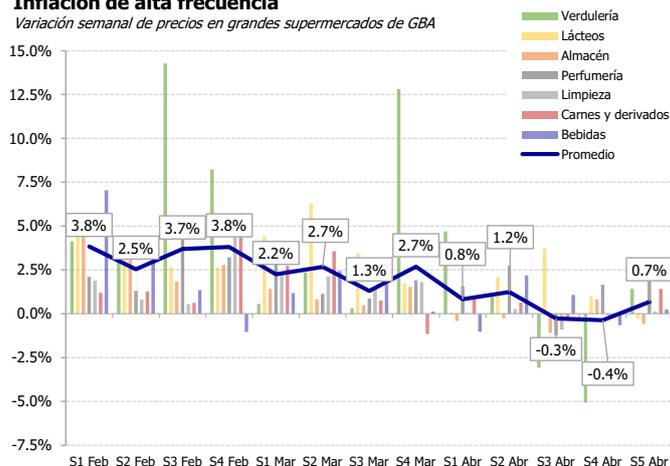
Cantidad de cuentas
En millones de cuentas



RELEVAMIENTO DE PRECIOS

Inflación de alta frecuencia

Variación semanal de precios en grandes supermercados de GBA



Nota: Las variaciones son de promedio de precio por semana, de viernes a jueves
Fuente: Econviews en base a estimaciones propias

LO QUE VIENE

✓ El **martes 7** el BCRA publicará el **relevamiento de expectativas de mercado (REM)** del mes de abril.

✓ El **miércoles 8** se dará a conocer la **inflación en la Ciudad de Buenos Aires (IPCBA)** correspondiente al mes de abril.

✓ El **miércoles 8** el INDEC publicará los **índices de producción industrial manufacturero y pesquero** de marzo.

✓ El **miércoles 8** el INDEC también dará a conocer los **indicadores de la actividad en la construcción** de marzo.

✓ El **miércoles 8** se publicará el **informe monetario mensual** del BCRA correspondiente a abril.

✓ El **jueves 9** se conocerán las **estadísticas de turismo internacional** del INDEC para marzo.

✓ El **jueves 9** el INDEC también publicará el **índice de producción industrial minero** de marzo.

✓ El **viernes 10** se publicará el **índice de salarios** del INDEC para el mes de marzo.

✓ El **viernes 10** se dará a conocer la **línea de pobreza para la Ciudad de Buenos Aires** de abril.

Resumen de mercado

Variaciones semanales, mensuales y anuales

	UD	s/s	m/m	a/a	
Dólar oficial	878.8	0.5%	2.0%	290.4%	↑
Dólar MEP	1069.0	3.3%	7.9%	149.0%	↑
Dólar CCL	1119.8	3.4%	4.2%	150.6%	↑
Blue	1020.0	-1.4%	3.6%	119.8%	↓
Tipo de cambio BRL/US\$	5.1	-0.9%	0.6%	1.5%	↓
Reservas BCRA (millones US\$)	28,374	-1,767	+492	-6,517	↓
Tasa de Política (Leliq)	50.0%	-10.00 p.p.	-30.00 p.p.	-41.00 p.p.	↓
Tasa Badlar Privada	42.5%	-8.19 p.p.	-28.25 p.p.	-45.00 p.p.	↓
Depósitos S. Priv. (billones AR\$)	46.0	4.4%	5.4%	137.5%	↑
Crédito S. Priv. (billones AR\$)	20.5	2.2%	5.0%	135.1%	↑
Merval en \$	1,451	13.4%	19.7%	403.9%	↑
Merval en USD	1,296	9.7%	14.9%	101.1%	↑
Riesgo país (EMBI)	1,245	2.9%	-12.5%	-51.5%	↑
Soja (US\$/ton.)	441.6	3.6%	1.6%	-17.0%	↑
Maiz (US\$/ton.)	176.0	1.6%	3.5%	-30.7%	↑
Trigo (US\$/ton.)	222.6	0.5%	9.0%	-3.2%	↑
Petróleo Brent (US\$/barril)	84.8	-7.0%	-6.4%	14.5%	↓
Petróleo WTI (US\$/barril)	79.7	-6.7%	-7.6%	16.1%	↓
GNL (US\$/MMBTU)	10.4	2.0%	9.5%	-9.6%	↑
Oro (US\$/oz.)	2,301.9	-1.5%	0.1%	12.9%	↓

