

INFORME SEMANAL

ECONVIEWS
ECONOMÍA Y FINANZAS

26 de Julio de 2024



Salir del cepo por las buenas o por las malas

Pág. 2



El **consumo** empieza a asomar la cabeza

Pág. 5



¿**Por qué dejó de bajar el riesgo país** y cuál puede ser el disparador para que vuelva a reducirse?

Pág. 9

(+54 11) 5252-1035
La Pampa 1534
Buenos Aires

www.econviews.com
Twitter: @econviews

Miguel A. Kiguel
Director

mkiguel@econviews.com

Rafael Aguilar
Economista

raguilar@econviews.com

Andrés Borenstein
Economista Asociado

aborenstein@econviews.com

Pamela Morales
Economista

pmorales@econviews.com

Alejandro Giacoia
Economista

agiacoia@econviews.com

Leila García
Analista

lgarcia@econviews.com



Editorial: Salir del cepo por las buenas o por las malas

Hay consenso de que hay que salir del cepo, pero se mantiene el desacuerdo sobre cómo y cuándo hacerlo. Mantener el cepo tiene costos, porque hay inversiones que no vienen a la espera de que sepan si van a poder sacar los dólares y pagar dividendos. Mientras se mantiene el cepo, además sigue la incertidumbre respecto de lo que puede pasar con la inflación una vez que se unifique el tipo de cambio.

Pero sacar el cepo también tiene riesgos, dado que puede poner en peligro el principal logro del gobierno que es la baja en la inflación. Sin embargo, dado que salir es inevitable, en algún momento las autoridades tendrán que pasar el trago amargo. Y si la inflación sigue estando por encima de las tasa de devaluación, cuando más tarde peor porque atrasa el tipo de cambio real. Unificar implica eliminar la restricción cruzada para compra de divisas y quizás dejar sólo algunas restricciones sobre el pago de dividendos históricos y la obligación de liquidar exportaciones. A esto se sumaría la de mantener un límite sobre la posición que las entidades financieras pueden tener en moneda extranjera.

Hay dos caminos. Por las buenas o por las malas. Por las buenas sería una situación en la que el gobierno lo hace por iniciativa propia y paga un costo relativamente bajo por abrirlo. En ese caso el tipo de cambio se podría unificar en niveles de 1.300 pesos, a precios de hoy o incluso algo menos. En este caso el efecto sobre precios sería controlado ya que hoy el comercio exterior funciona con un tipo de cambio efectivo aproximadamente 1080, y dado que la “devaluación” se hace con programa, con superávit fiscal, con buena comunicación y con una política monetaria contractiva seguramente la inflación subiría unos 3 puntos el primer mes, dos el segundo y sólo uno el tercero. No debería ser un tema traumático y el fantasma quedaría atrás.

El segundo camino es levantarlo “por las malas”, o sea por presiones del mercado. Seguramente sería precedido por un aumento de la brecha, un riesgo país por encima de los 1.500 puntos y con reservas tocando un piso, que es lo que en última instancia fuerza la unificación cambiaria.

En este contexto las expectativas no serían tan favorables y el salto inflacionario y devaluatorio sería más alto, pero no sería el fin del mundo. Esto puede implicar que la deprecación sea de ente 40 y 50%, y por lo tanto el impacto en la inflación sería mayor. También podría haber un período de incertidumbre hasta que el Banco Central finalmente pueda dominar la situación, probablemente con aumentos importantes en la tasa de interés.

Pero lo más probable es que la turbulencia sólo dure unos meses. Luego se vuelva al sendero de baja de la inflación en el que estamos desde enero; con la ventaja de que se habría despejado una gran fuente de incertidumbre y se crearían condiciones más favorables para la reactivación económica y la inversión.

La variable clave que ayuda a ninguno de los escenarios sea traumático es el superávit fiscal, que es el ancla del programa y lo que diferencia la situación actual de otras que hemos vivido en el pasado. Todo indica que el gobierno busca postergar la unificación lo más posible, incluso no se puede descartar que sea en el primer trimestre del año que viene, aunque la pérdida de reservas, si continúa, puede acelerar los tiempos.

Lo que no va a poder evitar el gobierno es el trade off entre tipo de cambio y tasa de interés. Si la intención es salir del cepo con el menor tipo de cambio posible, no le va a quedar otra que manejarse con una tasa de interés real elevada. Si por el contrario optara por pagar mayores costos de entrada con un fogonazo inflacionario corto (pero no letal), podría salir con una tasa levemente positiva o incluso neutral, de manera que el crédito siga apoyando la recuperación de la actividad. Como se ve no hay una carta ganadora y quizás lo mejor sería ir viendo como vienen las cartas para tomar una decisión lo menos dogmática posible. Lo bueno de todo esto es que más allá de que una prefiera una alternativa a otra, no parece haber pastillas de veneno en la salida del cepo.

LA SEMANA QUE PASÓ

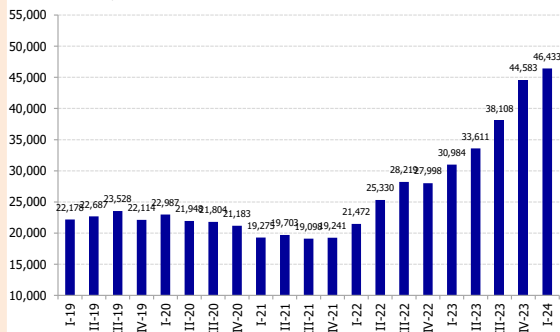
✓ **El Banco Central informó que la deuda de los importadores aumentó en el primer trimestre del 2024.**

✓ En este trimestre las empresas pudieron cancelar deuda comercial con sus acreedores no residentes mediante el Bono BOPREAL por US\$ 1.200 millones.

✓ Por otro lado, los importadores realizaron pagos unos US\$ 4.300 millones a través del CCL en este trimestre.

