

INFORME SEMANAL

ECONVIEWS
ECONOMÍA Y FINANZAS

15 de Febrero de 2024



To V or not to V.
¿Cómo será la
recuperación de la
actividad?

Pág. 2



Bajó un escalón, **la
batalla recién
comienza**

Pág. 5



Bopreal: ¿Son una
solución o un nuevo
problema?

Pág. 7

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

www.econviews.com
www.facebook.com/econviews
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: To V or not to V. ¿Cómo será la recuperación de la actividad?

La Argentina está transitando el peor momento de la recesión. Esto era esperable dado el necesario reacomodamiento de precios relativos que, si bien está encausado, aún no terminó. Lo dijo el presidente cuando asumió al hablar de “estanflación”. También la gran mayoría de los consultores estimábamos una caída de actividad en los primeros meses del año. Una cosa es decirlo y otra distinta es vivirlo. La frustración de muchas familias con pérdida de poder de compra, de comerciantes e industriales que no venden es más que entendible. Es al mismo tiempo una amenaza política para el gobierno ya que la opinión pública hace menos de 3 meses le dijo a Milei que avance, pero quizás no todos estaban conscientes de la inevitabilidad de un ajuste severo.

Mirando para adelante y en ausencia de escenarios políticos o climáticos muy adversos, deberíamos estar tocando el piso de la actividad en el transcurso del segundo trimestre. Difícilmente antes de abril, pero no debería llegar más allá de junio. La lógica es que si la inflación sigue bajando y dadas las pautas salariales que se empiezan a discutir es posible que una parte de los trabajadores empiecen a recuperar al menos parte de lo perdido en diciembre y enero. Al mismo tiempo la baja de la inflación supone la caída de un impuesto muy regresivo que se cobra a las personas.

Ahora la discusión es qué forma tendrá la reactivación cuando ocurra. ¿Será con formato de “V” o dibujará una curva con pendiente más tenue? Obviamente, nadie puede estar seguro. La pregunta más relevante quizás es de qué depende. La macroeconomía es lo más relevante en el corto plazo. En lo macro hay tres variables claves. La primera es la unificación cambiaria que elimina una gran distorsión y resuelve una de las condiciones que necesitan los inversores para traer dinero a la Argentina (es una condición necesaria, pero no suficiente). La reciente baja en la brecha se constituye como una opción interesante, aunque no exenta de costos ya que implicaría un salto del dólar oficial de alrededor del 30%. Y de todas maneras la unificación seguramente conllevaría al principio algunas restricciones a los movimientos de fondos.

La segunda variable macro es cómo será el cambio de régimen que nos conduzca a una inflación sustancialmente más baja. ¿Será con dolarización, con cambio de moneda, con acuerdo de precios? Hay muchas combinaciones posibles y todas tienen puntos débiles y fuertes. El tercer factor es que las cuentas fiscales se ordenen. El gobierno ha sido vehemente en ese sentido. Pero el riesgo de ejecución es siempre una variable a tener en cuenta y también cuando el ajuste fiscal afecte a sectores políticos pro Milei. Si esas tres cosas salen bien, la confianza de inversores y consumidores jugará muy a favor, bajará el riesgo país y todo fluirá mejor. Es importante señalar que como ésta no fue una crisis de crédito, la salida puede ser más rápida. En segundo lugar, si la pendiente de baja es abrupta en estos meses, posiblemente también lo será la pendiente de recuperación.

En lo microeconómico, las reformas estructurales y sectoriales son muy importantes, pero su impacto está diferido, es decir impactan poco en 2024. Algunas requerirán leyes, otras están a tiro de decreto y resolución. Temas laborales, impositivos, previsionales, del agro, la aviación, salud, calidad de bienes públicos, tramitología y más. No sería lógico esperar que salga todo esto y que además salga todo bien. Pero una buena proporción generará impactos en la productividad que, aunque incipientes este año también pueden ayudar a multiplicar la confianza y una salida en “V”.

¿Va a pasar todo esto? Lógicamente no estamos seguros. Lo que si podemos decir es que problemas en la macro y demoras en la micro harán que probablemente la recuperación sea más tenue. Nuestro escenario base de caída de 2.6% está armado con una recuperación fuerte que prepare para un 2025 robusto. Si las cosas no se dan conviviremos con una caída superior al 3% este año y arrancaremos el 2025 muy de abajo. La implementación política y económica, la comunicación, el clima y la suerte serán los condimentos para ver qué plato nos comemos.

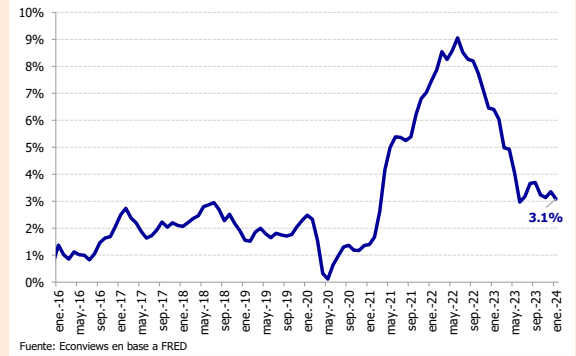
LA SEMANA QUE PASÓ

✓ **La inflación interanual de Estados Unidos cayó al 3.1% en enero.** Aún se encuentra por encima de la meta del 2% de la Reserva Federal, pero se está acercando.