Nota: flecha según variación semanal

Semáforo de actividad económica

Variaciones desestacionalizadas

		m/m	t/t	UD vs trim previo	
Producción industrial	feb.-24	-0.7%	-9.8%	-4.4%	●
Producción de autos	mar.-24	-7.7%	-12.1%	-10.0%	●
Producción de acero	mar.-24	-45.1%	-6.0%	-43.4%	●
Producción de pollos	feb.-24	3.1%	0.4%	4.8%	●
Producción láctea	mar.-24	-1.1%	-8.4%	-4.6%	●
Faena vacuna	mar.-24	-11.6%	-2.2%	-8.7%	●
Escrituras CABA	mar.-24	0.0%	-1.7%	8.4%	●
Producción de Harina	mar.-24	-3.8%	-3.2%	-2.2%	●
Producción de petróleo	mar.-24	-2.7%	1.7%	-1.0%	●
Producción de gas	mar.-24	-3.8%	9.4%	6.8%	●
Producción de cemento	mar.-24	-20.1%	-16.7%	-23.6%	●
Construcción	feb.-24	-2.6%	-17.7%	-12.6%	●
Venta de nafta	mar.-24	-2.7%	-5.8%	-2.6%	●
Patentamiento de motos	mar.-24	-23.5%	-25.0%	-27.7%	●
Consumo de electricidad	abr.-24	0.9%	-4.2%	-2.7%	●
Viajes en tren	mar.-24	3.2%	0.7%	2.7%	●
Importaciones CIF	mar.-24	-0.9%	-9.2%	-3.3%	●
Exportaciones FOB	mar.-24	-0.4%	14.8%	4.5%	●
Préstamos en \$ al s.priv. (real)	mar.-24	-1.2%	-26.1%	-7.0%	●
Recaudación IVA-DGI	abr.-24	1.7%	-2.9%	1.2%	●
Empleo formal privado	ene.-24	-0.1%	-0.2%	-0.1%	●
EIL empleo	feb.-24	-0.3%	-0.7%	-0.6%	●
Confianza del consumidor	abr.-24	1.3%	-10.6%	2.9%	●
Confianza en el gobierno	abr.-24	-4.3%	10.2%	-5.0%	●

Nota: color de semáforo según UD vs trim previo

En abril hay superávit, pero la recaudación enciende algunas alarmas

- ✓ Los impuestos nacionales recaudaron 8.7 billones de pesos en abril, una caída interanual real de 13%.
- ✓ El impuesto PAIS juntó 0.36% del PBI estimado para 2024 en cuatro meses de 2024, mientras que los derechos de exportación 0.25%, debajo de lo habitual para esta altura del año.
- ✓ La recaudación del IVA interno (-12%), impuesto al cheque (-16%) y seguridad social (-19%) sigue cayendo interanual real, aunque el IVA y aportes repuntaron mes a mes.

Los impuestos nacionales recaudaron 8.7 billones en abril. En términos reales, fue una caída interanual de 13%, la octava consecutiva. **La devaluación de diciembre que impulsó los impuestos ligados al comercio exterior tiene rendimientos decrecientes. Los impuestos sobre el mercado interno marcan un piso para la actividad, pero todavía no es claro que haya recuperación.**

Las retenciones vienen flojas. Los derechos de exportación recaudaron 318,000 millones en abril y 1.6 billones en los primeros cuatro meses del año, 0.25% de nuestro PBI estimado. Ya entrando en la cosecha gruesa, no es un número prometedor, aunque es cierto que hubo unos días de paro de aceiteros y que el trigo se registró mayormente en 2023. Entre enero y abril de 2021 o 2022 su recaudación rondó 0.5-0.6% del PBI.

