

INFORME SEMANAL

ECONVIEWS
ECONOMÍA Y FINANZAS

23 de Febrero de 2024



La marcha del
programa:
**aprobado con
creces**

Pág. 2



De la **sorpresiva
resiliencia al golpe
duro**

Pág. 5



¿Cuánto tiempo le
queda a esta
política cambiaria?

Pág. 9

(+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: La marcha del programa: aprobado con creces

Esta semana estuvo en Buenos Aires Gita Gopinath, la número 2 del FMI. Vino con parte de su equipo y se encontró con el presidente de la nación y varias figuras del sector privado. Estuvo elogiosa del programa y marcó algunos desafíos que enfrentará el equipo económico en las próximas semanas o meses. Aprovechamos su visita y nosotros también pasamos revista a estos 75 días de gestión.

En líneas generales quedan pocas dudas de que el programa está aprobado, lo que no quiere decir que los problemas estén resueltos. Pero si vamos surfeando a través de los indicadores más urgentes, hay que señalar que se compraron en el mercado algo más de 8,000 millones de dólares con un aumento de reservas de 6,000 millones de dólares. La base monetaria quedó estable en términos nominales, lo que supone una reducción de más de 30% en términos reales. Las deudas de las importaciones se empezaron a encaminar, aunque hay mucho terreno por recorrer.

Quizás lo que fue más resonante fue el superávit financiero de enero, el primero en casi 12 años. Esto es la marca registrada de Milei ya que su convicción para eliminar el déficit nunca estuvo en dudas. Los números de febrero también parecen ser buenos. Nuestra visión es que sin dudas los números de enero son para entusiasmarse, pero hay mucha letra chica por leer. No creemos que se puedan extrapolar los números porque hay mucho gasto que no se pagó y porque el tamaño de la licuadora de enero necesariamente caerá conforme vaya bajando la inflación y el gobierno se vea obligado o necesitado de dar aumentos como el del 16% a la planta o el bono a los jubilados. Entonces, en esta materia las noticias son buenas, pero no es oro todo lo que reluce.

La inflación empezó a bajar respecto del 25.5% inicial. El diagnóstico de hiperinflación siempre fue exagerado en nuestra visión. Somos optimistas respecto a los números de los próximos meses. Sin embargo, hay un piso (quizás el 7 u 8%) del que no será fácil bajar si no se hace algo más que ordenar las cuentas fiscales y alinear precios relativos. Veremos que tiene el gobierno para ofrecer en unos meses en esta materia.

La cuestión cambiaria es la más desafiante. En parte porque la apreciación cambiaria que estamos viendo tiene complicaciones fiscales. En enero los números de retenciones e impuesto país brillaron entre los ingresos, pero con un peso más fuerte esos ingresos dolarizados pierden peso. Nuestra preocupación es que la Argentina necesita un peso débil. Se puede discutir cuán débil y los tiempos. No nos preocupa el tipo de cambio real de febrero. Nos empieza preocupar el de abril si la política sigue igual. Se entiende que el gobierno piensa que no hay que cambiar nada cuando es una máquina de comprar dólares. Nuestra preocupación es prospectiva y sobre todo sabiendo que la demanda de dólares aún está reprimida. Recordemos que la unificación cambiaria no sólo es algo que pidió el Fondo, sino que es parte de la estrategia de normalización.

Tal vez el desafío más grande esté en la parte social y política. Ya vimos las dificultades de un gobierno políticamente débil y con baja experiencia de gestión para pasar la ley omnibus. Ahora con las versiones de las leyes "Fitito" tendrá otra oportunidad. La opinión pública es otro escollo relevante. La Argentina está transitando lo peor de la recesión. Las mediciones de febrero no fueron malas para el gobierno, pero no hay garantía de que esto siga así unos meses más. En este tiempo es improbable que se vea una mejora en la actividad o el empleo. Esto nos lleva al tema social. Este gobierno heredó más de 40% de pobreza. Aunque no sea su culpa, el desarrollo de la situación social es un insumo clave para la estabilidad política y económica del oficialismo. Por ende, mantener un equilibrio entre la necesidad de ordenar las cuentas y la política social pasa a ser una de las variables clave en donde no parece haber demasiado margen de error.

En suma, lo macro y lo financiero tienen una buena nota hasta acá, aunque los problemas necesiten más tiempo para resolverse. El "approach" político y social seguramente necesiten una vuelta de tuerca. Milei es un gran comunicador. Necesita esa templanza y una mirada estratégica para elegir cuidadosamente sus batallas.

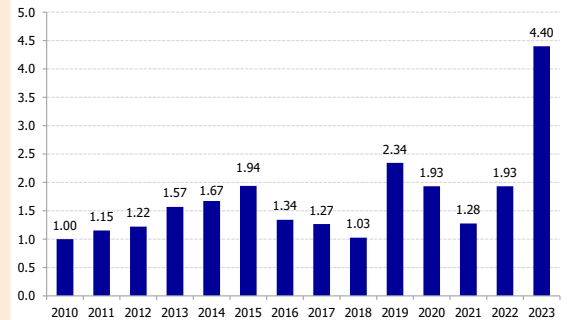
LA SEMANA QUE PASÓ

✓ En 2023 el total de entidades financieras acumuló ganancias por AR\$ 4.40 billones (en pesos de dic-23). Comparado con los AR\$ 1.93 billones del 2022 esto da una mejora del 127.8% en términos reales. **Para los bancos, el año pasado fue el mejor en términos del resultado al menos desde 2010.**

✓ La morosidad total en diciembre fue del 3.55%, casi un punto más que en noviembre. De acuerdo con el BCRA esta suba se debió a la revaluación de deuda de empresas en situación irregular.