✓ **El aumento mensual fue de 0.3%, superior al 0.2% de diciembre.** Es una señal de que la inflación todavía no cede y por ello se cree que la Fed va a esperar un poco más para iniciar el recorte de tasas.

✓ Por ahora las tasas de referencia continúan en su máximo de dos años, en 5.25-5.50%. **La predicción del mercado es que el relajamiento de la política monetaria va a dar inicio en junio.**

Inflación en Estados Unidos
Variación interanual



✓ **Vuelve a caer la brecha.** El spread entre el dólar oficial y contado con liqui quedó en 38.3% (vs. 51% el jueves pasado). **El CCL cayó un 8.3% en la última semana,** pasando de ARS 1,259 a ARS 1,154.

✓ **El blue bajó a ARS 1,055,** una caída del 6.2%. La brecha quedó en 26.4%.

✓ **El MEP también bajó.** Cerró en ARS 1,095 este jueves, una disminución de 8.3% respecto al jueves pasado. La brecha quedó en 31.2%

Brecha con CCL

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

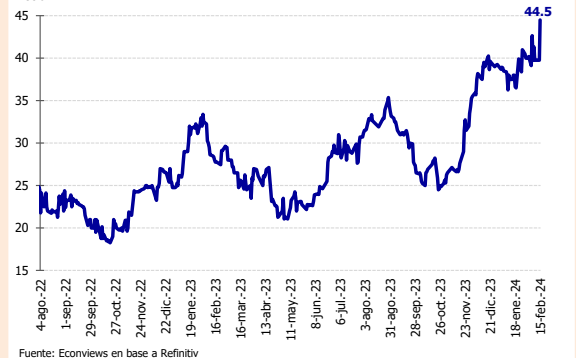


✓ **El AL30 cerró este jueves en US\$ 44.5,** anotando un máximo histórico desde septiembre de 2020. Subió un 7.7% respecto al jueves pasado.

✓ **Su par ley nueva york (GD30) cerró en US\$ 43.3,** 1.9% más respecto a la semana pasada.

AL30

Precio

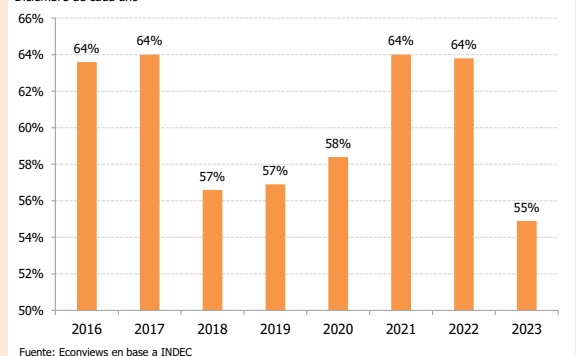


✓ **La utilización de la capacidad instalada de la industria llegó a un mínimo histórico en diciembre.** La utilización fue del 55%, 9 puntos menor a la de mismo mes de 2022 e inferior a cualquier otro diciembre desde que se realiza el indicador.

✓ Industrias metálicas, Productos minerales, Químicos, Alimentos, Productos de tabaco e Impresiones son los rubros más afectados.

✓ **“La dificultad para el acceso a insumos y materias primas críticas importadas terminó por impactar en la actividad productiva del sector”** comunica la Cámara Argentina del Acero respecto a las Industrias metálicas.

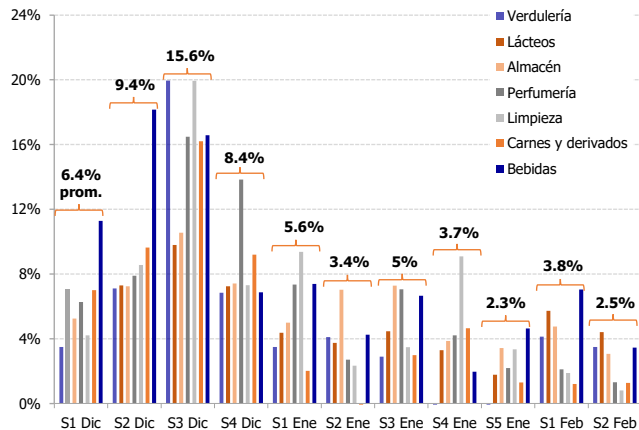
Utilización de la capacidad instalada de la industria
Diciembre de cada año



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 **lunes 19** el INDEC publicará el **índice de costo de la construcción** de enero.

✓ El **lunes 19** también se conocerán los **índices de precios mayoristas** del mes de enero.