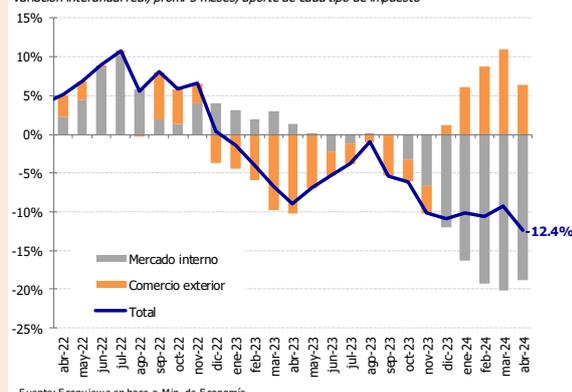
En diciembre, Economía proyectó que solo con la recuperación de la sequía, los derechos de exportación subirían en 0.7 puntos del PBI. En Econviews tenemos números parecidos, de 0.7% en 2023 a 1.5% en 2024. **La duda es si con este tipo de cambio real alcanza,** o hará falta una mayor brecha que mejore el dólar blend, un nuevo “dólar soja”, o algún otro incentivo. A nivel mundial, la apreciación del real (de 5.30 a 5.07 en los últimos días) y otras monedas emergentes le quita presión al peso.

Por otra parte, la recaudación por derechos de importación fue 280,000 millones el mes pasado y acumuló 0.17% del PBI entre enero y abril, cercano a otros años. Y dado que todavía se están normalizando los pagos de importaciones, el número puede mejorar en los próximos meses.

La diferencia la hace el impuesto PAIS, que recaudó 510,000 millones en abril y 2.3 billones en los primeros cuatro meses del año, 0.36% del PBI. El grueso es sobre la importación de bienes y servicios, ya que con el dólar tarjeta en 1,400 pesos, el turismo está yendo casi todo al MEP o billete. Nuestra visión es que en todo el año puede recaudar 1.3% del PBI, pero depende de la velocidad de salida del cepo, entre otros factores. En abril se recaudó menos PAIS que en marzo (de 818 a 588 millones de dólares) porque los viajeros usan

Gráfico 1. Recaudación tributaria

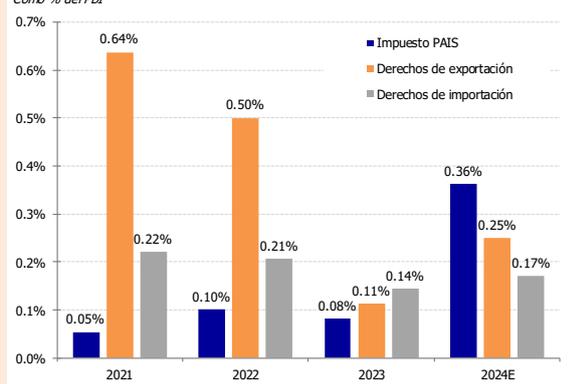
Variación interanual real, prom. 3 meses, aporte de cada tipo de impuesto



Fuente: Econviews en base a Min. de Economía

Gráfico 2. Recaudación acumulada de enero a abril

Como % del PBI



Fuente: Econviews en base a Min. de Economía y estimaciones propias

Tabla 1. Distintos caminos en lo fiscal-cambiario

Ingresos de impuestos al COMEX como % del PBI

	Acumulado entre enero-abril 2024	2024E unificando en julio	2024E con salida gradual del cepo	2024E sin unificar
Total	0.8%	3.0%	3.4%	3.6%
Impuesto PAIS	0.4%	0.8%	1.3%	1.7%
Derechos de Expo.	0.2%	1.5%	1.5%	1.5%
Derechos de Impo.	0.2%	0.7%	0.6%	0.5%

Fuente: Econviews en base a INDEC y estimaciones propias

los “Cara Grande”. Aunque interesantemente, el blue no ha subido, así que son los billetes de otra época.

Señales mixtas de la actividad. La recaudación real del IVA interno (-12%), impuesto al cheque (-16%) y aportes a la seguridad social (-19%) siguen cayendo respecto al año pasado. Sin embargo, nuestra serie desestacionalizada muestra que entre marzo y abril el IVA interno (que nos dice más sobre la economía de marzo) repuntó 1.7% mientras que el impuesto al cheque bajó 7.9%.

Los aportes a la seguridad social recortaron su caída interanual desde el piso de enero, en línea con los movimientos del RIPTe (que en marzo le ganó a la inflación después de cuatro meses) y el índice de Econviews, que sigue las paritarias de los principales gremios. La diferencia entre ambos índices (o con el SIPA) se debe a que RIPTe solo mide la parte remunerativa del salario. En abril muchas paritarias incorporan los bonos no remunerativos al básico, lo que debería reflejarse en la recaudación de mayo. En abril, la recaudación desestacionalizada de la seguridad social tuvo el mayor nivel desde noviembre último. Hay pérdida de empleo (lo reconoce la propia AFIP), pero el salario ya no cae y recupera en el margen.

