

INFORME SEMANAL

ECONVIEWS
ECONOMÍA Y FINANZAS

15 de Marzo de 2024



Los **100 días de Milei**:
primera prueba
superada

Pág. 2



¿**Política monetaria**
dura o blanda?

Pág. 5



Cae la inflación en
bienes con el **dólar**
oficial en cámara
lenta

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: Los 100 días de Milei: primera prueba superada

Se cumplen los primeros 100 días de gobierno de Milei. Un experimento para el sistema político argentino. Como ya se demostró en este poco tiempo, la política es precisamente el eslabón más débil de la gestión de Milei. Las principales figuras del gobierno no tienen experiencia en el sector público y el establishment también tiene que acostumbrarse a una nueva forma de comunicación y política que impone Milei.

En la economía la cosa está mucho mejor, aunque los desafíos por delante no son menores. El Banco Central ya compró 10,000 millones de dólares desde el 13 de diciembre. Es cierto que las importaciones están restringidas y pudo haber algo de adelanto de las exportaciones, pero no es un logro para ignorar. Ahora el Banco Central tiene un rojo de reservas de menos de 3,000 millones de dólares de manera que podría cruzar el Rubicón y pasar a positivo en abril o quizás mayo. Pulgares para arriba en esta materia.

En lo fiscal se dio una señal inequívoca de austeridad. Nuevamente no nos casamos con los buenos datos de enero y febrero porque parte de esto es postergación de pagos y la parte de la licuadora se tiene que ir achicando por pura matemática: si la inflación es más baja la oportunidad de licuar cae. Nosotros creemos que será difícil llegar a un superávit primario de 2 puntos del PBI, pero sí creemos que un equilibrio primario es posible. Y más aún creemos que el mercado va a comprar Argentina si se llega a ese resultado. Nuestro escenario es el de un riesgo país de alrededor de 800 puntos básicos si eso ocurre.

La agenda de reformas estructurales es ambiciosa, pero imprescindible. Ya vimos que la batalla del statu quo no será fácil. Ya la justicia bloqueó parte de lo laboral. Pero será muy importante que en los próximos meses se empiecen a ver desregulaciones y simplificaciones. Muchas de ellas no tendrán impacto macroeconómico, pero sí impacto sectorial o regional. Por caso la liberación de vuelos con Brasil que se anunció esta semana se inscribe en ese registro. Hay miles de ítems para simplificar a todos los niveles.

Los desafíos son muchos. En lo macro destacamos dos. En el muy corto plazo habrá que buscar una política cambiaria que evite el fortalecimiento excesivo del peso. La economía argentina aún está débil para bancarse un peso fuerte y la opinión pública puede no tener paciencia si la solución es un salto discreto en algún momento del segundo trimestre cuando la recuperación de la actividad esté aún por comenzar o recién comenzada. La arquitectura cambiaria tendrá que tener en cuenta la levantada del cepo, al menos como lo conocemos ahora.

En el mediano plazo, hay que pensar alguna magia para el plan de estabilización. Lo fiscal puede ser muy bueno, pero eso llevará a una baja muy lenta de la inflación. Se necesita una especie de "cambio de régimen". Creemos que sobre fin de año puede ser el momento.

Lo social y la opinión pública también son desafíos importantes. La recesión exacerbó el problema de pobreza que heredó Milei. Será importante que la economía toque fondo en las próximas semanas. Creemos que así será, pero puede fallar. La opinión pública parece bancarse bastante bien la baja de la actividad, pero no hay garantías de que siga hasta que la recuperación sea más notoria.

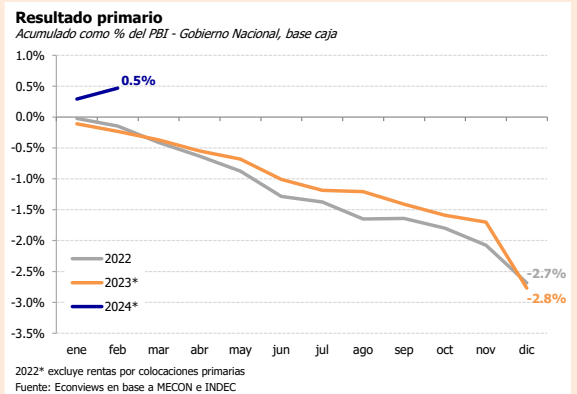
En resumen, los primeros 100 días muestran muchos más éxitos que fracasos. Más aun siendo un gobierno sin experiencia de gestión. Ahora se acaban las ganancias fáciles en lo fiscal y lo cambiario, de manera que el equipo económico tendrá que arremangarse. Si el gobierno consigue un acuerdo con los gobernadores y un Pacto de Mayo razonablemente cumplible, aunque no sea perfecto, esa puede ser la señal para aumentar la probabilidad de que se destraben muchos proyectos. El interés de inversores financieros y de la economía de carne y hueso son reales. Hubo más visitas en estos 100 días que en los 3 años anteriores. Y nadie espera la perfección. Una negociación digna puede ser la llave a una nueva Argentina.