✓ El **martes 20** se dará a conocer el **intercambio comercial argentino** por medio del INDEC correspondiente a enero.

✓ El **miércoles 21** el INDEC publicará un informe con la **evolución de la distribución del ingreso y principales tasas del mercado de trabajo** (EPH) para el tercer trimestre de 2023.

✓ El **miércoles 21** el BCRA publicará el **informe sobre bancos** de diciembre.

✓ El **jueves 22** se publicará el **estimador mensual de actividad económica** (EMAE) del INDEC correspondiente a diciembre de 2023.

✓ El **jueves 22** también se conocerán los resultados de la **encuesta de ocupación hotelera** de diciembre.

✓ El **viernes 23** se publicarán las **bases de microdatos** de la EPH correspondientes al tercer trimestre de 2023.

✓ El **viernes 23** el BCRA publicará el informe de la **evolución del mercado de cambios y balance cambiario** de enero.

Resumen de mercado

Variaciones semanales, mensuales y anuales

	UD	s/s	m/m	a/a	
Dólar oficial	834.6	0.5%	2.1%	333.8%	↑
Dólar MEP	1095.2	-8.3%	-2.7%	208.9%	↓
Dólar CCL	1154.3	-8.3%	-0.4%	214.6%	↓
Blue	1055.0	-6.2%	-5.0%	182.1%	↓
Tipo de cambio BRL/US\$	5.0	-0.4%	2.3%	-4.7%	↓
Reservas BCRA (millones US\$)	26,640	+194	+2,639	-12,921	↑
Tasa de Política (Leliq)	100.0%	0 p.p.	0 p.p.	+25.00 p.p	=
Tasa Badlar Privada	107.9%	-1.56 p.p.	-1.75 p.p.	+38.19 p.p	↓
Depósitos S. Priv. (billones AR\$)	39.5	-3.2%	1.7%	134.5%	↓
Crédito S. Priv. (billones AR\$)	17.1	0.8%	11.2%	147.7%	↑
Merval en \$	1,094	-2.0%	5.3%	329.0%	↓
Merval en USD	948	6.9%	5.7%	36.3%	↑
Riesgo país (EMBI)	1,895	-3.5%	-0.6%	-5.5%	↓
Soja (US\$/ton.)	427.1	-2.6%	-3.6%	-23.8%	↓
Maiz (US\$/ton.)	164.5	-3.6%	-6.5%	-38.2%	↓
Trigo (US\$/ton.)	208.3	-3.7%	-4.9%	-26.3%	↓
Petróleo Brent (US\$/barril)	87.0	1.6%	5.6%	4.3%	↑
Petróleo WTI (US\$/barril)	78.5	2.3%	7.6%	-0.1%	↑
GNL (US\$/MMBTU)	9.5	-1.0%	-5.9%	-44.1%	↓
Oro (US\$/oz.)	2,004.4	-1.4%	-2.4%	9.2%	↓

Nota: flecha según variación semanal

Semáforo de actividad económica

Variaciones desestacionalizadas

		m/m	t/t	UD vs trim previo	
Producción industrial	dic.-23	-5.5%	-3.5%	-6.5%	●
Producción de autos	ene.-24	3.0%	-12.6%	-6.2%	●
Producción de acero	dic.-23	-13.7%	-3.5%	-18.2%	●
Producción de pollos	dic.-23	-3.9%	-0.3%	-3.7%	●
Producción láctea	dic.-23	-2.7%	-4.3%	-3.8%	●
Faena vacuna	dic.-23	-11.0%	-5.6%	-9.4%	●
Escrituras CABA	dic.-23	-5.2%	-0.2%	-9.6%	●
Producción de Harina	dic.-23	-10.9%	-0.4%	-6.8%	●
Producción de petróleo	dic.-23	2.3%	4.9%	4.0%	●
Producción de gas	dic.-23	-9.8%	-8.6%	-10.6%	●
Producción de cemento	ene.-24	0.6%	-13.1%	-6.1%	●
Construcción	dic.-23	-8.8%	-4.9%	-10.1%	●
Venta de nafta	dic.-23	-6.8%	-2.8%	-6.5%	●
Patentamiento de motos	ene.-24	-11.9%	-4.3%	-15.0%	●
Consumo de electricidad	dic.-23	-1.7%	-0.8%	-3.5%	●
Viajes en subte	dic.-23	-8.0%	-17.5%	-12.2%	●
Importaciones CIF	dic.-23	-9.5%	-11.2%	-11.9%	●
Exportaciones FOB	dic.-23	3.1%	-5.0%	1.4%	●
Préstamos en \$ al s.priv. (real)	ene.-24	-11.5%	-19.7%	-24.9%	●
Recaudación IVA-DGI	ene.-24	-5.9%	-10.1%	-10.1%	●
Empleo formal privado	oct.-23	0.1%	0.7%	0.3%	●
EIL empleo	nov.-23	0.0%	0.2%	0.0%	●
Confianza del consumidor	ene.-24	-10.6%	-7.3%	-19.4%	●
Confianza en el gobierno	ene.-24	-8.7%	95.5%	42.6%	●

Nota: color de semáforo según UD vs trim previo

Bajó un escalón, la batalla recién comienza

- ✓ El IPC nacional bajó de 25.5% mensual en diciembre a un todavía muy alto 20.6% en enero.
- ✓ Algunos precios regulados como la nafta o el transporte público ya ajustaron al nivel de 2019, mientras que se profundiza el atraso en otros como electricidad y gas.
- ✓ Vemos un sendero descendiente hasta una inflación de un dígito mensual en mayo, aunque depende mucho del camino del dólar oficial.