Deuda de importaciones de bienes

En millones de US\$



Fuente: Econviews en base a BCRA y estimaciones

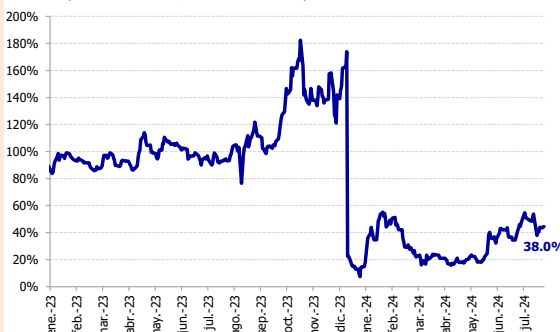
✓ **Esta semana el BCRA comunicó una flexibilización del cepo cambiario. El Banco Central decidió acortar los plazos para pagar las importaciones.** Los productos que se pagaban en cuatro cuotas a partir del 1° de agosto se pagaran en dos, una a partir de los 30 días y otra a los 60.

✓ El monto no obligado para liquidar por las exportaciones de servicios de personas humanas aumentó a US\$ 24.000 por año siendo US\$ 12.000 anteriormente.

✓ El BCRA quitó las restricciones para acceder al MEP y CCL que tenían las personas que recibieron alguna ayuda del estado.

Brecha con CCL

Versus el tipo de cambio oficial, en % - Promedio compra-venta



Fuente: Econviews en base a Reuters

✓ **El índice de confianza en el gobierno bajó del 3.7% respecto al mes anterior y tuvo una variación interanual positiva del 97.8%.**

✓ Esto representa la segunda caída consecutiva, siendo que en junio la confianza descendió 2.0% m/m.

✓ Comparando con el mismo periodo del gobierno de Mauricio Macri, este nivel de confianza es menor en 12.3 puntos porcentuales, y 6.2 menor que la gestión de Alberto Fernández.

Índice de Confianza en el Gobierno

En %



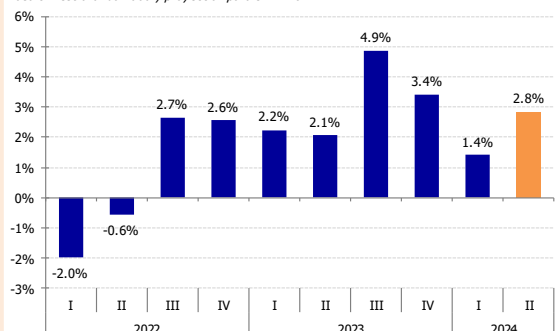
Fuente: Econviews based on UTDT

✓ **EEUU creció más de lo esperado en el segundo trimestre.** El PBI subió 2.8% anualizado, contra una expectativa de 2%. El empuje vino por el lado de la inversión que voló 8.4% anualizada, y el consumo sigue firme en 2.3% anualizado.

✓ **La inflación PCE corre al 2.5% anual.** Sin sorpresas en el dato de junio, el índice objetivo de la Fed está muy cerca de la meta de 2%. Con estos datos, el mercado de futuros ya da por segura una baja de tasas de 25 bps a 5.25% en septiembre y ve chances de dos más antes de fin de año, lo que dejaría la tasa en 4.75%. Nosotros la vemos más cerca de 5%.

Crecimiento de EEUU

Tasa trimestral anualizada y proyección para el 2T-2024

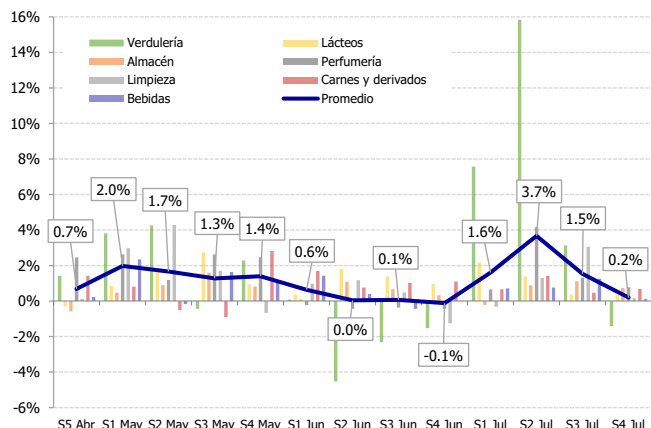


Fuente: Econviews en base a BLS

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 **miércoles 31** el INDEC informará la **dotación de la administración pública nacional** para junio de 2024.
- ✓ El **miércoles 31** ACARA publicará los **patentamientos de autos** de julio de 2024.
- ✓ El **jueves 1** de agosto la AFIP dará a conocer la **recaudación fiscal** del mes de julio.