LA SEMANA QUE PASÓ

✓ El **resultado fiscal de febrero fue superavitario**. El balance primario fue AR\$ 1,232,525 millones, mientras que el financiero arrojó AR\$ 338,112 millones. Es el segundo mes consecutivo con resultado positivo.

✓ Los **ingresos totales cayeron un 6.3% interanual en términos reales**, pero esto fue compensado por una **caída mayor del gasto primario, de 36.4%**.

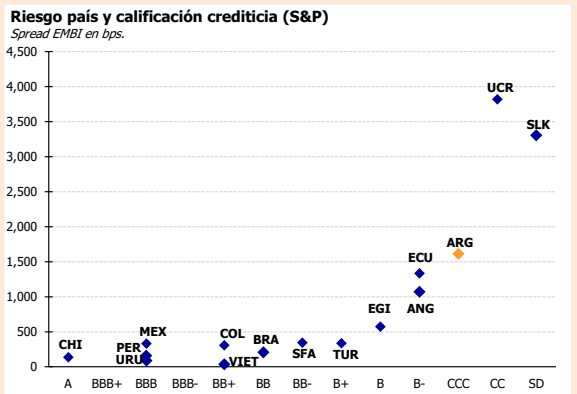
✓ El **resultado primario acumulado** para 2024 es de AR\$ 3,243,270 millones, un **0.5% del PBI estimado**.



✓ **S&P Global Ratings subió la calificación de Argentina a "CCC"** (Perspectiva Estable) desde CCC-. El día anterior la calificadoradora había llevado a Selective default, un tecnicismo que la calificadoradora usa por sólo un día cada vez que hay un canje de deuda.

✓ Desde la agencia argumentan que la calificación de CCC "refleja la posición de liquidez modestamente mejor del Gobierno".

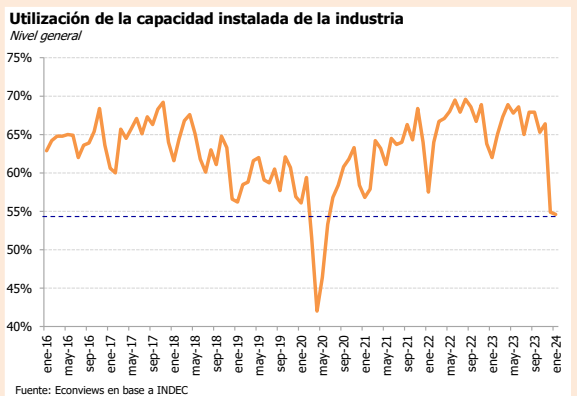
✓ El **riesgo país bajó a 1,604** el día de hoy.



✓ En enero, **la utilización de la capacidad instalada de la industria fue del 54.6%**, vs. 62% en enero de 2023 (-7 p.p.). **Este porcentaje representa el nivel más bajo de utilización desde que se elabora el indicador**, quitando los meses más críticos de la pandemia (marzo a junio de 2020).

✓ Se encuentran muy por encima de la media la **Refinación del petróleo** (83.5%) e **Industrias metálicas básicas** (76.3%). Ambas industrias también tuvieron una reducción en comparación al año anterior, cuando sus niveles alcanzaban el 84.1% y 81.7%.