El índice de precios al consumidor subió 20.6% en enero. Otro número altísimo, pero menos que el 25.5% de diciembre y también debajo de lo que esperaban la mayoría de las consultoras, incluida Econviews (la mediana del REM estaba en 21.9%). La inflación núcleo desaceleró de 28.3 a 20.2%. Nuestro relevamiento online marcó una inflación de 3.8% en la primera semana de febrero y 2.5% en la segunda. Si mantiene este ritmo en la segunda quincena, la inflación de febrero rondará 15%.

El principal valor del dato de enero es que despeja los temores de una espiralización, al menos por ahora. Para contrarrestar los aumentos fuertes en regulados como naftas (+48%), prepagas (+39%) o telecomunicaciones (+25%) y un arrastre estadístico de casi 9 puntos tras la devaluación de diciembre, las principales anclas fueron el dólar oficial casi planchado y la recesión. Lo ideal sería que ninguna de las dos se extienda demasiado en el tiempo, y la política fiscal y monetaria ocupen el rol central en los próximos meses.

¿Ya somos un país caro en dólares? La respuesta corta es no. Con el dato de inflación de enero el tipo de cambio real está 21% encima de su promedio histórico. El paralelo, que se suele usar para este tipo de comparaciones, está 90% por encima. Tomada al blue, en enero la canasta de supermercado que publica el INDEC (ver tabla 1) salía la mitad que en EEUU. Pero en octubre era un tercio. En tres meses, algunos productos se encarecieron 40-100% en dólares. Y la foto de enero toma los precios promedios de ese mes y el dólar blue a 1,140 pesos. Si consideramos que hoy cerró en 1,060 pesos y la inflación en alimentos rondó 6.5% en la primera quincena de febrero, la foto ya luce un poco peor.

Falta un tramo del ajuste en regulados. En enero aumentaron 6 puntos más que el índice general. Para volver a los precios relativos de 2019, faltan otros 50 puntos (sin contar efectos de segunda ronda). Pero el atraso varía mucho según el rubro. La nafta a 700 pesos (a enero) o 61 centavos de dólar el litro ya vale lo mismo que hace 4 años. Con el aumento de 250% en trenes y colectivos del 6 de febrero, el transporte público del GBA también volvió a la tarifa real de fines de 2019 (lo que no significa que cubra el costo del servicio).

Gráfico 1. Inflación semanal - Supermercados GBA

Variación semanal de precios para canasta de alimentos, perfumería y limpieza

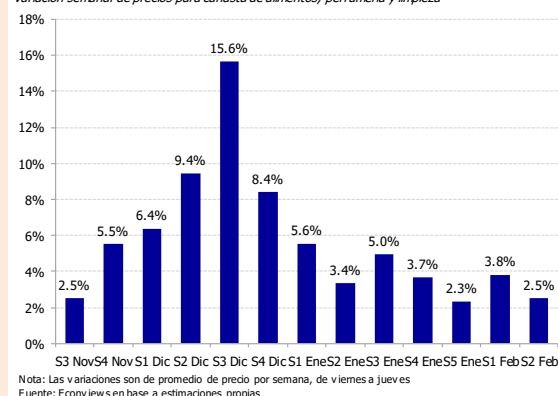


Tabla 1. Precios en dólares en Argentina y EEUU

Tomando el dólar blue promedio mensual

		Precios ARG		Precios EEUU	Suba en dólares (ARG)
		oct-23	ene-24		
Pan francés	Kg	1.15	1.57	4.48	37%
Harina de trigo	Kg	0.29	0.58	1.22	103%
Arroz blanco	Kg	0.84	1.80	2.21	113%
Fideos secos	500g	0.55	0.99	1.45	79%
Carne picada	Kg	2.20	3.05	11.22	38%
Pollo entero	Kg	1.17	1.65	4.39	41%
Leche fresca	Litro	0.44	0.74	1.05	68%
Huevos de gallina	Docena	1.40	1.62	2.52	16%
Azucar	Kg	1.08	1.16	2.15	8%

Fuente: Econviews en base a INDEC y BLS

A pesar de los aumentos recientes, el atraso de las prepagas todavía ronda 38% y para telefonía e internet llega a 58%, dos ítems que ponderan alrededor de 3% cada uno en el índice de GBA. Además, la inflación de dos dígitos mensuales eleva el costo de la inacción en otros rubros: el aumento requerido para volver a la cobertura de 2019 en electricidad y gas pasó de 133% en noviembre a 208% hoy.