Resumen de mercado

Variaciones semanales, mensuales y anuales

	UD	s/s	m/m	a/a	
Dólar oficial	931.6	0.5%	2.3%	242.0%	↑
Dólar MEP	1316.8	-1.0%	-0.9%	161.4%	↓
Dólar CCL	1316.8	-1.2%	-1.9%	145.9%	↓
Blue	1415.0	-0.7%	5.2%	161.6%	↓
Tipo de cambio BRL/US\$	5.7	1.1%	2.5%	19.4%	↑
Reservas BCRA (millones US\$)	27,307	-118	-2,579	+2,049	↓
Tasa de Política (Leliq)	40.0%	0 p.p.	0 p.p.	-57.00 p.p.	=
Tasa Badlar Privada	38.1%	-0.56 p.p.	+5.25 p.p.	-53.75 p.p.	↓
Depósitos S. Priv. (billones AR\$)	56.6	1.1%	7.8%	146.0%	↑
Crédito S. Priv. (billones AR\$)	30.9	4.9%	18.4%	201.3%	↑
Merval en \$	1,538	-2.0%	-2.3%	226.4%	↓
Merval en USD	1,168	-0.8%	-0.5%	32.7%	↓
Riesgo país (EMBI)	1,562	-1.3%	9.4%	-21.3%	↓
Soja (US\$/ton.)	395.9	-1.8%	-7.3%	-30.3%	↓
Maiz (US\$/ton.)	155.3	1.0%	-6.1%	-27.0%	↑
Trigo (US\$/ton.)	192.3	-3.5%	-3.3%	-27.3%	↓
Petróleo Brent (US\$/barril)	82.6	-4.7%	-5.3%	-1.7%	↓
Petróleo WTI (US\$/barril)	78.6	-3.5%	-4.4%	-0.7%	↓
Gas Natural (US\$/MMBTU)	2.0	-5.7%	-23.7%	-24.7%	↓
GNL (US\$/MMBTU)	12.0	-1.6%	-4.8%	11.1%	↓
Cobre (US\$/lbs.)	4.1	-2.7%	-6.0%	5.5%	↓
Aluminio (US\$/ton.)	2,212.0	-2.3%	-9.1%	2.6%	↓
Oro (US\$/oz.)	2,387.0	-0.6%	3.9%	21.0%	↓

Nota: flecha según variación semanal

Semáforo de actividad económica

Variaciones desestacionalizadas

		m/m	t/t	UD vs trim previo	
Producción industrial	may.-24	-0.2%	-3.9%	-1.3%	●
Producción de autos	jun.-24	-16.0%	-8.1%	-19.2%	●
Producción de acero	jun.-24	-10.7%	-13.1%	-8.3%	●
Producción de pollos	may.-24	1.0%	-0.1%	2.0%	●
Producción láctea	jun.-24	5.2%	2.5%	6.7%	●
Faena vacuna	jun.-24	-9.1%	-3.6%	-6.5%	●
Escrituras CABA	jun.-24	-5.0%	20.7%	4.4%	●
Producción de Harina	jun.-24	-13.6%	3.1%	-8.2%	●
Producción de petróleo	jun.-24	-1.3%	0.4%	-0.7%	●
Producción de gas	jun.-24	-4.9%	10.6%	2.8%	●
Producción de cemento	jun.-24	-11.2%	-4.9%	-0.7%	●
Construcción	may.-24	6.2%	-18.4%	1.2%	●
Venta de nafta	jun.-24	-2.0%	1.2%	1.3%	●
Patentamiento de motos	jun.-24	-2.4%	14.6%	9.2%	●
Consumo de electricidad	jun.-24	-2.5%	-5.2%	-3.4%	●
Viajes en tren	jun.-24	-3.8%	4.9%	-4.4%	●
Importaciones CIF	jun.-24	-2.0%	-6.1%	-5.1%	●
Exportaciones FOB	jun.-24	-2.9%	5.5%	0.8%	●
Préstamos en \$ al s.priv. (real)	jun.-24	9.9%	3.9%	13.1%	●
Recaudación IVA-DGI	jun.-24	4.5%	2.8%	4.9%	●
Empleo formal privado	abr.-24	-0.2%	-0.3%	-0.4%	●
EIL empleo	may.-24	-0.3%	-1.2%	-0.6%	●
Confianza del consumidor	jul.-24	5.0%	4.3%	4.1%	●
Confianza en el gobierno	jul.-24	-3.7%	-3.2%	-4.2%	●

Nota: color de semáforo según UD vs trim previo

El consumo empieza a asomar la cabeza

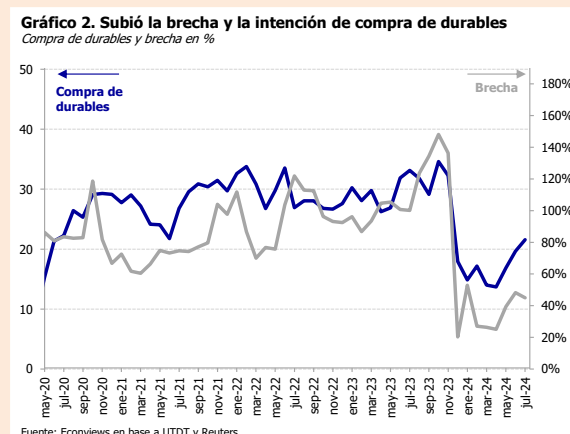
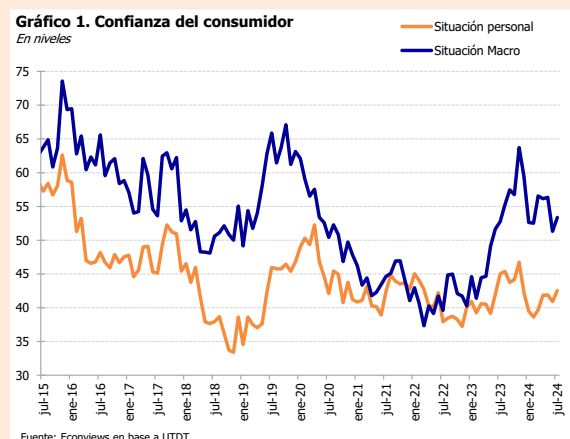
- ✓ *Los números de junio no fueron buenos, pero tampoco tan malos como parecen.*
- ✓ *Julio pinta mejor que junio, al menos en un par de sectores clave.*
- ✓ *El salario viene creciendo en términos reales, aunque sigue muy abajo del año pasado.*