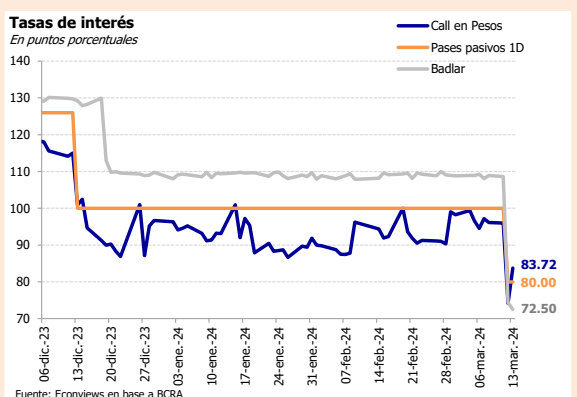
✓ El segmento de mayor contracción fue el de **Sustancias y productos químicos** (-15 p.p. respecto a enero de 2023).



✓ El lunes pasado, **el BCRA dispuso una baja en la tasa de política monetaria del 100% al 80% nominal anual**. El valor efectivo la tasa anual quedó en 122.4% (vs 171.5% previo) o 6.79% la mensual (vs 8.55% previo).

✓ También se decidió la **eliminación de la tasa mínima de plazo fijo**. Hasta ahora los bancos estaban obligados a garantizar una tasa mínima del 110%. La Badlar quedó entre el 70-75% los días siguientes.

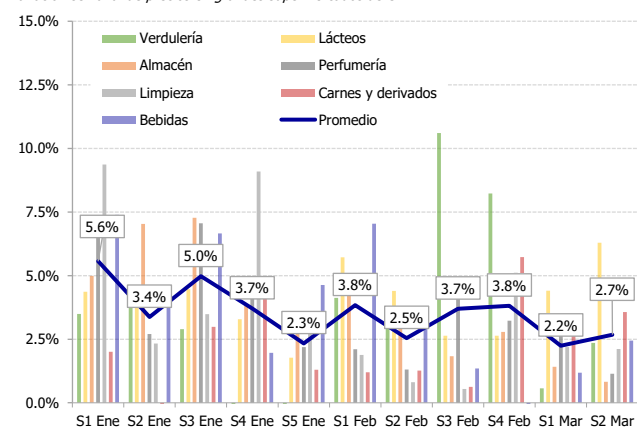
✓ De acuerdo con el BCRA esta decisión se basó en la **desaceleración de la inflación**, la **contracción monetaria** en términos reales, la **acumulación de reservas** y la **estabilidad de los dólares paralelos**.



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 19** el INDEC publica su **índice de costo de construcción** y los **índices de precios mayoristas** correspondientes a febrero.

✓ El **martes 19** el INDEC también dará a conocer el **intercambio comercial argentino** de febrero.

✓ El **miércoles 20** se publicarán las **tasas e indicadores socioeconómicos del mercado de trabajo** del INDEC correspondientes al cuarto trimestre de 2023.

✓ El **jueves 21** se darán a conocer los resultados de las encuestas a **supermercados, mayoristas y shoppings** del INDEC de enero.

✓ El **viernes 22** se publicarán los resultados de la **encuesta de ocupación hotelera** realizada por el INDEC en el mes de enero.

Resumen de mercado

Variaciones semanales, mensuales y anuales

	UD	s/s	m/m	a/a	
Dólar oficial	850.8	0.5%	1.9%	320.1%	↑
Dólar MEP	1026.8	2.1%	-6.2%	168.9%	↑
Dólar CCL	1065.6	1.7%	-7.7%	170.4%	↑
Blue	1005.0	3.1%	-4.7%	168.0%	↑
Tipo de cambio BRL/US\$	5.0	0.3%	0.5%	-5.5%	↑
Reservas BCRA (millones US\$)	28,203	-18	+1,562	-9,580	↓
Tasa de Política (Leliq)	80.0%	-20.00 p.p.	-20.00 p.p.	+5.00 p.p.	↓
Tasa Badlar Privada	72.5%	-36.44 p.p.	-37.13 p.p.	+1.94 p.p.	↓
Depósitos S. Priv. (billones AR\$)	41.5	-1.2%	5.3%	134.7%	↓
Crédito S. Priv. (billones AR\$)	17.9	-3.3%	5.0%	140.9%	↓
Merval en \$	1,066	6.4%	-2.5%	408.2%	↑
Merval en USD	1,001	4.6%	5.6%	88.0%	↑
Riesgo país (EMBI)	1,604	-4.9%	-12.8%	-32.9%	↓
Soja (US\$/ton.)	440.3	2.4%	3.1%	-19.5%	↑
Maiz (US\$/ton.)	171.9	2.5%	4.5%	-30.3%	↑
Trigo (US\$/ton.)	194.2	0.3%	-6.8%	-24.8%	↑
Petróleo Brent (US\$/barril)	86.4	0.6%	-0.6%	19.6%	↑
Petróleo WTI (US\$/barril)	81.9	3.8%	4.4%	21.6%	↑
GNL (US\$/MMBTU)	8.6	0.0%	-9.5%	-36.3%	=
Oro (US\$/oz.)	2,156.8	-1.0%	7.6%	12.4%	↓