Ganancias de las entidades financieras

En billones de AR\$ de dic-23 - Acumulado a diciembre de cada año

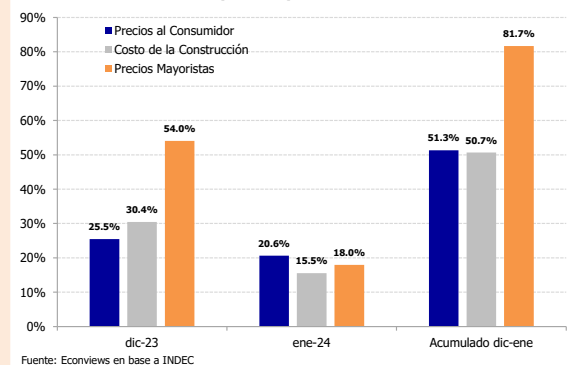


Nota: serie con ajuste propio para el Resultado monetario entre 2010 y 2019.
Fuente: Econviews en base a BCRA

✓ En enero el índice de precios mayoristas subió 18% con respecto a diciembre y 316.9% interanual. Para los productos nacionales el aumento fue del 19.6%, mientras que los importados subieron 5.1% ayudados por el bajo ritmo de devaluación y la estabilidad de los paralelos.

✓ El costo de la construcción tuvo un incremento del 15.5% en enero, lo que da una suba del 251.5% con respecto a un año atrás. Materiales subió 13.2%, mano de obra 19.3% y gastos generales 15.2%.

Precios al Consumidor, mayoristas y de la construcción



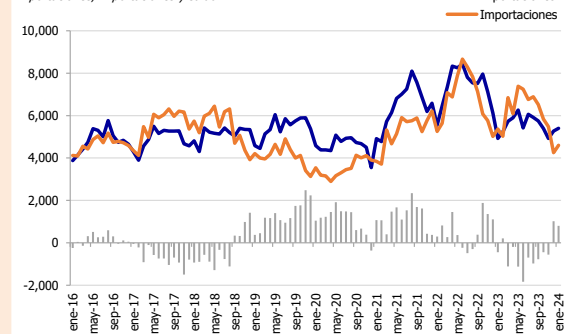
Fuente: Econviews en base a INDEC

✓ En enero, las exportaciones aumentaron 9.6% en comparación con el mismo mes de 2023. La variación mensual fue del 3.9%. **La suba se explica principalmente por el incremento de exportación de productos primarios (+55.4% i.a.).**

✓ Las importaciones disminuyeron un 14.3% interanual. En términos mensuales, registraron una caída del 8.8%. **Combustibles y lubricantes (-58.8% i.a.) y accesorios para bienes de capital (-13.2% i.a.)** fueron los principales afectados del mes.

Intercambio comercial argentino

Exportaciones, importaciones y saldo



Fuente: Econviews en base a INDEC

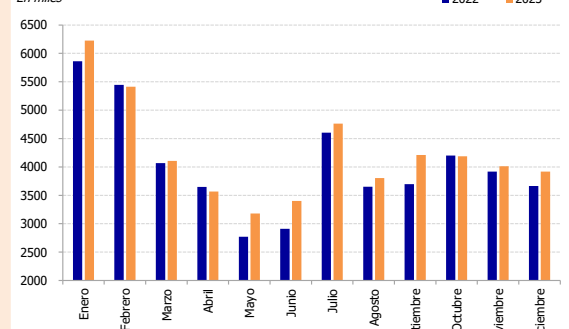
✓ En diciembre, se estimaron 3.9 millones de pernoctaciones en establecimientos hoteleros y parahoteleros. Esto implicó un aumento de 6,9% respecto al mismo mes del año anterior.

✓ El total de viajeros hospedados fue 1.6 millones y tuvo una variación positiva de 6.7% respecto al mismo mes del año anterior

✓ La región Patagonia concentró el mayor porcentaje de pernoctaciones en el mes (25%), seguida por CABA (22.2%).

Cantidad de pernoctaciones en hoteles

En miles

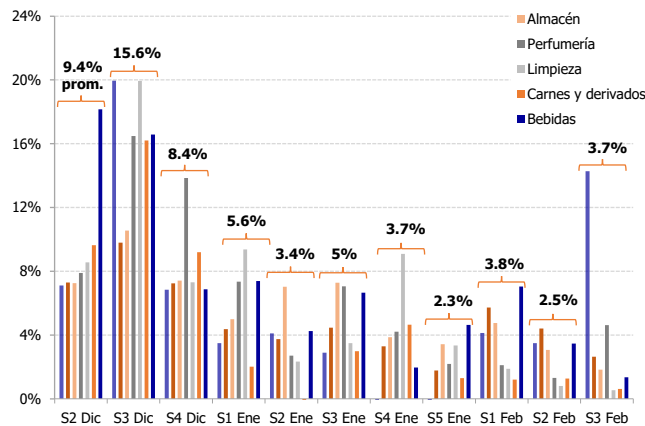


Fuente: Econviews en base a EOH-INDEC

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 27** el INDEC publicará las **ventas en supermercados, autoservicios mayoristas y centros de compras** para diciembre de 2023.