La economía no levantó vuelo en junio, pero puede que no sea un mes tan malo. En la Tabla 2 al final de esta nota se puede ver que la mayoría de los indicadores de alta frecuencia están pintados de rojo. **El comercio estuvo casi decididamente para atrás:** Entre retrocesos como el de comercio minorista CAME (-15.2% m/m) y el de patentamientos (-9.5% m/m) destaca un verde que corresponde a ventas mayoristas de automóviles (+3.2%). Los patentamientos de junio fueron flojos porque hubo menos días hábiles, pero el sector dice que en julio los patentamientos van a rondar los 40 mil autos, una suba importante. **Industria también pinta mal,** con la producción de acero cayendo un 10.7% m/m, la de autos un 16% y el consumo de electricidad un 2.9%, pero el IPI de FIEL da una pista de que quizás no es tan malo como muestran los datos adelantados. **La explicación puede estar en la cantidad inusual de feriados que tuvo junio,** algo que la desestacionalización no captura y por eso puede ser que arroje caídas exageradas. **En Econviews creemos que junio no fue malo, sino más bien se mantuvo igual que mayo una vez limpiados los temas de los feriados.**

Julio viene con un primer dato alentador: La confianza del consumidor medida por la Universidad Torcuato Di Tella repuntó significativamente. Registró un aumento del 5% respecto a junio, siendo el mayor incremento del año. El nivel de confianza ya es comparable al de diciembre de 2023.

Se observan variaciones mensuales positivas en todos los subíndices. La percepción de los encuestados respecto a su Situación Personal mejoró un 4%, al igual que sobre la Situación Macroeconómica. La intención de compra de Bienes Durables e Inmuebles sigue en ascenso, con un incremento mensual del 10% ya que la aparición de las cuotas sin interés en muchos bancos y el despertar de las hipotecas ilusionan a varios.

Los bienes durables tienen una fuerte correlación con la brecha. Desde que el tipo de cambio saltó en mayo, repuntó el consumo de durables gracias a que la gente pudo sacar más provecho de sus dólares ahorrados. A nivel nacional, subió mucho la intención de compra de automóviles (+17.6%), mientras que electrodomésticos presenta una suba menor (+5%). Las compras de electrónicos y artículos para el hogar registradas por el INDEC efectivamente muestran un repunte. Los datos de patentamientos de autos van en el mismo sentido, aunque en junio parece haber retrocedido.



Las expectativas sobre el futuro levantaron después de dos meses de caídas consecutivas. Mejoraron tanto la percepción de los encuestados sobre sus Condiciones Presentes (+10%) como las Expectativas Futuras (+2.8%).

Aunque la situación personal hoy empeoró significativamente respecto a 2023, no se pierde la esperanza de que va a mejorar. En esta ocasión el análisis interanual sí nos da una pista interesante: Mientras que condiciones presentes se encuentra un 25% abajo que julio de 2023, condiciones futuras está sólo un 1% abajo.

Los encuestados de ingresos bajos la están viendo un poco más que los de ingresos altos. Mientras que el Índice de Confianza del Consumidor para ingresos altos solo subió un 2.6% este mes, gracias a una mejor percepción de la Situación Macroeconómica (+5.4%), el ICC para ingresos bajos dio un salto del 9.1% (ver tabla 1). Este incremento se debe en gran parte a un significativo aumento del 25.6% en la intención de compra de Bienes Durables. Situación Personal no se queda atrás, con un +8.4%, y la Situación Macro también mejoró para este grupo (+4.7%).

Algo sorprendente es que, para el grupo de ingresos bajos, la Situación Personal y la Situación Macroeconómica es incluso mejor que en julio de 2023, con aumentos interanuales del 3.8% y 6.6%, respectivamente. ¿La razón? Creemos que la baja en la inflación da un respiro ya que como se sabe el impuesto inflacionario afecta más a los hogares pobres en términos relativos.

El índice de confianza del gobierno, primo del ICC, arrojó un dato más pesimista. La confianza cayó un 3.7% respecto a junio. Históricamente este índice tuvo una correlación con la confianza del consumidor, y se despegó con la pandemia, un momento de bajo consumo, pero alta confianza. Luego la confianza empeoró mientras que el consumo se mantuvo resiliente, y ahora nuevamente la confianza está por encima, aunque se están moviendo en sentido contrario.

La actividad en los supermercados da señales de vida. Aunque en términos interanuales todavía no hay mucho que celebrar, las compras en supermercados subieron un 3.9% mensual en mayo. Después de la abrupta caída del consumo que los supermercados vienen sufriendo desde noviembre (ver gráfico 4), este es el primer incremento significativo.

¿Es el inicio de una recuperación o solo un repunte temporal? Una pista algo alentadora es el cambio en el ánimo de los supermercadistas. En la encuesta de junio, un 10.3% opinó que las ventas están mejorando, un 34.5% dijo que van mal y un 55.2% respondió que la situación de ventas es normal. Aunque el pesimismo todavía predomina, la expectativa neta está mejorando desde marzo (ver gráfico 4). Si seguimos la tendencia que marca la encuesta, podríamos ver una ligera mejora en el dato de junio. Además, con la lenta recuperación de los salarios reales, es probable que julio también haya mostrado buenos resultados.

Las ventas mayoristas rompen la racha negativa. En mayo el índice de ventas mayoristas marcó una mejora del 1.7% respecto a abril. Es el primer

Tabla 1. ICC por nivel de ingreso
Variaciones %

	m/m	a/a
ICC Ingreso Alto	2.6%	-16.2%
Situación personal	0.3%	-11.9%
Situación macro	5.4%	-1.5%
Bienes durables	0.3%	-41.3%
ICC Ingreso Bajo	9.1%	0.3%
Situación personal	8.4%	3.8%
Situación macro	4.7%	6.6%
Bienes durables	25.6%	-19.0%