Nota: flecha según variación semanal

Semáforo de actividad económica

Variaciones desestacionalizadas

		m/m	t/t	UD vs trim previo	
Producción industrial	ene.-24	-1.3%	-6.7%	-7.0%	●
Producción de autos	feb.-24	-4.7%	-12.6%	-7.2%	●
Producción de acero	feb.-24	-5.0%	-5.5%	6.5%	●
Producción de pollos	ene.-24	4.2%	-2.4%	0.4%	●
Producción láctea	ene.-24	-4.3%	-5.9%	-6.4%	●
Faena vacuna	feb.-24	-0.2%	-4.1%	2.8%	●
Escrituras CABA	ene.-24	-3.8%	-12.7%	-11.8%	●
Producción de Harina	ene.-24	1.5%	-0.8%	-3.4%	●
Producción de petróleo	ene.-24	2.3%	4.9%	4.0%	●
Producción de gas	ene.-24	-9.8%	-8.6%	-10.6%	●
Producción de cemento	feb.-24	-5.8%	-12.3%	-7.7%	●
Construcción	ene.-24	-10.2%	-11.6%	-16.6%	●
Venta de nafta	ene.-24	-0.1%	-4.8%	-5.0%	●
Patentamiento de motos	feb.-24	2.9%	-8.3%	-7.5%	●
Consumo de electricidad	ene.-24	0.6%	-3.3%	-1.4%	●
Viajes en subte	dic.-23	-8.0%	-17.5%	-12.2%	●
Importaciones CIF	ene.-24	-1.7%	-10.9%	-7.2%	●
Exportaciones FOB	ene.-24	9.4%	2.8%	12.5%	●
Préstamos en \$ al s.priv. (real)	feb.-24	-1.1%	-26.1%	-16.5%	●
Recaudación IVA-DGI	feb.-24	7.2%	-10.8%	-0.7%	●
Empleo formal privado	nov.-23	-0.7%	0.3%	-0.5%	●
EIL empleo	dic.-23	-0.4%	-0.1%	-0.5%	●
Confianza del consumidor	feb.-24	1.2%	-18.1%	-12.0%	●
Confianza en el gobierno	feb.-24	-1.5%	119.7%	12.1%	●

Nota: color de semáforo según UD vs trim previo

¿Política monetaria dura o blanda?

- ✓ La base monetaria se contrae en términos reales y eso hace pensar en una política restrictiva.
- ✓ Al mismo tiempo el BCRA ya bajó dos veces la tasa, una señal que va en la dirección opuesta.
- ✓ Pensamos que la tasa de interés real tiene que ser positiva en un escenario donde se levanta el cepo.

Desde lo discursivo, Milei siempre hizo hincapié en la importancia de tener una política monetaria estricta, limitando el crecimiento de la base y sin financiamiento al fisco para controlar la inflación. **Ahora bien, ¿esto implica a todas luces una política monetaria contractiva?** La respuesta no es del todo obvia dado que hay algunos sesgos contractivos, pero también hay otros que lucen expansivos.

Si miramos la base monetaria podríamos responder rápidamente que estamos bajo una política restrictiva. En lo que va de la gestión de Santiago Bausili, la base creció 6.9% en términos nominales, es decir que prácticamente no se movió. Ajustando por la inflación acumulada en este periodo, la caída en términos reales supera el 37% (ver gráfico 1).

En la tarea de mantener la base constante, el Banco Central utiliza a los Pases y al Bopreal como herramientas de absorción, mientras que el Tesoro también esteriliza pesos a través de las recompras de deuda, depositando los pesos en el BCRA (ver gráfico 2). Sin embargo, hay que tener en cuenta que la ayuda del Bopreal desaparecerá cuando se termine de licitar la última serie. Tampoco es obvio que el Tesoro siga teniendo excedentes financieros para recomprar deuda.