✓ El **martes 27** también saldrá la encuesta de **comercios de electrodomésticos y artículos del hogar** para el cuarto trimestre de 2023.

✓ El **martes 27** el BCRA dará a conocer su **informe de pagos minoristas** para enero de 2024.

✓ El **jueves 29** el INDEC publicará un informe la **dotación de la administración pública nacional**, empresas y sociedades del estado para enero de 2024.

✓ El **jueves 29** el BCRA publicará el **informe sobre inversión extranjera directa** para el tercer trimestre de 2023.

✓ El **viernes 1** el Congreso de la Nación abre sus sesiones ordinarias y hablará el presidente Milei.

✓ El **viernes 1** el Ministerio de Economía dará a conocer la **recaudación tributaria** para febrero de 2024.

Resumen de mercado

Variaciones semanales, mensuales y anuales

	UD	s/s	m/m	a/a	
Dólar oficial	839.0	0.5%	2.1%	329.5%	↑
Dólar MEP	1069.8	0.6%	-12.8%	199.6%	↑
Dólar CCL	1122.1	0.3%	-12.8%	207.3%	↑
Blue	1065.0	-0.9%	-13.8%	184.0%	↓
Tipo de cambio BRL/US\$	5.0	0.6%	0.8%	-2.8%	↑
Reservas BCRA (millones US\$)	27,477	+617	+2,802	-11,706	↑
Tasa de Política (Leliq)	100.0%	0 p.p.	0 p.p.	+25.00 p.p	=
Tasa Badlar Privada	109.6%	+0.44 p.p	-0.13 p.p.	+40.19 p.p	↑
Depósitos S. Priv. (billones AR\$)	38.5	-2.2%	3.0%	128.5%	↓
Crédito S. Priv. (billones AR\$)	17.3	1.9%	11.5%	141.4%	↑
Merval en \$	1,106	3.8%	-8.4%	345.8%	↑
Merval en USD	985	3.5%	5.1%	45.1%	↑
Riesgo país (EMBI)	1,686	-5.7%	-10.9%	-14.8%	↓
Soja (US\$/ton.)	416.3	-3.3%	-8.6%	-26.2%	↓
Maiz (US\$/ton.)	157.4	-4.0%	-10.5%	-39.5%	↓
Trigo (US\$/ton.)	210.7	2.3%	-3.9%	-22.3%	↑
Petróleo Brent (US\$/barril)	86.4	-1.2%	2.1%	5.6%	↓
Petróleo WTI (US\$/barril)	77.6	-2.6%	3.9%	3.1%	↓
GNL (US\$/MMBTU)	8.3	-5.7%	-12.6%	-48.1%	↓
Oro (US\$/oz.)	2,036.0	1.1%	0.4%	11.7%	↑

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	ene.-24	31.2%	-7.7%	14.0%	●
Producción de pollos	dic.-23	-3.9%	-0.3%	-3.7%	●
Producción láctea	ene.-24	-4.3%	-5.9%	-6.4%	●
Faena vacuna	ene.-24	12.7%	-2.6%	2.8%	●
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	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)	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

De la sorpresiva resiliencia al golpe duro

- ✓ La actividad en 2023 cerró con una caída del 1.56%. El aguante del consumo compensó en parte la sequía y la incertidumbre.
- ✓ No son todas páldas en enero: La producción de acero saltó un 31.2% m/m y la faena bovina un 12.7% contra diciembre.
- ✓ Esperamos un rebote en 2024, pero depende de la política cambiaria, fiscal y el régimen elegido para estabilizar.

El nivel de actividad registró una caída del 3.1% en diciembre en comparación con el mes anterior y del 4.5% frente al mismo mes del año pasado. Estos últimos datos sellaron el año con una disminución estimada del 1.56% en el PBI, situación influenciada en gran medida por la sequía y el clima de incertidumbre política que dominó los meses finales del período. Mirando hacia adelante, **el arrastre negativo de 3.5% con el que iniciamos 2024 obliga a revisar nuestras proyecciones económicas para el año entrante**, ajustando la expectativa de crecimiento del producto hacia una contracción más pronunciada de lo que pensábamos anteriormente y no descartamos que supere el 3%, aún con un buen rebote en los próximos meses.

Algunos sectores mejor que otros. El desglose de los datos de diciembre (ver dic-23 en tabla 1) revela un escenario flojo para la mayoría de los sectores, con la notable excepción del pesquero, que experimentó un crecimiento mensual extraordinario del 49%. Se suman leves recuperaciones en el sector agropecuario, con un aumento del 0.9%, y en el sector salud, que registró un crecimiento del 0.4%. Otros ámbitos como hoteles y restaurantes, la construcción, el comercio, las entidades bancarias y la industria reflejan los rendimientos de un contexto de recesión.