La recomposición del impuesto al combustible avanza (o avanzaba). En abril recaudó 158,000 millones. Creció 2.4% interanual en términos reales, la primera variación positiva en 27 meses. El gobierno llevó el monto fijo de 28 a 132 pesos por litro (de 4 a 23% del precio en surtidor) y tenía programado subirlo a 202 pesos en mayo, pero pateó el aumento a junio.

Con el congelamiento, la recaudación del impuesto al combustible cayó de 0.5 a 0.3% del PBI el año pasado. Ahora empieza recuperarse, como muestra el gráfico 4, pero depende de que los aumentos se sostengan en el tiempo. **En el impuesto al combustible, como en las tarifas de electricidad o gas, el fiscalismo del gobierno está chocando con la necesidad de mostrar resultados más contundentes en materia de inflación.**

Abril, otro mes de superávit fiscal. Al lunes 29, los depósitos del sector público habían crecido 2.4 billones contra el cierre de marzo. Al día 23 la diferencia era de 3 billones, pero en la última semana del mes y los primeros del siguiente bajan por el pago de sueldos y servicios. En enero, febrero y marzo la dinámica de los depósitos adelantó los superávits primarios del gobierno. abril tampoco fue un mes exigente en intereses, con pagos por 220,000 millones. En mayo la cuenta sube a 1.1 billones, la mayor parte con el FMI.

Gráfico 3. Aportes a la seguridad social y salarios
Variación interanual real, recaudación ajustada por empleo registrado SIPA

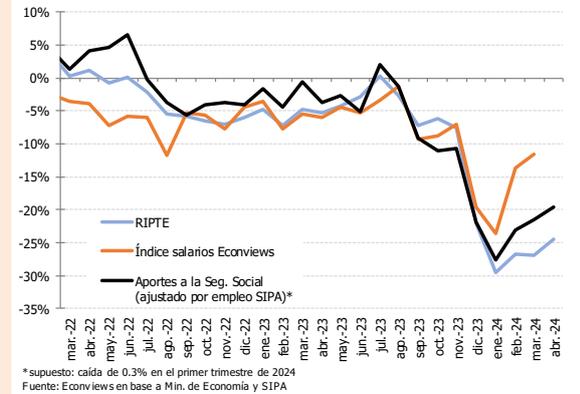
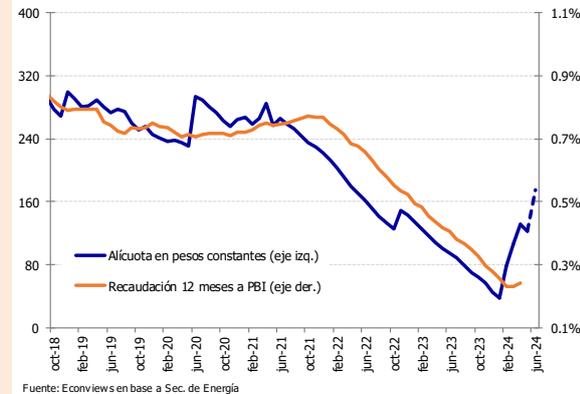


Tabla 2. Recaudación, variación mensual
Serie desestacionalizada, en términos reales

	dic-23	ene-24	feb-24	mar-24	abr-24
IVA-DGI	-7.2%	-7.5%	7.6%	-4.3%	1.7%
Impuesto al cheque	-13.9%	-4.5%	14.9%	-3.5%	-7.9%
Aportes a la SS	-12.3%	-7.3%	5.1%	2.7%	0.7%