Estos tres instrumentos sirven para neutralizar la emisión que está generando la compra de dólares en el mercado, el pago de intereses por los pases, el desarme de Lediv y la intervención del Central en el mercado secundario (ya sea directa o indirecta). De cualquier manera, los intereses de los pases se esterilizan casi automáticamente con nuevos pases, con lo cual en la práctica no es un factor de emisión de base.

Esta no es la primera vez que se lleva a cabo una política monetaria donde se controla la cantidad de dinero. En 2018, cuando Guido Sandleris asumió la presidencia del Banco Central, estableció una meta de crecimiento cero de la base monetaria, con excepciones para junio y diciembre cuando la estacionalidad de la demanda es más alta. Tomando el periodo inicial que iba de octubre 2018 a junio 2019, el objetivo se sobre cumplió. Al mismo tiempo, la suba de precios mostró alguna baja. Haciendo el promedio móvil de tres meses de la inflación mensual, cuando comenzó a regir esta medida estaba en 5.3% y al cierre era 3.1%. La inflación interanual siguió subiendo hasta mayo y

Gráfico 1. Base monetaria y M2 Privado
En billones de AR\$ de mar-24

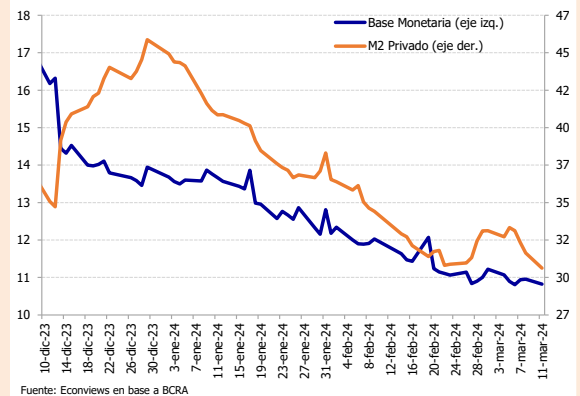


Gráfico 2. Factores de variación de la base monetaria
En billones de AR\$ - Acumulado del 11-dic al 11-mar

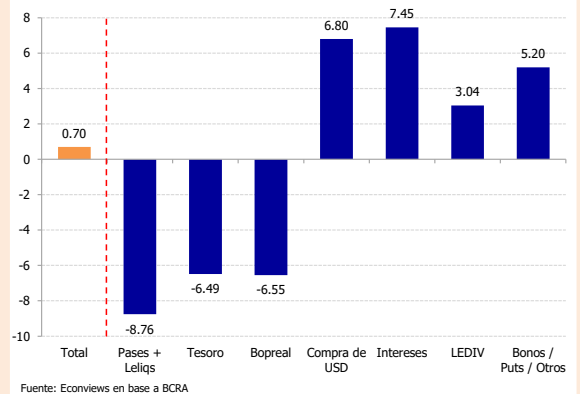
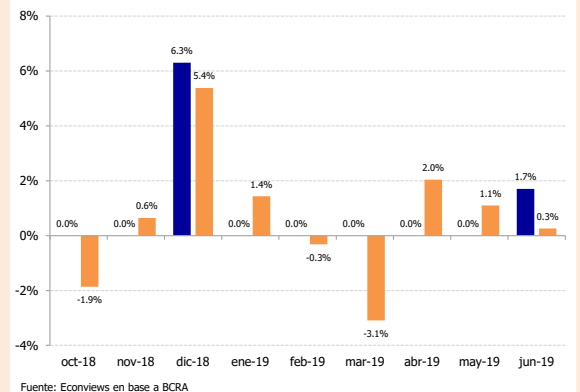


Gráfico 3. Base monetaria 2018/2019
Variación mensual nominal con estacionalidad



desde ahí empezó a bajar. **Es decir, hubo cierta mejora, aunque llevó tiempo y no fue muy grande.**

Una diferencia importante entre ambas “emisión cero” es que en el período de Sandleris las tasas reales de interés eran altas y positivas en términos reales, mientras que las actuales se mantienen muy por debajo de la inflación.

De hecho, si uno mira las tasas de interés actuales podría decir que la política monetaria es expansiva. En este sentido, una de las primeras medidas de la nueva conducción del BCRA fue bajar la tasa de política monetaria de 133% a 100%, algo que volvió a hacer el lunes de esta semana cuando la llevó 80% nominal anual, que equivale a 122.4% efectivo (ver gráfico 4). O sea, este es un período de tasas reales negativas.