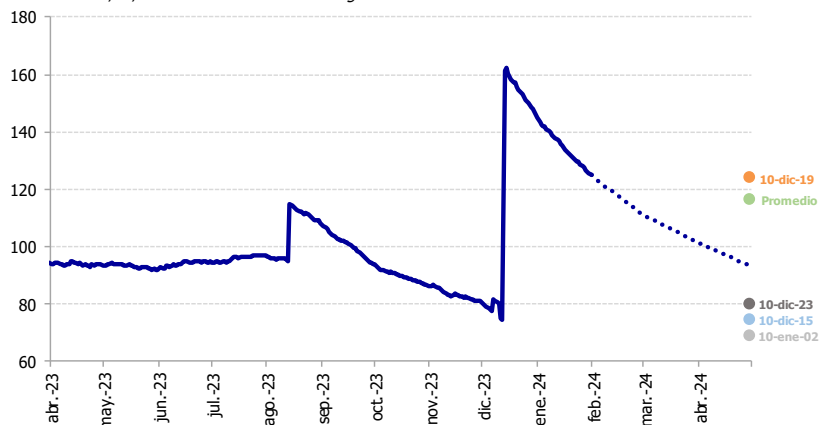
Esto también es un problema para el precio del transporte o la nafta, que sin una indexación mensual como la que rigió entre febrero y agosto de 2023 perderá rápidamente el terreno ganado. Por supuesto, indexar va en contra del objetivo de estabilización. En el caso de la nafta, la recomposición del impuesto al combustible que subirá 211% entre febrero y mayo (de 61 a 190 pesos por litro) es una fuente adicional de presión.

Hasta ahora, el gobierno avanzó más rápido en los rubros con mayor incidencia y menor impacto fiscal (prepagas, naftas). Hoy la Secretaría de Energía dio un paso importante al comunicar aumentos en las tarifas de electricidad del AMBA de 150% para los usuarios N1 (ingresos altos) y 65-70% para el resto, con indexación mensual a partir de abril.

En cualquier caso, los precios regulados representan en conjunto alrededor de un quinto del IPC (ver tabla 2). Para los próximos meses, lo más determinante será el camino del tipo de cambio oficial. En varias ocasiones hemos señalado que la depreciación mensual de 2% no es sostenible: con nuestras proyecciones de inflación implicaría volver al atraso cambiario del 9 de diciembre de 2023 hacia fines de abril (ver gráfico 3).

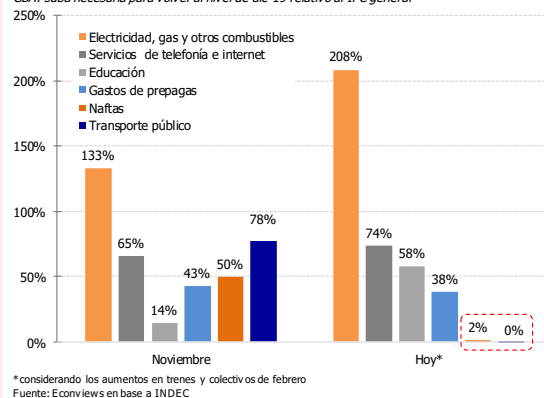
Tanto acelerar el *crawling peg* como un nuevo salto discreto acarrearán costos, pero en nuestra visión la primera alternativa es preferible, al menos hasta que el gobierno considere que tiene suficientes reservas para unificar el tipo de cambio. Creemos que esto se podría dar a mediados de año, dándole un nuevo empuje a la inflación, aunque en un escenario positivo podría moderarse en la segunda mitad del año. Al final del informe adjuntamos nuestras proyecciones actualizadas para tipo de cambio, brecha, inflación y tasas de interés.

Gráfico 3. Tipo de cambio real multilateral
Base 100 = 17/12/2015 - Manteniendo el *crawling* al 2% mensual



Fuente: Econviews en base a BCRA y estimaciones propias

Gráfico 2. Algunos regulados ya corrigieron, otros empeoran
GBA: suba necesaria para volver al nivel de dic-19 relativo al IPC general



*considerando los aumentos en trenes y colectivos de febrero
Fuente: Econviews en base a INDEC

Tabla 2. Ponderación de los regulados en el IPC

	GBA	Nación
Vivienda	10.5%	9.4%
Suministro de agua	0.9%	0.8%
Electricidad	1.0%	1.2%
Gas	1.5%	1.7%
Salud	8.8%	8.0%
Gastos de prepagas y OOSS	3.2%	2.2%
Transporte	11.6%	11.0%
Naftas	3.8%	4.2%
Trenes	0.4%	0.2%
Colectivos	3.3%	2.6%
Comunicación	2.8%	3.2%
Telefonía e internet	2.7%	2.7%
Educación	3.0%	2.3%

Fuente: Econviews en base a INDEC

Bopreal: ¿Son una solución o un nuevo problema?