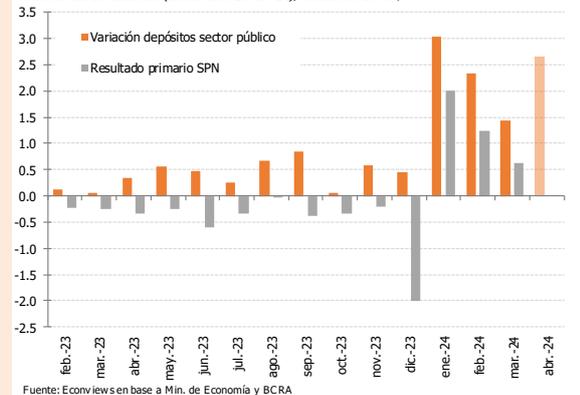
Fuente: Econviews en base a Min. de Economía e INDEC

Gráfico 4. Aumento programado del ITC
Alcota a precios de abr-24 y recaudación acum. 12 meses a PBI



Fuente: Econviews en base a Sec. de Energía

Gráfico 5. Variación de los depósitos del sector público
Al último día de cada mes (último dato 29-abr-24), en billones de AR\$



Fuente: Econviews en base a Min. de Economía y BCRA

El “paso a paso” de las reservas internacionales

- ✓ Las reservas netas subieron más de US\$ 5,400 millones en lo que va del año, aunque siguen en terreno negativo.
- ✓ Empezaron a normalizarse los pagos de importaciones. Las exportaciones van a ser buenas, aunque la cosecha viene demorada.
- ✓ Para fin de año creemos que las reservas netas van a cerrar por encima de los US\$ 4 mil millones.

En los primeros cuatro meses del año el Banco Central sumó US\$ 4,502 millones de reservas brutas y US\$ 5,414 millones de netas. El flujo es bueno, pero si miramos la foto las netas todavía están en US\$ -3,241 millones. Hasta antes de fin de mes venían más arriba pero el último día de abril se pagaron al FMI US\$ 1,922 millones. Para mayo está pactado un desembolso de US\$ 789 millones y un pago de intereses por US\$ 820 millones. Es decir que todavía queda bastante trabajo por hacer. La buena noticia es que estimamos que para junio podrían volver a terreno positivo.

Metiéndonos en los pormenores del balance cambiario hay varios puntos para resaltar y para pensar en lo que viene. Uno de los datos más destacados es que las importaciones pagadas en marzo llegaron al 60% de las devengadas (ajustadas por seguros y fletes). Históricamente este cociente fluctuó entre 80 y 100%, pero desde la asunción de Milei venía muy bajo. En diciembre fue 17.3%, en enero 23.7% y en febrero 42% (ver gráfico 1). De acuerdo con el esquema de pagos a 30/60/90/120 las importaciones que se empezaron a pagar en enero recién estarán pagándose al 100% en abril. Por lo tanto, podemos deducir que este tema está próximo a resolverse.

La contracara de este bajo nivel de importaciones pagadas es el aumento de la deuda comercial. Los últimos datos oficiales dan cuenta de un stock de deuda por importaciones de bienes de US\$ 45,879 millones al cierre de 2023. Nosotros estimamos que para fines del primer trimestre había subido a US\$ 53,500 millones (ver gráfico 2). Sobre esto también se suman unos US\$ 12,500 millones de deuda por importaciones de servicios.

El Bopreal había sido creado para solucionar este problema, pero los US\$ 8,200 millones emitidos equivalen prácticamente a lo que creció la deuda en estos meses. En otras palabras, la situación sigue siendo similar. Ahora también se habilitó a entidades financieras a usar estos bonos para pagar dividendos, que es otro de los problemas que heredó el gobierno. De acuerdo con los datos del MULC, en un año sin cepo el total de los sectores de la economía giraban dividendos por entre US\$ 2 y 3 mil millones. Haciendo una cuenta simple, 4 años de cepo donde se giraron muy pocas utilidades implican que se retuvieron alrededor de US\$ 9 mil millones. Dado que las restricciones sobre el mercado tienen muchas chances de mantenerse por un buen tiempo

Tabla 1. Reservas internacionales netas

En millones de US\$

Reservas brutas	27,575
Encajes de depósitos en US\$	9,030
Swap China	17,951
SEDESA	1,893
BIS	0
Reservas netas	-1,299
Bopreal (capital)	1,666
Bopreal (capital + intereses)	1,943
Reservas netas sin Bopreal (capital)	-2,965
Reservas netas sin Bopreal (total)	-3,241