No queda claro cuál fue el objetivo de la última reducción. Una opción es que la idea sea seguir licuando los pasivos del BCRA, y dado que la inflación viene bajando estén acompañando esa baja con menores tasas de interés.

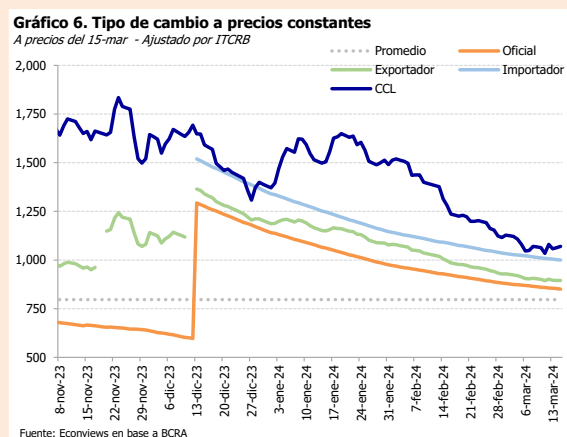
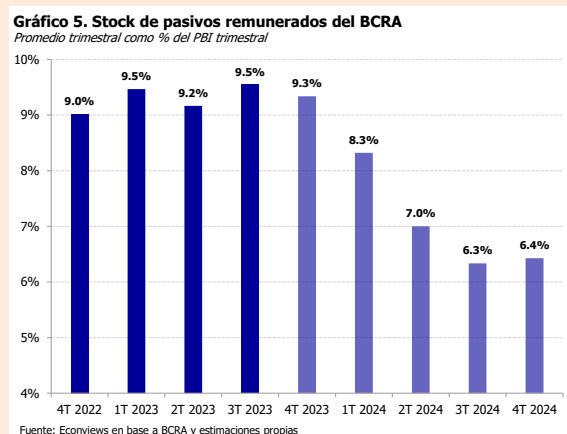
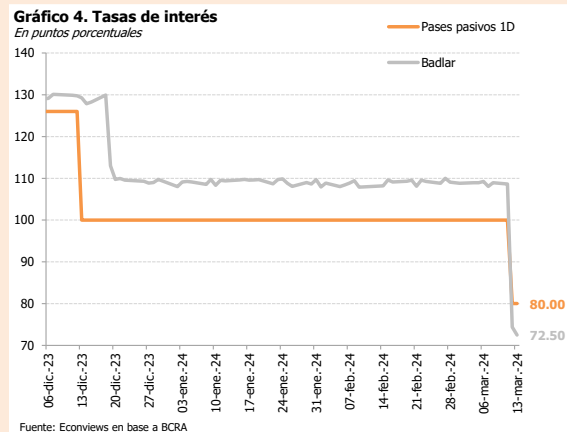
Estimamos que entre el cuarto trimestre del año pasado y el primero de este año el stock de pasivos remunerados bajó del 9.3 al 8.3% del PBI (ver gráfico 5). En los cuatro meses que van de diciembre 2023 a marzo 2024 la caída en términos reales llega al 22%. Ahora que la inflación es menor con respecto a los picos de meses anteriores, se necesita una tasa más baja para poder licuar esta deuda. **En línea con esto, otra cosa que puede haber influido en la baja de tasas sea que se va a tener que emitir menos para pagar los intereses de los pasivos remunerados y eso hace que la bola crezca más despacio.**

Otro argumento es que la baja en la tasa se justifica porque los mercados como el Rofex “priceaban” una baja de las tasas, entonces lo que hizo el Banco Central es simplemente convalidar esa baja. **Ese razonamiento tiene un problema, y es que los bancos centrales son los que a través de sus decisiones determinan la estructura temporal de las tasas de interés y no a la inversa.** El mercado determina las tasas en base a lo que espera que el BCRA va a hacer con el tipo de cambio y la tasa de política monetaria.