Fuente: Econviews en base a UTDT

Gráfico 3. Índice de Confianza del Consumidor y en el Gobierno
En %

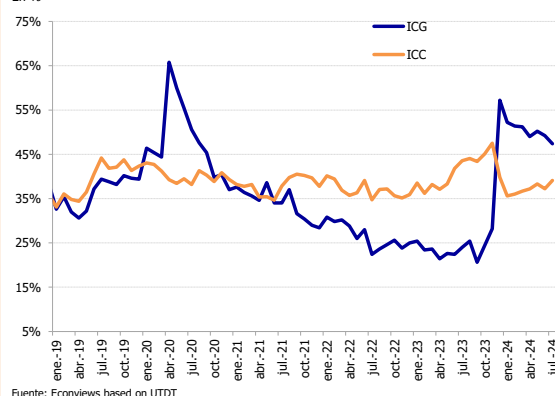
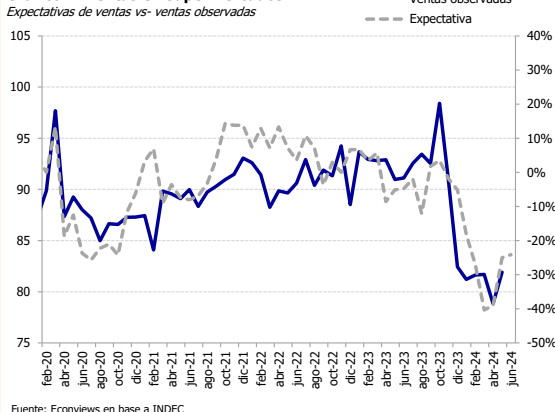


Gráfico 4. Ventas en supermercados
Expectativas de ventas vs- ventas observadas



incremento desde octubre de 2023, por lo que rompió con 6 meses de caída. Sigue bastante abajo en términos interanuales, siendo -13.3% la variación de mayo y -12.2% la acumulada.

¿Se va a mantener este cambio de tendencia? Los mayoristas encuestados dicen que las ventas en junio fueron mejores, por lo que es probable que veamos otro resultado positivo en el próximo informe (ver gráfico 5). Lo que es mejor, **la expectativa a tres meses ya es optimista:** un 18.8% de los encuestados opina que las ventas van a mejorar, mientras que un 12.5% cree que van a empeorar. La diferencia entre ambos es de 6.3 puntos porcentuales a favor de los optimistas. El 68.8% restante opina que se va a mantener igual.

Los salarios le ganaron a la inflación en mayo. Los salarios medidos por el INDEC subieron un 8.3% en el mes de mayo, contra una inflación que fue del 4.2% en mayo y 4.6% en junio. Los salarios reales, aunque siguen en el subsuelo, siguen el camino de recomposición. Lo muestran todos los índices: RIPTe, SIPA e INDEC. Es cierto que los números de empleo no ayudan. Pero también es cierto que el resucitar del crédito aporta algún granito de arena. No se le puede pedir demasiado porque, aunque la tasa de crecimiento de los préstamos es alta, el valor absoluto es muy bajo como para generar una recuperación más robusta.

El consumo va a ser el motor de la recuperación en los próximos meses ya que es 73% del PBI. Es probable que hasta que se elimine el cepo este motor ande despacio. La baja de la inflación es clave, porque va a permitir que el salario se siga recuperando y a su vez proporciona un mejor clima para el crédito privado. Por esto es que el camino va a ser lento: La inflación no va a bajar de forma abrupta. No esperamos que el plan monetario del gobierno funcione para cortar rápidamente la inercia inflacionaria.

La recuperación a corto plazo no puede venir por el lado de las inversiones, por la incertidumbre que hay alrededor de la política cambiaria. La inversión es un proceso lento, y aunque el RIGI podrá dar alguna mano, no va a causar un efecto visible este año.

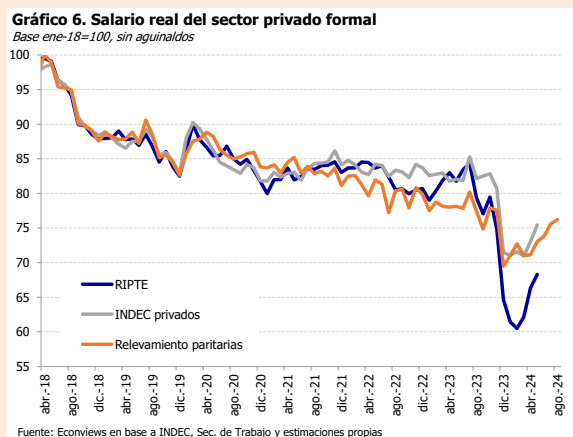
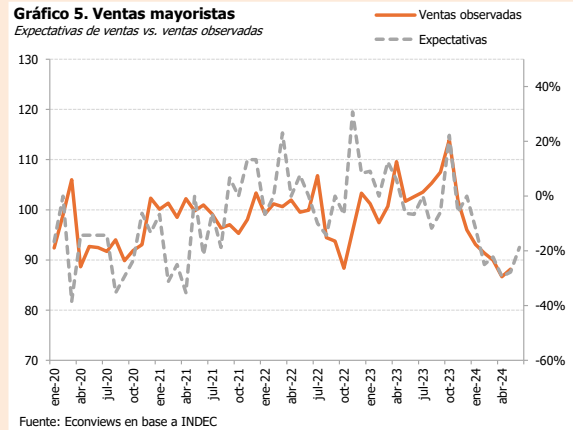