Fuente: Estimaciones propias en base a BCRA y FMI

Con datos al 30-abr-24

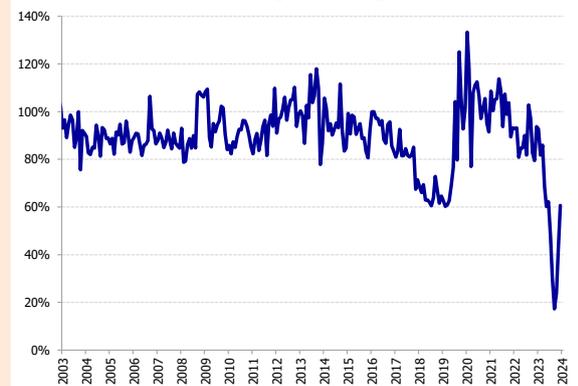
Tabla 2. Vencimientos con el FMI

En millones de US\$

	Desembolsos	Pagos de capital	Pagos de intereses
abr.-24		-1,922	
may.-24	789		-820
jun.-24			
jul.-24		-641	
ago.-24	526		-806
sep.-24			
oct.-24			
nov.-24	544		-795
dic.-24			
Total 2024	6,519	-4,515	-3,267

Fuente: Econviews en base a FMI

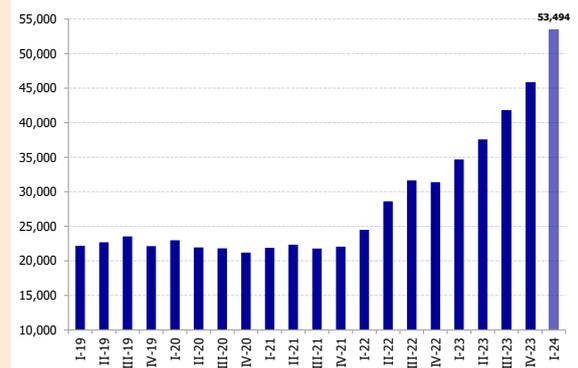
Gráfico 1. Ratio importaciones pagadas/devengadas



Fuente: Econviews en base a BCRA e INDEC

Gráfico 2. Deuda de importaciones de bienes

En millones de US\$



Fuente: Econviews en base a BCRA y estimaciones propias

más, no pensamos que en 2024 esta situación empiece a normalizarse. También es probable que algunos de esos 9.000 millones ya se hayan pagado a través del CCL para las empresas que pueden hacerlo.

Por el lado de los servicios el déficit se achicó sensiblemente (ver gráfico 3).

En los cuatro meses previos a la devaluación el resultado neto de esta cuenta había sido de US\$ -541 millones en promedio por mes. Desde diciembre hasta marzo el promedio mensual subió a US\$ -53 millones. El turismo es uno de los sectores que más peso tiene dentro de los servicios y lo que sucede es que el dólar tarjeta quedó muy caro con respecto al Blue, MEP o CCL. Entonces los argentinos elijen alguna de esas alternativas para pagar sus gastos, lo cual redundo en menos demanda de divisas. El problema en esta cuenta lo vemos cuando se eliminen las distorsiones que tiene el tipo de cambio oficial como el impuesto PAIS o las retenciones de ganancias. En ese caso un escenario de atraso cambiario puede llevar a una salida muy fuerte de divisas por esta vía.

Sin una entrada fuerte de capitales por la cuenta financiera, el superávit comercial será el driver del aumento de reservas. Estimamos importaciones por US\$ 54,000 millones para todo 2024 y exportaciones por US\$ 76,000 millones (ver gráfico 4).

La mejora de las exportaciones con respecto al año pasado se explica esencialmente por la recuperación del agro post sequía. Sin embargo, no va a ser una cosecha récord como se esperaba hace unos meses. Las liquidaciones de oleaginosos y cerealeros de abril sumaron US\$ 1,910 millones, un 11% debajo del promedio histórico ajustado por precios y la menor de los últimos 6 abril. En esto puede tener que ver la demora en la cosecha de soja. De acuerdo con la Bolsa de Cereales de Buenos Aires el avance llega al 36% mientras que, tomando el promedio de las últimas 5 campañas, en el mismo periodo del año se había cosechado el 58% (ver gráfico 5). El paro en los puertos de Rosario es otro factor que dificultó la comercialización.