Esta no es la única hipótesis. Hacer menos atractiva la tenencia de pesos puede generar una suba en los dólares paralelos. Es mucho más difícil saber si esto es lo que buscó el gobierno, pero sí sabemos que un CCL más alto hace más competitivo el blend a través del cual se liquidan las exportaciones. Lo que pensamos es que, si el objetivo era que suba el contado con liquidación, se podría haber logrado flexibilizando el cepo, por ejemplo, aumentando el límite diario para comprar CCL, o permitiendo que se hagan operaciones por esta vía sin perder acceso al MULC.

Otras posibilidades son que se esté buscando incentivar el consumo a través de un menor costo de financiamiento o también limitar el carry trade de los exportadores.

Como vemos no hay una única explicación. Lo que sí creemos es que este esquema de represión financiera con tasas tan negativas no puede mantenerse cuando se levanten las restricciones cambiarias. En ese momento la tasa de interés va a tener que ser mayor a la inflación y así alentar la



demanda de pesos. El FMI siempre fue partidario de mantener tasas reales positivas y en la última revisión lo dejó muy claro. **Este es un motivo más para pensar que la política monetaria vaya por ese camino en el futuro.**

Cae la inflación en bienes con el dólar oficial en cámara lenta

- ✓ *El IPC aumentó 13.2% en febrero y 276.2% en los últimos doce meses; ahora los servicios (+17.6%) suben mucho más rápido que los bienes (+11.9%).*
- ✓ *La dinámica de la inflación en bienes es positiva: baja la difusión y frecuencia de aumentos, aunque en la segunda semana de marzo aceleraron en el margen.*
- ✓ *El ajuste en precios regulados avanza en transporte público, naftas y prepagas, mientras que educación, telecomunicaciones o gas siguen atrasados a pesar de los fuertes aumentos.*

La inflación fue de 13.2% en febrero. En los últimos doce meses, el Índice de Precios al Consumidor aumentó 276.2%. El gobierno festejó el dato por estar debajo del 15% que pronosticaban las consultoras privadas y el propio Javier Milei que demostró su habilidad manejando expectativas. También el segundo mes consecutivo de desaceleración, y que el IPC núcleo dio incluso menos, 12.3%. Mirando el vaso mitad vacío, volvimos al número de noviembre de 2023 y dejamos 11 puntos de poder adquisitivo en el camino. También hay que decir que el gobierno está usando cierto atraso cambiario para tratar de poner en caja a la inflación.

Más allá del número, los drivers de la inflación no son los mismos que en noviembre (ver tabla 1). El pass-through de la devaluación de diciembre fue mayormente absorbido. Entre el 15 de diciembre y el 15 de enero, el precio mayorista de los bienes importados subió solo 5.1% (el lunes sale el dato de febrero). Con ajustes en servicios públicos, prepagas y telecomunicaciones (falta educación y un buen tramo de tarifas) y una incipiente recomposición salarial, **ahora la inflación en servicios (+17.6%) aventaja a la de bienes (+11.9%).** Además de la variación, la dinámica de los bienes se muestra favorable en otros dos puntos claves.

Se redujo la difusión de aumentos. De una canasta de 59 productos básicos en GBA, en noviembre casi dos-tercios (63%) remarcaban entre 10 y 20% mensual. En febrero, solo un tercio (36%) aumentó a ese ritmo. Otro tercio quedó por debajo, con variaciones de un dígito (la mayoría en carnicería), y

Gráfico 1. Inflación mensual
Aporte de cada categoría

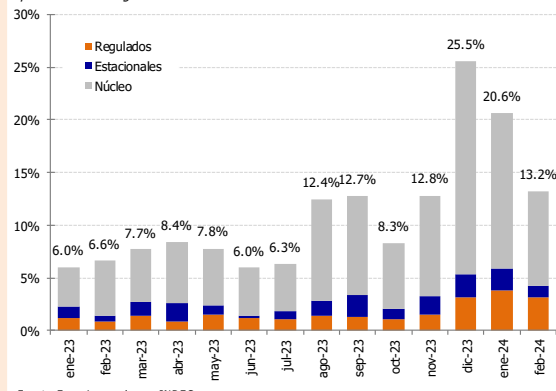


Tabla 1. Inflación en noviembre de 2023 vs. febrero de 2024
Variación mensual por rubro

	nov-23	feb-24
Nivel general	12.8%	13.2%
Bienes	13.8%	11.9%
Servicios	10.2%	17.6%
Alimentos y bebidas no alcohólicas	15.7%	11.9%
Bebidas alcohólicas y tabaco	11.8%	17.7%
Prendas de vestir y calzado	10.0%	7.2%
Vivienda, agua, electricidad, gas...	7.1%	20.2%
Equipamiento y mantenimiento del hogar	12.4%	10.3%
Salud	15.9%	13.6%
Transporte	10.4%	21.6%
Comunicación	15.2%	24.7%
Recreación y cultura	13.2%	8.6%
Educación	8.3%	9.9%
Restaurantes y hoteles	12.0%	11.2%

Fuente: Econviews en base a INDEC

otro por encima. Los aumentos superiores al 30% vistos en diciembre y enero se diluyeron (salvo en verdulería).