Tabla 2. Actividad económica por sector
Variaciones mensuales por indicador

		dic-23	ene-24	feb-24	mar-24	abr-24	may-24	jun-24
Nivel general	EMAE (INDEC)	-2.1%	-0.3%	-0.1%	-1.1%	0.0%	1.3%	
	Índice Líder (UTDT)	-5.6%	-1.0%	-3.7%	-6.0%	1.1%	6.5%	-4.1%
	IVA-DGI (AFIP)	-7.3%	-7.2%	7.3%	-4.1%	2.0%	-0.4%	4.5%
	Créditos y débitos (AFIP)	-13.3%	-5.1%	14.5%	-3.6%	-7.8%	-3.4%	23.7%
Comercio mayorista, minorista y reparaciones	EMAE - Comercio (INDEC)	-7.1%	4.8%	0.2%	-6.7%	0.4%	0.9%	
	Ventas supermercados (INDEC)	-9.3%	-1.5%	0.5%	0.1%	-3.5%	3.9%	
	Ventas mayoristas (INDEC)	-5.7%	-3.0%	-1.9%	-1.5%	-3.7%	1.7%	
	Ventas en shoppings (INDEC)	-15.5%	-10.6%	6.7%	10.8%	3.9%	13.1%	
	Confianza del Consumidor (Di Tella)	-16.2%	-10.6%	1.2%	1.8%	1.3%	3.1%	-2.8%
	Ventas Minoristas (CAME, desest. propia)	-6.8%	-17.0%	7.2%	11.0%	3.7%	-0.3%	-15.2%
	Venta de nafta	-6.7%	-0.3%	0.4%	-2.6%	0.4%	4.8%	-2.0%
	Patentamientos (INDEC)	-10.4%	-22.5%	15.7%	-11.9%	30.4%	-2.9%	-9.5%
	Ventas de consecionarias (ADEFA)	-24.1%	-0.7%	72.0%	-23.0%	-18.7%	10.5%	3.2%
	Patentamientos motos (CAFAM)	-4.2%	-13.3%	1.1%	-28.1%	44.3%	0.8%	-2.4%
Industria	EMAE - Industria (INDEC)	-7.4%	1.6%	2.2%	-8.5%	3.7%	1.1%	
	IPI Manufacturero (INDEC)	-6.4%	-1.9%	0.3%	-3.4%	0.0%	-0.2%	
	IPI (FIEL)	-3.1%	-0.6%	-4.0%	1.3%	-1.9%	0.7%	2.0%
	IPI Minero (INDEC)	3.6%	1.7%	1.7%	-2.7%	0.5%	-0.2%	
	Utilización de la capacidad instalada (INDEC)	-11.50	-0.30	3.00	-4.20	3.20	0.20	
	Producción acero (CAA)	-15.9%	33.2%	-9.0%	-37.4%	41.1%	-11.1%	-10.7%
	Electricidad - Consumo industrial (CAMESA)	-3.9%	0.2%	1.6%	-9.6%	1.8%	-2.2%	-2.9%
	Producción de autos (ADEFA)	-13.2%	3.4%	-5.1%	-8.0%	12.5%	-10.7%	-16.0%
Construcción	EMAE - Construcción (INDEC)	-5.8%	-6.8%	-3.4%	-6.5%	0.5%	2.6%	
	ISAC (INDEC)	-10.2%	-11.3%	-2.8%	-16.2%	2.0%	6.2%	
	Despachos cemento (AFCP)	-5.9%	0.4%	-7.4%	-20.5%	9.2%	14.0%	-11.2%
	Índice Construya (Grupo Construya)	-12.6%	-14.8%	8.0%	-13.2%	4.9%	5.8%	-3.4%
Minas y canteras	EMAE - Minas y canteras (INDEC)	0.7%	1.1%	4.0%	-4.3%	2.4%	-0.8%	
	Producción de petróleo (Mecon)	1.7%	-1.1%	3.4%	-2.1%	0.7%	0.6%	-1.3%
	Producción de gas (Mecon)	-6.6%	8.5%	1.3%	7.4%	-2.2%	13.9%	-4.9%
Agricultura y ganadería	EMAE - Agricultura y ganadería (INDEC)	-2.2%	0.5%	3.7%	1.2%	4.4%	1.6%	
	Molienda de oleaginosas	4.9%	22.8%	2.9%	12.3%	-2.9%	2.1%	
	Faena vacuna (SAGyP)	-5.2%	-2.7%	-4.4%	-2.0%	-3.6%	-4.0%	-3.6%
	Producción de pollos (SAGyP)	-3.7%	4.3%	3.1%	-7.1%	5.2%	1.0%	
	Producción de cerdo (SAGyP)	-4.7%	2.1%	-1.0%	-8.2%	17.6%	-1.7%	
	Producción láctea (SAGyP)	-2.9%	-3.8%	-3.2%	-1.0%	1.7%	1.3%	5.2%
Actividades inmobiliarias, empresarias y de alquiler	EMAE - Inmobiliarias, empr. (INDEC)	-1.2%	-0.2%	0.2%	-1.4%	1.2%	1.4%	
	Escrituras CABA (Colegio Escribanos CABA)	-4.6%	-2.8%	15.8%	1.0%	8.6%	10.9%	-5.0%
	Escrituras PBA (Colegio Escribanos PBA)	-8.9%	-3.8%	16.5%	3.3%	9.1%	7.1%	-9.2%
Hoteles y restaurantes	EMAE - Hoteles y restaurantes	-0.7%	-8.2%	-0.9%	0.4%	-4.7%	1.7%	
	Turismo receptivo vía aérea (ETI-INDEC)	6.1%	13.4%	-3.4%	-1.2%	-13.4%	-8.2%	
	Actividad en restaurantes (CABA)	-5.9%	-11.4%	-7.7%	-1.8%	-4.8%	0.0%	

Fuente: Econviews en base a diversas fuentes

¿Por qué dejó de bajar el riesgo país y cuál puede ser el disparador para que vuelva a reducirse?

- ✓ *En los primeros meses de la gestión Milei el riesgo país bajó fuertemente, pero hace algunas semanas repuntó.*
- ✓ *Por el lado fiscal no vemos motivos para explicar la situación actual. Más bien lo contrario.*
- ✓ *Creemos que la clave está en la acumulación de reservas. Si el Banco Central no logra seguir comprando en el mercado posiblemente haya que buscar ayuda en otro lado.*

Hace varias semanas que el riesgo país se mantiene entre 1,500 y 1,600 puntos básicos. Este nivel de prima imposibilita que Argentina pueda volver a colocar deuda en el mercado internacional, algo fundamental para refinanciar los vencimientos de 2025 en adelante. El gobierno no se quedó quieto e intentó calmar las aguas con anuncios que se fueron sucediendo desde la conferencia de prensa del viernes 28 de junio en adelante. Sin embargo, por ahora no logró su cometido.