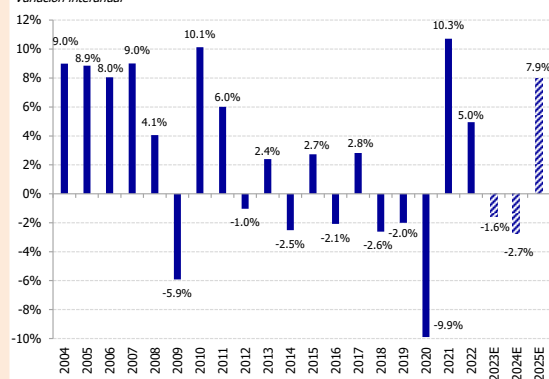
Tabla 1. Actividad económica por sector

Variaciones mensuales por sector y resultado 2023

	ene-23	feb-23	mar-23	abr-23	may-23	jun-23	jul-23	ago-23	sep-23	oct-23	nov-23	dic-23	2023
EMAE	1.1%	-0.1%	-0.2%	-1.9%	-1.2%	0.1%	2.1%	0.9%	0.1%	-0.1%	-1.6%	-3.1%	-1.6%
Agricultura y ganadería	-2.0%	11.1%	-11.6%	-26.7%	-16.6%	12.4%	39.2%	16.7%	-1.9%	2.6%	-1.6%	0.9%	-20.4%
Pesca	55.7%	-46.2%	10.2%	-50.2%	93.9%	21.7%	4.3%	-23.8%	15.8%	-18.6%	-12.0%	49.1%	-5.8%
Hidrocarburos y minería	2.4%	-1.3%	-0.6%	1.2%	-0.1%	2.5%	-0.1%	0.0%	1.4%	-0.3%	1.0%	0.1%	7.2%
Industria	-0.3%	2.3%	3.0%	-1.3%	0.5%	-3.7%	-1.2%	1.1%	-1.9%	1.0%	-2.6%	-8.8%	-2.0%
Electricidad, gas y agua	-0.5%	-0.4%	8.3%	-12.0%	-0.1%	0.5%	0.8%	0.5%	4.4%	-3.4%	-0.5%	-8.8%	-0.6%
Construcción	2.9%	-0.3%	2.9%	1.0%	1.6%	-1.2%	-2.2%	1.1%	-2.1%	0.2%	-2.9%	-5.1%	0.9%
Comercio	1.6%	-1.1%	2.6%	-1.5%	1.7%	-0.7%	-1.0%	1.4%	-2.2%	1.8%	-2.5%	-7.8%	0.0%
Hoteles y restaurantes	-3.5%	0.9%	3.3%	1.9%	6.6%	3.8%	3.0%	-0.2%	-0.3%	-4.9%	-2.2%	-3.3%	5.6%
Transporte y comunicaciones	-1.9%	1.5%	-0.6%	0.0%	0.6%	0.1%	2.2%	0.2%	-0.7%	-0.7%	0.6%	-0.8%	-0.8%
Intermediación financiera	0.8%	-1.3%	2.4%	-3.7%	0.3%	-1.2%	3.3%	-1.0%	-0.8%	2.5%	-5.7%	-7.9%	-3.1%
Actividades empresariales	0.4%	0.1%	1.0%	0.2%	0.8%	-0.2%	-1.0%	1.0%	-0.8%	1.0%	-1.1%	-0.9%	1.7%
Administración pública y defensa	0.5%	0.6%	0.2%	1.1%	0.6%	0.8%	-0.2%	0.1%	0.0%	-0.9%	-0.3%	0.3%	2.3%
Enseñanza	0.1%	0.5%	0.8%	0.5%	0.5%	0.5%	-0.4%	0.1%	-0.2%	-0.1%	0.1%	0.1%	2.6%
Servicios sociales y de salud	0.4%	0.7%	0.6%	0.6%	0.2%	0.1%	-0.1%	-0.3%	-0.4%	0.0%	0.0%	0.4%	1.6%
Otras actividades de servicios	2.8%	1.2%	0.2%	1.5%	3.4%	0.8%	0.9%	-1.6%	-1.9%	-3.2%	-1.8%	-0.9%	1.7%

Fuente: Econviews en base a INDEC

Gráfico 1. PBI Real
Variación interanual

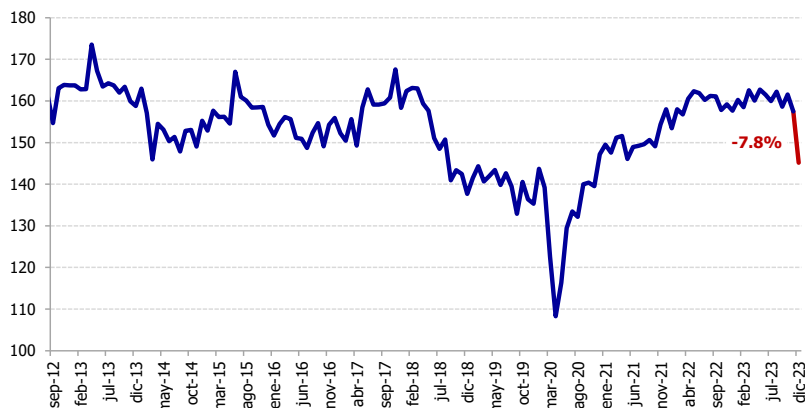


Fuente: Econviews en base a INDEC y estimaciones propias

El sector comercio vivió en diciembre su mayor retroceso mensual desde abril de 2020, evidenciando lo severo del impacto que tiene la inflación en el consumo. Otros indicadores ya lo habían adelantado: las ventas minoristas, según la Cámara Argentina de la Mediana Empresa (CAME), se desplomaron un 13.7% en términos interanuales durante diciembre, y la perspectiva para enero es más sombría, anticipando una caída del 28.5%. La confianza del consumidor registró descensos significativos del 16.2% y del 10.6% en los dos últimos meses del año.