- ✓ Hoy el Banco Central tuvo una buena licitación de Bopreal. Ya van emitidos US\$ 6,441 millones sumando las dos series.
- ✓ No debería ser conflictivo el pago de esta deuda para el BCRA en un contexto donde acumula reservas. Además, el uso para pago de impuestos ayuda.
- ✓ La normalización de la deuda por importaciones puede ser el primer paso para pensar en levantar las restricciones sobre el mercado de cambios

Después de dos licitaciones iniciales flojas, el Bopreal tomó impulso. A fines de enero se completó la adjudicación de la serie 1 y ya comenzaron las subastas de la serie 2. Así es como el Banco Central lleva emitidos US\$ 6,441 millones (US\$ 5,000 millones de la primera serie y US\$ 1,441 millones de la segunda) de este nuevo bono destinado a los importadores con deudas pendientes (ver tabla 1). Mientras que el gobierno lo propuso como una solución al exceso de endeudamiento por importaciones, desde la oposición lo ven como un problema.

Una de las críticas vino del ex ministro Martín Guzmán, quien señaló a estos instrumentos como una parte del plan para dolarizar. Además, dijo que implican un cambio de pasivos en pesos del BCRA por pasivos en dólares sin que baje la deuda de las empresas.

Es oportuno poner en contexto el surgimiento de estos bonos. Según datos oficiales, el stock de deuda por importaciones (bienes y servicios) llegó a US\$ 53,366 millones en el tercer trimestre del 2023 y estimamos que sumó unos US\$ 10 mil millones más en último cuarto del año. Tomando el promedio desde el cuarto trimestre de 2017 hasta el mismo periodo de 2021 puede verse que había un stock normal de esta deuda (debido a los tiempos que marca el comercio internacional y el sistema de pagos) que rondaba los US\$ 29 mil millones (ver gráfico 1). Es decir que entre 2022 y 2023 prácticamente se duplicó. Esto se debe a que las empresas necesitaban seguir importando para mantener el nivel de producción, pero el BCRA no habilitaba los pagos, por lo que no les quedaba más opción que endeudarse.

Cuando asumió el nuevo gobierno, creó un padrón para que los importadores registren sus deudas. El resultado de este relevamiento es que existen deudas pendientes por US\$ 42,600 millones. Si bien hay diferencias metodológicas con el informe del BCRA, esto indica que el exceso de deuda (comparado con el stock normal) es de unos US\$ 13,600 millones. Más allá de si este es el número final o si es más alto, lo cierto es que el Banco Central no podría afrontar toda esta demanda de divisas junta. De aquí surge la necesidad de buscar una solución.

Tabla 1. Licitaciones de Bopreal

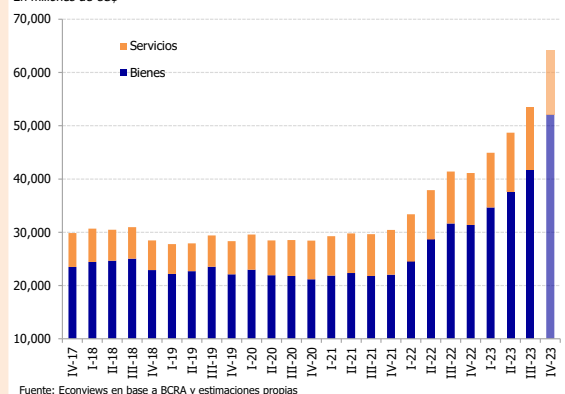
En millones de US\$

Fecha licitación	Fecha liquidación	Serie	VN Adjudicado	Acumulado
28-dic.-23	5-ene.-24	1	68	68
4-ene.-24	11-ene.-24	1	57	125
11-ene.-24	18-ene.-24	1	1,179	1,304
18-ene.-24	25-ene.-24	1	340	1,644
25-ene.-24	1-feb.-24	1	2,454	4,098
31-ene.-24	7-feb.-24	1	902	5,000
8-feb.-24	16-feb.-24	2	271	5,271
15-feb.-24	22-feb.-24	2	1,170	6,441

Fuente: Econviews en base a BCRA

Gráfico 1. Deuda de importaciones

En millones de US\$



Fuente: Econviews en base a BCRA y estimaciones propias

Desde ayer, se habilitó a unas 10,000 MiPyMEs a acceder al mercado de manera escalonada para saldar sus deudas. Este primer mes podrán comprar hasta US\$ 50 mil, subiendo a US\$ 100 mil el segundo y recién a partir de abril podrán completar lo que reste siempre que sean menos de US\$ 500 mil (ver tabla 2). Con esto ya se despeja una parte del problema.

La otra propuesta del gobierno fue el Bopreal. Este bono en dólares con vencimiento en 2025, 2026 y 2027 (dependiendo la serie) les permite a los importadores, a través de pesos, conseguir los dólares necesarios para saldar sus deudas.