También bajó la frecuencia de remarcaciones. Nuestro relevamiento online de más de 300 productos en supermercados del GBA arroja que en promedio, el precio de cada producto cambió solo una vez en febrero. En enero había estado más cerca de 2. En noviembre y diciembre osciló entre 2 y 3, y algunos bienes ajustaron hasta 8 veces su precio en un solo mes. No hay una correlación directa, pero la frecuencia y el porcentaje de los aumentos suelen ir de la mano. Por ahora, la primera quincena de marzo muestra un ritmo de aumentos similar al de febrero.

Es verdad que la inflación que mide Econviews a través de las páginas web aceleró levemente esta semana. De 2.2% entre el 1 y 7 de marzo a 2.7% entre el 8 y el 14. Pero sigue debajo del 3.5% promedio de febrero. Esta desaceleración de la inflación en bienes es producto del tipo de cambio casi planchado en 2% mensual. Con las expectativas ancladas en el frente cambiario, no hay razones para que se desboque. Por eso nos parece un error que el gobierno se enfoque en los descuentos y 2x1, que afectan a una porción ínfima del IPC. Al final eso puede ayudar a mejorar (muy poquito) el índice, pero no la inflación. Lo del cambio en las importaciones de alimentos es deseable en sí mismo, pero actúa más sobre el nivel de precios que su variación. Lo ideal sería que se aplique esta política sobre el resto de las importaciones.

La batalla de los próximos meses está en la inflación de servicios. En el GBA, la nafta y el transporte público ya se reacomodaron a un nivel cercano al de fines de 2019. El rezago de las prepagas se redujo considerablemente en los últimos tres meses. En cambio, la educación se sigue atrasando. Hoy se difundió que el gobierno quiere postergar los aumentos en transporte y gas en el AMBA. Pasados los primeros 100 días y la "luna de miel", la consolidación fiscal empieza a entrar en conflicto con la necesidad de mostrar resultados más rápidos en materia de inflación.

Gráfico 2. Índice de Difusión - GBA
Por variación mensual

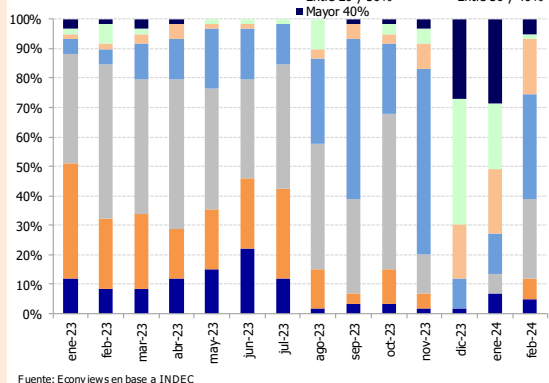


Gráfico 3. Cantidad de remarcaciones por mes
Promedio para una canasta de 325 productos - supermercados GBA

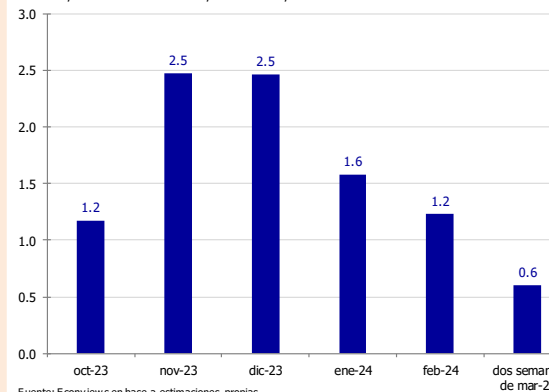


Gráfico 4. Algunos regulados ya corrigieron, otros empeoran
GBA: suba necesaria para volver al nivel de dic-19 relativo al IPC general