Gráfico 2. Actividad comercial

EMAE desestacionalizado - sector Comercio mayorista, minorista y reparaciones



Fuente: Econviews en base a INDEC

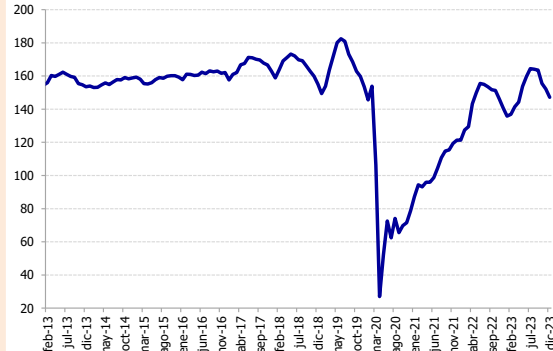
El consumo durante gran parte de 2023 demostró una notable resiliencia. Desafiando la incertidumbre, logró sostener la actividad económica general en niveles estables. Cuando empezó a dar señales de caída, llegó el "plan platita" al rescate. **Diciembre marcó un punto de inflexión**, en el que el golpe al bolsillo se impuso, **cerrando el año sin lograr un crecimiento real del comercio respecto a 2022**. El sector hoteles y restaurantes parece haber tenido un mejor desempeño, con un crecimiento del 5.6% en 2023, pero es porque aún se está recuperando de la pandemia (ver gráfico 3). Cerró el año con una variación mensual del -3.3%.

En 2023, el sector de minería e hidrocarburos se destacó entre todos con un crecimiento del 7.2%, empujado por la industria del petróleo y el gas. Es una de las pocas industrias en las que verdaderamente hubo inversión y aumento de la actividad económica. El crudo presenta una oportunidad importante, y si el sector continúa recibiendo una señal favorable en el frente político, podría convertirse en una de las principales fuentes de dólares para la economía.

La sequía fue la protagonista del 2023. Después de fuertes caídas de producción en marzo, abril y mayo, el agro volvió a niveles de actividad normales y cerró el año con una variación del -20.4%. Dado el peso del agro, se puede deducir que el PBI sin agro en la Argentina quedó prácticamente neutro en 2023. Eso, de todas maneras, es una cuenta tramposa porque hay muchos sectores desde el transporte a la molienda y muchos más cuya performance se vio afectada por la sequía. **¿Se viene la remontada del agro en 2024?** La Bolsa de Comercio de Rosario (BCR) proyectaba hace un mes atrás una cosecha de 20.2 Mt de soja en la zona núcleo. Pero la última ola de calor

Gráfico 3. Actividad en hoteles y restaurantes

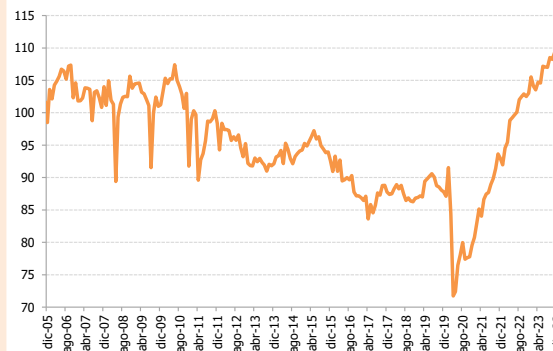
EMAE desestacionalizado - sector Hoteles y restaurantes



Fuente: Econviews en base a INDEC

Gráfico 4. Actividad minera

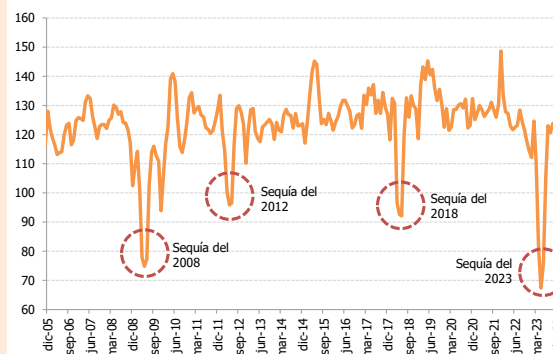
EMAE desestacionalizado - sector Minas y canteras



Fuente: Econviews en base a INDEC

Gráfico 5. Actividad en el agro

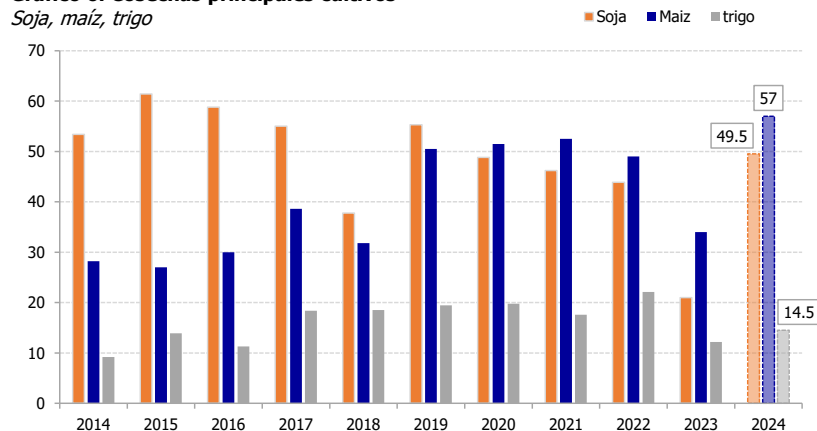
EMAE desestacionalizado - sector Agricultura, ganadería, caza y silvicultura



Fuente: Econviews en base a INDEC

llevó a recortar esa estimación a 17.4 Mt, lo que sigue pinchando el globo de un año extraordinario.