Por el lado fiscal mucho más no se puede pedir. Con una combinación de más ingresos y menos gastos, desde enero hasta junio el gobierno tuvo superávit después del pago de intereses, algo que no sucedía hace 16 años. Es muy probable que al menos hasta noviembre este logro se mantenga. La mayor parte de la mejora de los ingresos vino por el impuesto PAIS. Dentro de los gastos cayó la obra pública, subsidios, jubilaciones, gastos operativos, de universidades y transferencias a provincias. Es decir, hubo ajuste en todos los rubros. El único que se salvó fue el gasto social (AUH/Alimentar) que creció por encima de la inflación.

¿Tiene sentido dudar sobre la sostenibilidad de la consolidación fiscal? No se puede decir que no, pero de a poco va perdiendo sustento esta incertidumbre. El año que viene el impuesto PAIS no estará y un tipo de cambio más apreciado implica menores ingresos relacionados al comercio exterior. Además, si la actividad no repunta va a haber menos recaudación en general. A pesar de esto, pareciera que la convicción del gobierno va a pesar más y va a hacer lo necesario para mantener el superávit. No parece dispuesto a dejar caer esta bandera (quizás la más importante de la gestión) y eso es un pilar fundamental para la credibilidad.

En lo monetario también hubo avances importantes. El Banco Central dejó de emitir para financiar al Tesoro y de acuerdo con lo anunciado solo crecerá la base monetaria cuando el sector privado demande ese aumento en la cantidad de dinero. Haberse olvidado de la existencia de los Adelantos Transitorios es bueno, al igual que no pagar más intereses por los pasivos o

Gráfico 1. Riesgo país
En puntos básicos



Fuente: Econviews en base a JP Morgan

Tabla 1. Ajuste del primer semestre

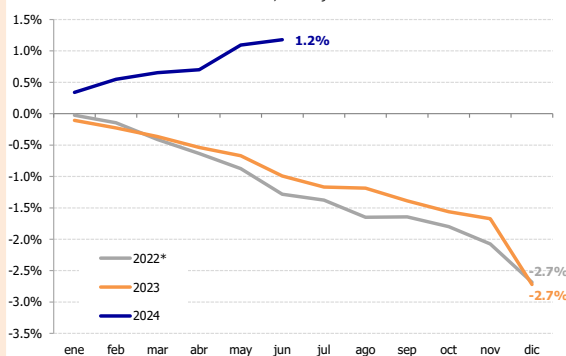
Cambios en ingresos y gastos como % del PBI

	1S-2023	1S-2024	Var. en p.p.
Ingresos	6.2%	7.1%	0.9%
Impuesto PAIS	0.1%	0.6%	0.5%
Resto	-	0.4%	0.4%
Gastos	7.2%	5.9%	-1.3%
Jubilaciones y gasto social	4.0%	3.8%	-0.2%
Transferencias a provincias	0.2%	0.1%	-0.1%
Subsidios económicos	0.9%	0.6%	-0.3%
CAPEX	0.6%	0.1%	-0.5%
OPEX, universidades, etc.	1.5%	1.3%	-0.2%
Resultado primario	-1.0%	1.2%	2.2%

Fuente: Econviews en base a M ECON y proyecciones propias

Gráfico 2. Resultado primario

Acumulado como % del PBI - Gobierno Nacional, base caja



2022* excluye rentas por colocaciones primarias

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

reducir la emisión potencial por el ejercicio de los puts. Lo de los intereses sobre los Pases (antes Leliqs) no lo veíamos como un gran problema porque se renovaban junto con el capital y la base monetaria no crecía. Lo que sí crecía es la deuda, al igual que va a pasar ahora con las Lefis a medida que se vayan capitalizando. De todas maneras, es positivo que esa deuda generada por el Tesoro ahora esté en su balance. Estimamos que el costo de las Lefis y las Lecaps que reemplazaron los Pases equivale a más de 2 puntos del PBI por año. Lógicamente dependerá de qué pasa con la tasa de interés en términos reales.

Lo que genera más dudas es la idea de esterilizar la compra de reservas vendiendo dólares en el mercado paralelo. Desde lo monetario no necesariamente es malo que el Banco Central emita para mejorar su stock de reservas. Pero eso no es todo. Llevemos la situación al extremo donde el Banco Central interviene en el CCL hasta el punto de igualarlo al dólar oficial. Ahí la unificación se haría sin un salto en el tipo de cambio. De todos modos, si una vez que se libera el cepo el mercado percibe al dólar como barato va a aumentar su demanda y hará subir el precio. Entonces el tipo de cambio se terminaría acomodando al valor que decida el mercado, pero en el medio el Banco Central habría perdido reservas por la intervención. Si la unificación se hace llevando el oficial hacia el nivel del CCL los costos de la devaluación también van a estar (aunque de largo plazo son menores a los beneficios de levantar las restricciones) pero el BCRA se ahorra las reservas.

Además, esto se piensa llevar a cabo en un contexto donde las reservas netas son US\$ -5,200 millones. De este punto se deriva lo que vemos como el centro del problema. Desde diciembre hasta mayo el Banco Central compró US\$ 16,472 millones. Ese fue el motivo principal por el que crecieron las reservas, dado que no hubo entrada de capitales financieros ni de organismos multilaterales. En junio, el Banco Central terminó con saldo vendedor en el mercado de cambios y en julio el resultado está siendo positivo, pero mucho más bajo que el de los primeros meses. Esto se tradujo en que las reservas netas dejaron de crecer.

Casualmente (o no) si comparamos el stock de reservas netas y el riesgo país vemos que en lo que va de 2024 se movieron de manera muy similar. Es decir, mientras las reservas crecieron el riesgo país bajó y, cuando se frenó la acumulación, sucedió lo contrario.