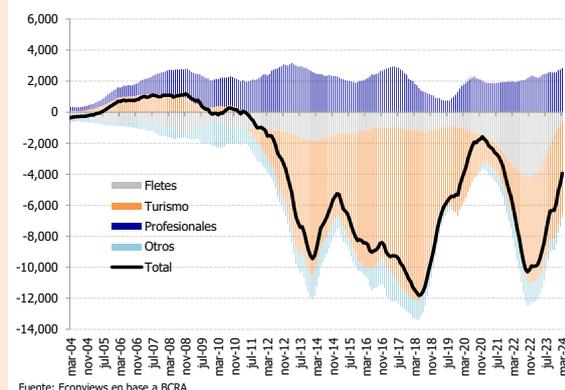
En el caso del maíz el problema viene por las cantidades. Esta semana volvió a bajar la proyección y ahora llega a 46.5 millones de toneladas, 10 millones menos que la estimación inicial.

Los precios no acompañan tampoco. Los términos de intercambio cayeron más de 2% en el primer trimestre contra el año anterior y 1.5% contra el último trimestre de 2023. No es una catástrofe, pero tampoco la panacea. En una mirada de largo plazo (25 años), los términos de intercambio están 30% mejor que el promedio histórico. Pero si acortamos el análisis a 15 años, el cociente de precios de exportación sobre precios de importación actual está solo 3% arriba del promedio (ver gráfico 6).

La baja de tasas también puede ser un riesgo para las liquidaciones de exportaciones. El dólar blend pierde atractivo día a día y el beneficio de hacer carry con los pesos es cada vez más chico y con más riesgo. La reciente suba del CCL barrió la ganancia de las últimas semanas. Dado que hay restricciones para que tomen deuda quienes tienen soja por vender, pensamos que de mínima se va a liquidar lo necesario para saldar las cuentas, pero una vez que se llegue a ese umbral el tipo de cambio empezará a pesar más en la ecuación.

Gráfico 3. Balanza de servicios

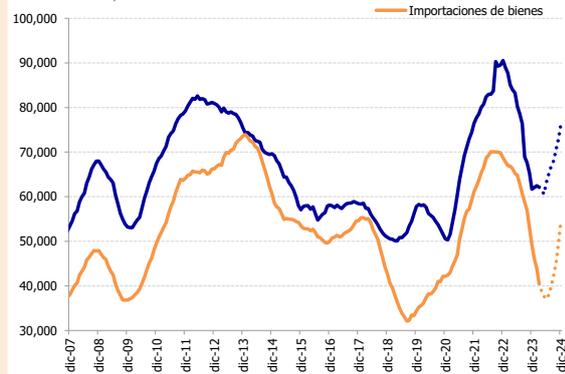
En millones de US\$ - Acumulado 12 meses



Fuente: Econviews en base a BCRA

Gráfico 4. Balance de bienes

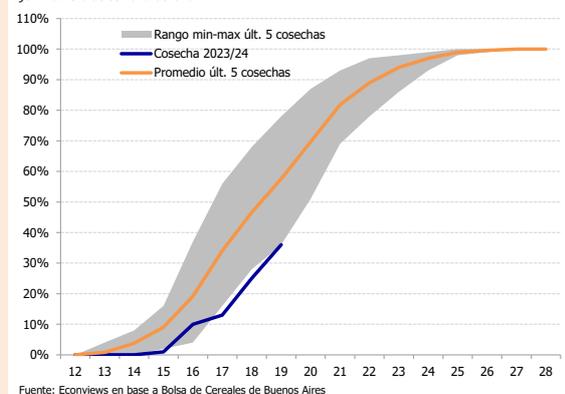
En millones de US\$ - Acumulado 12 meses