Gráfico 6. Cosechas principales cultivos



Fuente: Econviews en base a BCR

Algunos sectores levantan la cabeza en enero. En el semáforo de actividad (página 2) se prendieron un par de luces verdes. La producción de acero saltó un 31.2% mensual. La faena vacuna no se quedó atrás, registrando un alza del 12.7%. La producción de autos logró un incremento del 3%. Las exportaciones subieron un 9.4%. La producción de cemento, indicador de la actividad constructora, mostró un modesto pero positivo 0.6%.

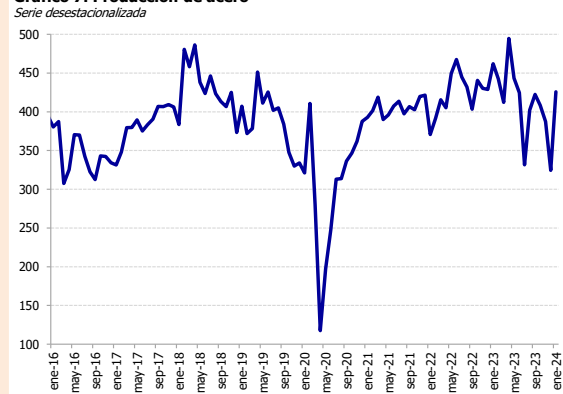
Aun así, **predominan los números rojos:** La producción láctea tuvo un retroceso del 4.3% mensual. El sector de motocicletas evidenció una notable caída en el patentamiento, del 11.9%. Las importaciones se contrajeron un 1.7%, mostrando cautela respecto a la solución presentada por el gobierno para normalizar los pagos al exterior. En el ámbito financiero, los préstamos al sector privado disminuyeron un 11.5%. La recaudación de IVA-DGI se redujo en un 5.9%, señal clara de la contracción en el consumo y la actividad empresarial. La confianza, tanto de consumidores como en el gobierno, también sufrió mermas significativas, del 10.6% y 8.7% respectivamente.

Enero se perfiló, entonces, como otro mes de actividad casi congelada, aunque no exento de ciertas luces verdes.

¿Cómo esperamos que sea el 2024? 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. Esto es porque 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 implica que el ingreso disponible dejaría de ser mermado por el impuesto inflacionario.

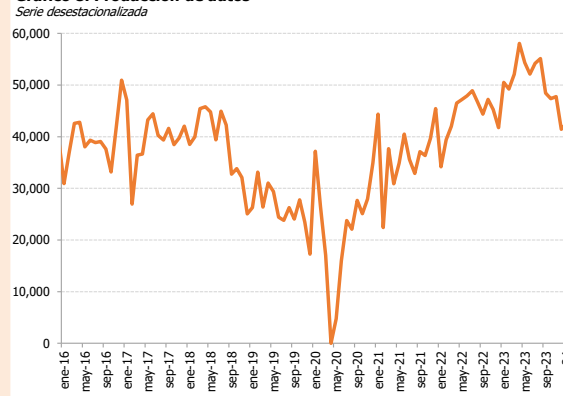
La discusión entonces es qué forma tendrá la reactivación cuando ocurra. ¿Será con formato de “V” o será más intrincada? La pregunta es de qué depende.

Gráfico 7. Producción de acero



Fuente: Econviews en base a Cámara Argentina del Acero

Gráfico 8. Producción de autos



Fuente: Econviews en base a ADEFA

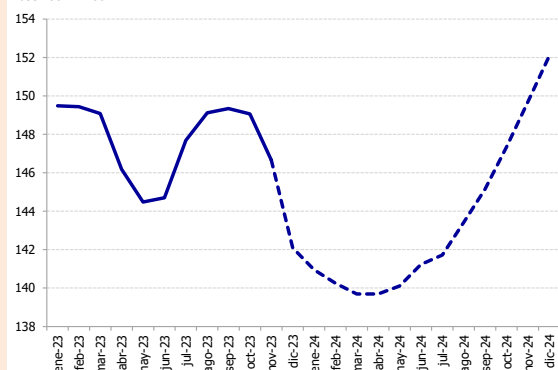
Hay tres variables claves en lo estrictamente económico (hay otras que tienen que ver más con la política y que no abordamos aquí):

- **Unificación cambiaria:** Elimina una gran distorsión y resuelve una de las condiciones que necesitan los inversores para traer dinero a la Argentina. Pero si no es acompañada por otras medidas, podría disparar la inflación y por ende causar una segunda caída abrupta en la actividad (ver escenario negativo).
- **El régimen elegido para bajar la inflación:** ¿Será con dolarización, con cambio de moneda, con acuerdo de precios? ¿Se busca salvar al peso? Hay muchas combinaciones posibles y todas tienen puntos débiles y fuertes.
- **Cuentas fiscales:** Es condición necesaria para un escenario positivo el ordenamiento de las cuentas. El gobierno ha sido vehemente en ese sentido, pero el riesgo de ejecución es siempre una variable a tener en cuenta. Más aún 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. Como esta no fue una crisis de crédito, la salida puede ser más rápida. Además, si la pendiente de baja es abrupta en estos meses, posiblemente también lo será la pendiente de recuperación.