Para que quede claro, no hacer nada implicaba o bien tener que mantener el cepo de manera indefinida o cuando se libere el mercado tener una demanda tan grande que podría haber llevado el tipo de cambio a un nivel mucho más alto de lo necesario. Por eso este bono parece ser un instrumento que ordene la demanda futura evitando sobresaltos.

Esta no es la única función que cumple el Bopreal. Al suscribirse con pesos también sirve para esterilizar. Estimamos que en total ya se absorbieron AR\$ 5.3 billones a través de este bono, aunque al mismo tiempo hay un desarme de Pases para suscribirlo por lo que la operación no termina siendo del todo contractiva en términos de emisión. En este punto es cierto que se está cambiando un pasivo en pesos (se desarman Pases para suscribir Bopreal) por uno en dólares. ¿Esto es grave? Veamos.

En primer lugar, al bajar el stock de Pases, también baja la cantidad de pesos que hay que emitir para pagar sus intereses. Esto lógicamente es bueno porque en caso contrario esos pesos terminarían devuelta colocados en Pases y así seguiría creciendo el stock.

La segunda cuestión es si el Banco Central puede cumplir con esta deuda en dólares. Nosotros creemos que sí. Suponiendo que se licita el total para cada una de las series que quedan (US\$ 2,000 millones para la 2 y US\$ 3,000 millones para la 3), este año el Banco Central va a tener que afrontar vencimientos por US\$ 1,170 millones. Actualmente estimamos que tiene en su activo unos US\$ 9,300 millones de dólares líquidos, casi el mismo monto de los encajes (ver tabla 3). En diciembre, esta relación era mucho peor. Aunque baje el ritmo de compras, pensamos que el BCRA acumulará reservas, por lo que no debería ser un gran problema pagar esta cifra.

Otro punto a favor es que la serie 1 será dividida en cuatro subseries. De estas cuatro, habrá tres (que representan el 70% del total) que se podrán utilizar para pagar impuestos. Si asumimos que se va a usar el 100% de estas tres subseries con este fin, el BCRA en lugar de tener que pagar US\$ 11,885 millones entre 2025 y 2027, pagaría US\$ 7,860 millones (ver tabla 4). Una vez más, creemos que en un escenario donde el Banco Central sigue acumulando reservas no solo este año, sino también los próximos, no debería tener inconvenientes para pagar esta cifra. Además, para ese momento puede haber entrada de divisas no solo por la cuenta comercial sino también por la cuenta financiera, lo cual ayudaría a que el Central sume dólares.

Tabla 2. Demanda de dólares estimada

Para pagos de deuda - En millones de US\$

Tipo de empresa	A partir del		
	10-feb	10-mar	10-abr
Micro	255	510	1,785
Pequeñas	195	390	1,365
Medianas	50	100	350
Total	500	1,000	3,500

Nota: Se supone que todas llegan al límite de US\$ 500 mil

Fuente: Econviews en base a BCRA y estimaciones propias

Tabla 3. Balance estimado del BCRA

En millones de US\$ - al 7-feb-24

Activo		Pasivo	
Oro	4,038	Encajes	9,993
Dólares	9,279	Swap China (Usado)	4,900
DEGs	0	BIS	2,169
		Sedesa	1,869
Total (1)	13,317	Total (2)	18,931
		Reservas netas	
		(3) = (1) - (2)	-5,614

Fuente: Econviews en base a BCRA y estimaciones propias

Tabla 4. Flujo de pagos estimado del BOPREAL

En millones de US\$

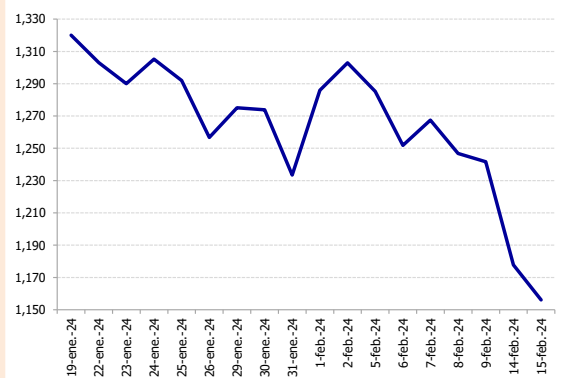
	Total	Usando máximo posible para pago de impuestos
2024	1,170	1,170
2025	2,990	2,815
2026	3,645	3,470
2027	5,250	1,575
Total	13,055	9,030