Fuente: Econviews en base a BCRA

Gráfico 5. Avance en la cosecha de soja

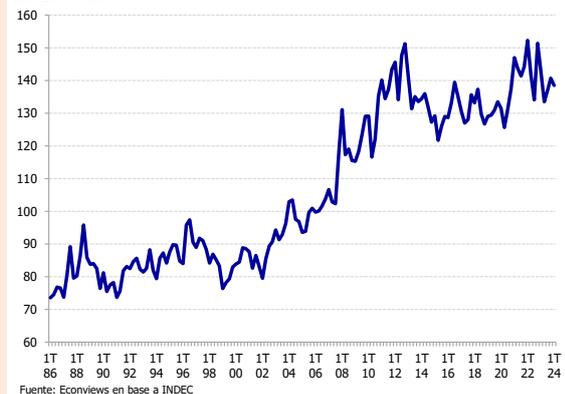
Eje X número de semana del año



Fuente: Econviews en base a Bolsa de Cereales de Buenos Aires

Gráfico 6. Términos del intercambio

Base 2004 = 100



Fuente: Econviews en base a INDEC

En síntesis, no vemos un año malo para las reservas, pero hay riesgos. Nuestra estimación es que el Banco Central acumulará algo más de US\$ 13 mil millones en todo el año. Con esto las reservas brutas terminan en US\$ 36.5 mil millones y las netas en US\$ 4.4 mil millones (ver gráfico 7).

Gráfico 7. Reservas internacionales

En millones de US\$

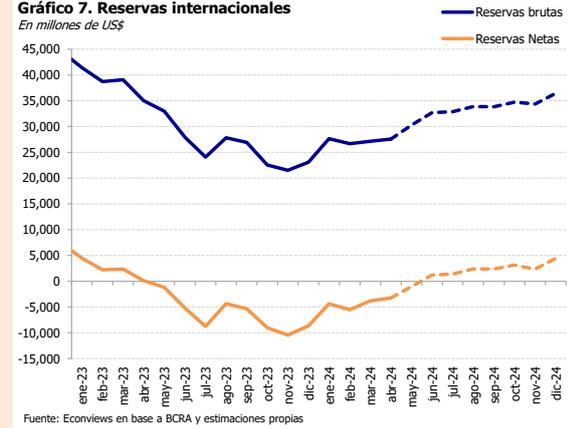


Tabla 3. Balance Cambiario

Base caja - millones de dólares

	2023	ene-24	feb-24	mar-24	abr-24	may-24	jun-24	jul-24	ago-24	sep-24	oct-24	nov-24	dic-24	2024
Cuenta corriente	-3,581	2,344	1,576	1,804	1,376	1,319	1,819	202	-156	-659	249	-1,555	1,435	9,755
Balance de bienes	12,486	3,879	3,059	2,424	1,899	2,716	2,306	1,922	1,161	99	765	-270	1,847	21,807
Exportaciones de bienes	61,663	4,947	4,747	5,018	5,623	7,410	7,812	7,456	7,098	6,626	6,095	5,945	7,398	76,177
Importaciones de bienes	49,178	1,068	1,688	2,594	3,724	4,694	5,506	5,534	5,937	6,527	5,331	6,215	5,551	54,369
Balance de servicios	-6,195	84	-232	-158	-176	-210	-171	-222	-243	-257	-174	-126	-104	-1,991
Intereses	-9,534	-1,608	-1,253	-451	-341	-1,182	-310	-1,493	-1,069	-496	-337	-1,154	-303	-9,997
Utilidades	-300	-17	-10	-12	-15	-15	-15	-15	-15	-15	-15	-15	-15	-174
Transferencias	-38	6	13	0	10	10	10	10	10	10	10	10	10	109
Cuenta capital	12	20	13	4	5	5	5	5	5	5	5	5	5	82
Cuenta financiera	-18,105	2,370	-2,488	-1,565	-1,063	1,374	585	-26	1,161	635	635	1,179	635	3,432
Inversion extranjera	913	45	59	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	704
Portafolio	6	4	1	2	5	5	5	5	5	5	5	5	5	52
Préstamos netos	-5,373	145	-486	559	150	150	150	150	150	150	150	150	150	1,567
FMI	-5,078	2,710	0	0	-1,922	789	0	-641	526	0	0	544	0	2,006
Organismos multilaterales	1,134	-450	-1,777	-1,358	450	450	450	480	500	500	500	500	500	745
Atesoramiento	-725	-20	94	139	-80	-80	-80	-80	-80	-80	-80	-80	-80	-507
Otros	-8,982	-63	-380	-966	274	0	0	0	0	0	0	0	0	-1,136
Acumulación de reservas por transacciones	-21,674	4,735	-899	243	318	2,698	2,409	181	1,010	-19	889	-371	2,075	13,269

Fuente: Econviews en base a BCRA y estimaciones propias