Entonces, dado que lo fiscal está encaminado pareciera que el mercado espera algo más en lo cambiario. El secretario de Finanzas anunció hace algunos días que el Tesoro va a comprar los dólares para el pago de intereses de enero 2025 y los depositará en el Bank of New York. No se especificó cuando se llevará a cabo esta operación, pero a partir de los datos disponibles sobre los movimientos del Tesoro entendemos que todavía no se realizó. Este anuncio parece no haber tenido efecto.

Puede haber algo de la suba del riesgo país asociada a factores externos maximizados por la coyuntura local. Desde el mínimo de este año (22 de abril) hasta ahora, en Argentina subió 38.7%. Durante el mismo periodo en Ecuador el riesgo país aumentó 14.5% y en Bolivia 13.6%. Sin embargo, en vecinos mucho más estables como Chile, Brasil o Colombia se movió hacia arriba 2.5%,

Tabla 2. Reservas internacionales netas

En millones de US\$

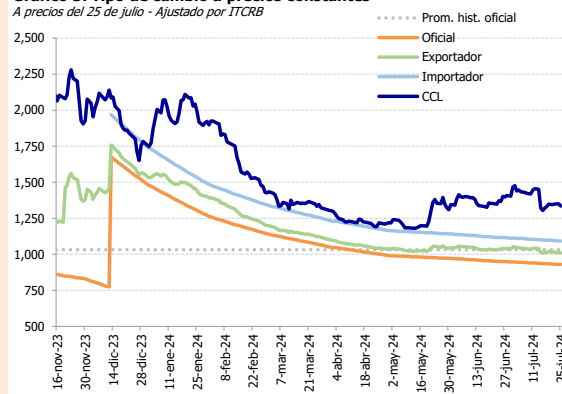
Reservas brutas	27,330
Encajes de depósitos en US\$	10,205
Swap China	17,975
SEDESA	1,910
BIS	0
Reservas netas	-2,761
Bopreal (capital)	2,000
Bopreal (capital + intereses)	2,441
Reservas netas sin Bopreal (capital)	-4,761
Reservas netas sin Bopreal (total)	-5,202

Fuente: Estimaciones propias en base a BCRA y FMI

Con datos al 25-Jul-24

Gráfico 3. Tipo de cambio a precios constantes

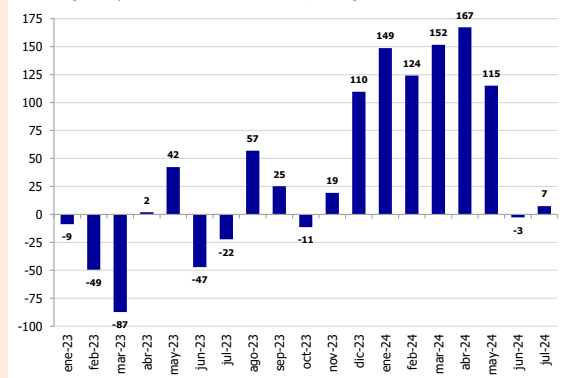
A precios del 25 de julio - Ajustado por ITCRB



Fuente: Econviews en base a BCRA

Gráfico 4. Compra de divisas del Banco Central

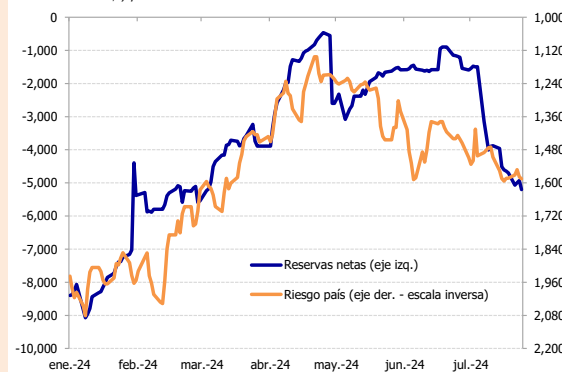
Promedio ajustado por días hábiles en millones de US\$ - al 25-Jul



Fuente: Econviews en base a BCRA

Gráfico 5. Reservas netas y riesgo país

En millones de US\$ y puntos básicos



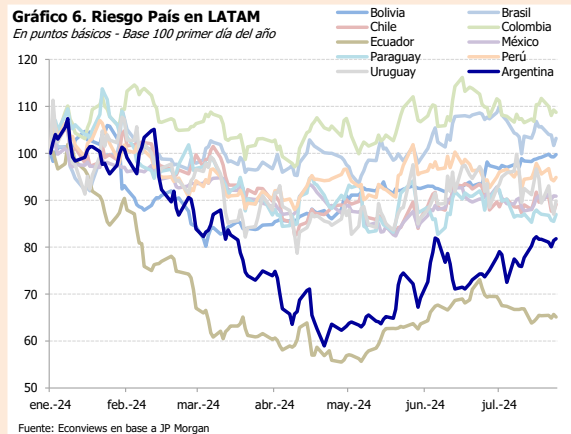
Fuente: Econviews en base a BCRA y JP Morgan

3% y 3.2% respectivamente. En Perú se mantuvo prácticamente sin cambios (0.7%).

Un punto de quiebre podría ser que se llegue a un nuevo acuerdo con el FMI que traiga algo de fondos frescos para garantizar los pagos del año que viene a los bonistas. Seguramente este dinero llegaría a cambio de levantar el cepo. ¿A que tipo de cambio? Al que sea suficiente para que el Banco Central pueda acumular reservas y se normalice el flujo del balance de pagos. Más adelante, una vez que se hagan las reformas estructurales necesarias y si las cosas salen bien podremos tener un tipo de cambio más apreciado.

Gráfico 6. Riesgo País en LATAM

En puntos básicos - Base 100 primer día del año



Fuente: Econviews en base a JP Morgan