Nota: Se supone que se licita el total para las series 2 y 3

Fuente: Econviews en base a BCRA y estimaciones propias

Gráfico 2. Tipo de cambio implícito en los Bopreal

Pesos por dólar



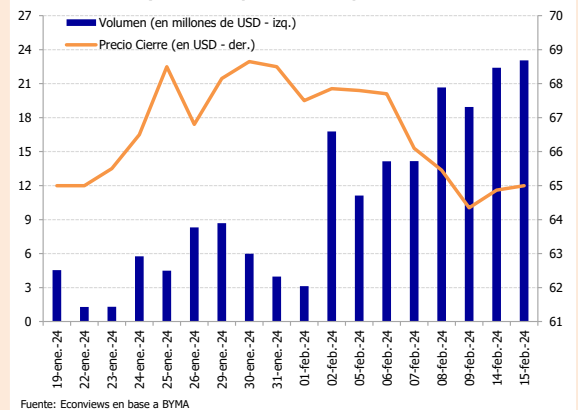
Fuente: Econviews en base a BYMA

Un último tema que queda por discutir es si les resuelve el problema a las empresas o no. Acá nuestra visión es que sí. Quienes suscriben este bono pueden esperar al vencimiento, hacerse de los dólares y cancelar la deuda. Otra opción es venderlos anticipadamente en el mercado secundario y conseguir los dólares por esa vía, aunque esta alternativa tiene sus peros. Si las empresas tienen valuada la deuda al tipo de cambio oficial, adquirir los dólares al CCL implica registrar una pérdida contable. El tamaño de este pasivo dependerá del precio de los bonos. Cuanto más cerca este el tipo de cambio que surge de esta operación, del dólar oficial, menor será la pérdida. Hoy el BP27C cerró en US\$ 65, mientras que en pesos quedó en AR\$ 75,150, lo cual da un tipo de cambio implícito de AR\$ 1,156 (ver gráfico 2).

Esto nos lleva a preguntarnos si este precio es razonable o sostenible. Hay varios puntos para pensar que tiene que valer más que un Bonar. El primero es que tienen el beneficio de poder ser utilizados para pagar impuestos, lo cual puede generarle algo de demanda extra. El segundo es que son emitidos por un mejor deudor (BCRA vs Tesoro). En tercer lugar, tienen una menor "duration". Como dijimos, todo esto nos hace pensar que el precio debe tener una prima con signo positivo, la duda es si necesariamente tiene que ser tan alta. Hoy la TIR del AL29 quedó en 34.5%, mientras que para el Bopreal fue 20.65%.

En resumen, este bono debería permitir que en un futuro no muy lejano puedan levantarse las restricciones sobre el mercado. Para el BCRA implica un aumento transitorio de la deuda en dólares, aunque de ninguna manera lo vemos como una estatización de la deuda privada ni mucho menos. Podrá tener sus pros y sus contras, pero era algo necesario para normalizar el mercado de cambios después de dos años de controles soviéticos.

Gráfico 3. Precio y volumen operado del Bopreal





PROYECCIONES - ESCENARIO BASE

Proyección Tipo de Cambio

Último día del mes

	Oficial	CCL	Brecha
ene.-24	826	1263	52.9%
feb.-24	843	1180	40.0%
mar.-24	910	1256	38.0%
abr.-24	983	1327	35.0%
may.-24	1062	1401	32.0%
jun.-24	1147	1491	30.0%
jul.-24	1548	1548	0.0%
ago.-24	1703	1703	0.0%
sep.-24	1873	1873	0.0%
oct.-24	2060	2060	0.0%
nov.-24	2225	2225	0.0%
dic.-24	2403	2403	0.0%
ene.-25	2571	2571	0.0%
feb.-25	2751	2751	0.0%
mar.-25	2916	2916	0.0%
abr.-25	3091	3091	0.0%
may.-25	3277	3277	0.0%
jun.-25	3473	3473	0.0%

Proyección de Inflación

	m/m	a/a
ene.-24	20.6%	254.2%
feb.-24	15.0%	282.1%
mar.-24	12.0%	297.4%
abr.-24	10.0%	303.3%
may.-24	9.0%	307.9%
jun.-24	9.0%	319.6%
jul.-24	12.0%	341.9%
ago.-24	9.0%	328.4%
sep.-24	9.0%	314.1%
oct.-24	8.3%	314.1%
nov.-24	7.0%	292.8%
dic.-24	7.0%	235.0%
ene.-25	7.0%	197.2%
feb.-25	7.0%	176.5%
mar.-25	7.5%	165.4%
abr.-25	6.5%	156.9%
may.-25	6.0%	149.9%
jun.-25	6.0%	143.0%

Proyección Tasas de Interés

Último día del mes

	Badlar	TPM
ene.-24	109.7%	100.0%
feb.-24	110.0%	100.0%
mar.-24	110.0%	100.0%
abr.-24	110.0%	100.0%
may.-24	110.0%	100.0%
jun.-24	110.0%	100.0%
jul.-24	132.0%	120.0%
ago.-24	120.0%	120.0%
sep.-24	120.0%	120.0%
oct.-24	100.0%	100.0%
nov.-24	95.0%	100.0%
dic.-24	95.0%	100.0%
ene.-25	96.7%	100.0%
feb.-25	95.6%	100.0%
mar.-25	95.7%	100.0%
abr.-25	96.0%	100.0%
may.-25	95.8%	100.0%
jun.-25	95.8%	100.0%