Gráfico 9. Actividad económica - Escenario base

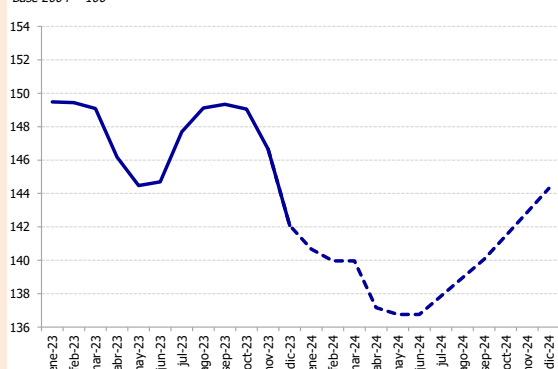
Base 2004 = 100



Fuente: Econviews basado en INDEC y estimaciones propias

Gráfico 10. Actividad económica - Escenario negativo

Base 2004 = 100



Fuente: Econviews basado en INDEC y estimaciones propias

¿Cuánto tiempo le queda a esta política cambiaria?

- ✓ El tipo de cambio real ya se apreció 31% desde el día de la devaluación y seguirá bajando.
- ✓ El esquema 80/20 para exportadores y el impuesto PAIS para importadores ayudan a que el tipo de cambio efectivo sea más alto, aunque no pueden durar mucho más.
- ✓ Pensamos que la unificación puede darse hacia mediados de año, pero debe ser a un tipo de cambio real alto.

Después de la devaluación de diciembre no tardamos mucho en señalar que el *crawling peg* al 2% nos parecía (y nos sigue pareciendo) demasiado bajo. Desde el día del salto cambiario hasta hoy, el tipo de cambio real ya se apreció un 31%. Medido en valores constantes, los 800 pesos de aquel entonces equivalen a 1,223 pesos de hoy. Comparando este valor con la cotización actual del dólar oficial (AR\$ 839) podemos deducir que ya se abarató unos 384 pesos en estos poco más de dos meses (ver gráfico 1).

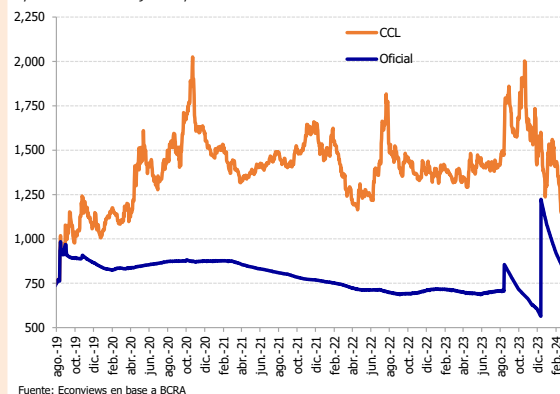
Es cierto que esta estrategia ayudó a que la inflación no se descontrole. Después del 25.5% de diciembre, pasamos a 20.6% en enero y para febrero esperamos 15%. Además, el índice de precios mayoristas de enero subió 18% (en diciembre había sido 54%) y al interior los importados “solo” 5.1%. Sin embargo, son niveles muy altos si los comparamos con el 2% al que sube el dólar. Además, la baja de la inflación puede llegar a algún número entre 8 a 10% los próximos meses, pero no mucho más (ver gráfico 2). Esto quiere decir que, si el Banco Central se mantiene por este camino, el tipo de cambio real se va a seguir apreciando.

Hay dos puntos en los que se sostiene el gobierno para pensar que este ritmo de depreciación puede seguir aguantando. Uno es el esquema 80/20 para los exportadores y el otro el impuesto PAIS sobre las importaciones. En ambos casos lo que se logra es llevar el tipo de cambio efectivo a un lugar más alto. El FMI también tomó este argumento y en su última revisión sostiene que la devaluación efectiva fue todavía mayor al 118% justamente por estas dos cuestiones.

Esta línea de pensamiento es correcta, aunque tiene sus peros. Hoy en día el dólar para exportadores, que surge de tomar el 80% del dólar oficial más el 20% del CCL, está en 891 pesos. Comparando este valor con el TCR promedio de largo plazo, nos da que tiene una prima del 18.9%, lo cual nos parece razonable para poder acumular reservas (ver gráfico 3). El problema es que con la brecha a la baja o estable, este dólar también se está apreciando. Otro inconveniente que surge es que lo deseable es que las exportaciones se liquiden todas en el MULC para que el Banco Central pueda seguir comprando. Si el dólar oficial se aprecia mucho más y el gobierno sube la

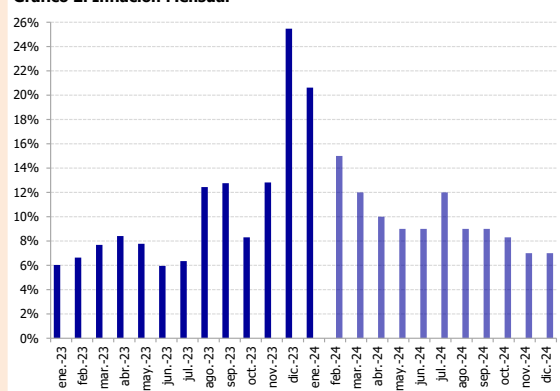
Gráfico 1. Tipo de cambio a precios constantes

A precios del 23-feb - Ajustado por ITCRB



Fuente: Econviews en base a BCRA

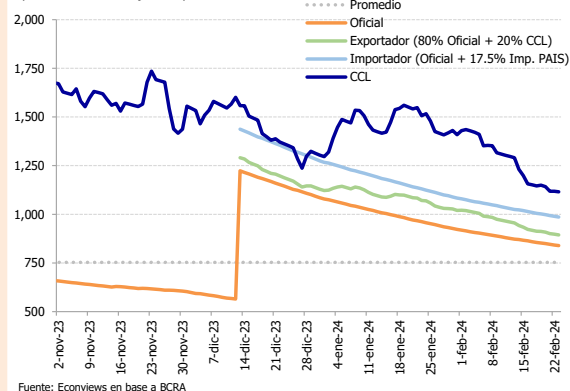
Gráfico 2. Inflación Mensual



Fuente: Econviews en base a INDEC y estimaciones propias

Gráfico 3. Tipo de cambio a precios constantes

A precios del 23-feb - Ajustado por ITCRB



Fuente: Econviews en base a BCRA

participación del CCL en este mix, la oferta de divisas en el mercado va a ser menor. Por último, según sale de la séptima revisión del FMI, dentro de los objetivos estructurales a los que se comprometió el gobierno aparece la eliminación de este esquema, lo cual haría que el dólar para los exportadores vuelva a ser el oficial.

El dólar para importadores, que sale de sumarle el 17.5% de impuesto PAIS al oficial, está en 985 pesos. Esto es un 31.4% arriba del promedio. Además del tema de la apreciación, que es igual que en el caso de las exportaciones, acá el problema viene por el lado del impuesto. **Como solución temporaria puede ser valido, pero no es posible que sea algo permanente. La unificación no puede hacerse con una alícuota tan alta, pero bajarla no es gratuito.**

Entonces, unificar el mercado cambiario puede ser costoso en términos fiscales dado que se perderían los ingresos por este impuesto. En este punto también hay un compromiso con el Fondo para eliminarlo. También es cierto que una unificación a un dólar más alto traería más ingresos por retenciones, por lo que este efecto quedaría algo amortiguado. Además, hay que decir que la apreciación real del tipo de cambio también es costosa para el Tesoro porque tanto las retenciones como el impuesto PAIS se cobran sobre un dólar cada vez más barato.

A partir de todo esto podemos deducir dos cosas. La primera es que estas medidas ayudan en el corto plazo, pero es difícil mantenerlas. La segunda es que, si se pierden estos anabólicos, el tipo de cambio al que se puede unificar necesariamente tiene que ser más alto que el actual.

En esta línea pensamos nuestro escenario base, donde prevemos una aceleración del crawling en los próximos meses y luego un pequeño salto discreto que permita cerrar la brecha.

¿Es posible la salida del cepo en los próximos meses? Bajo el supuesto de que no se hace a un dólar barato creemos que sí. El Banco Central lleva comprados US\$ 8,348 millones. Esto permitió que las reservas netas pasen de US\$ -11,206 cuando asumió Milei a US\$ -4,316 millones ahora (ver gráfico 4). Otro tema importante para levantar las restricciones es la deuda comercial y ahí también hubo avances. Ya se completó la emisión de las dos primeras series del Bopreal por US\$ 7,000 millones en total. Además, se estima que las MiPyMEs cancelarán deuda a través del mercado por US\$ 1,200 millones. Todo esto deja un exceso de deuda de unos US\$ 5,400 millones (ver tabla 1). Suponiendo que la licitación de la última serie del Bopreal es exitosa esta cifra se reduciría en US\$ 2,400 millones.

Este stock de deuda es manejable si pensamos que durante la cosecha gruesa el Banco Central va a seguir acumulando reservas y para hacerlo los exportadores deben tener incentivos a liquidar.

Como dijimos anteriormente, el gobierno se escuda en que el tipo de cambio real efectivo todavía es alto. También se aferra a que está comprando dólares sin parar lo cual sería un indicio de que no hay atraso. En eso tiene razón y coincidimos. **El problema nosotros lo vemos de acá a abril o mayo. Dicho con otras palabras, esta dinámica nos puede llevar a un lugar peor.** Hay que tener

Gráfico 4. Reservas internacionales netas
En millones de US\$ corrientes - Metodología FMI



Fuente: Econviews en base a BCRA, FMI y estimaciones propias


Tabla 1. Deuda por importaciones

En millones de US\$

Stock total*	42,600
Stock promedio 2017/21	29,000
Exceso	13,600
Bopreal	7,000
Acceso MiPyMEs	1,200
Restante	5,400

*Resultado del Padrón de Deuda Comercial

Fuente: Econviews en base a BCRA



en cuenta que es cierto que el Banco Central compra, pero es gracias a que los pagos de importaciones todavía no están normalizados y la recesión frena la demanda. Además, puede haber exportaciones que se estén adelantando para aprovechar un dólar más alto. Eso implica menor oferta los próximos meses.

Otro argumento a favor de no modificar la política cambiaria es que con mejoras de productividad la economía puede soportar un tipo de cambio real más bajo. Acá también estamos de acuerdo, pero nuestro punto es que eso aplica para el largo plazo. **En lo inmediato no vemos más alternativa que sostener la competitividad con un tipo de cambio real depreciado.**