

INFORME SEMANAL

ECONVIEWS
ECONOMÍA Y FINANZAS

12 de Julio de 2024



Premisas verdaderas
y falsas **sobre el
dólar y la emisión**

Pág. 2



Junio bien, **julio viene
con más frío y más
inflación** en alimentos

Pág. 5



El stock de deuda
no es un problema,
pero **es imperioso
volver al mercado
en 2025**

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

Rafael Aguilar
Economista
raguilar@econviews.com

Pamela Morales
Economista
pmorales@econviews.com

Leila García
Analista
lgarcia@econviews.com



Editorial: Premisas verdaderas y falsas sobre el dólar y la emisión

Premisa 1. El dólar no podía subir porque el Banco Central había secado de pesos el mercado (con los Bopreal y por no prestarle al Tesoro). Lo cierto es que si realmente hubieran secado el mercado el precio de los pesos (la tasa de interés) tendría que haberse ido a las nubes. Pero pasó lo contrario, la tasa de interés bajó muchísimo. Donde está el error de cálculo: en que hay instrumentos en pesos como plazos fijos, bonos del Tesoro, deuda del Banco Central o simplemente tomando préstamos con los que se puede correr el dólar. No importa sólo la base monetaria, lo que importa son los activos financieros con los que se puede hacer un cambio de portafolio y correr al dólar cuando cambian las expectativas.

Premisa 2. El tipo de cambio no está atrasado. El argumento es que no hay atraso cambiario porque el país está virando sus políticas hacia una economía más eficiente y competitiva, que el riesgo país va a caer y que con eso se recuperará el acceso al crédito externo. **En este mundo el tipo de cambio se debería parecer más al de la convertibilidad o al de momentos buenos de Argentina; más cerca de 750/800 que de 1,300 o 1,400.**

Para saber si el tipo de cambio está atrasado, "adelantado" o en el nivel correcto estamos de acuerdo que no es lo mejor compararlo con el promedio histórico (que puede ser una referencia), sino con los "fundamentals" como la situación fiscal, el marco regulatorio y competitivo, etc. Aunque también hay que tomar en cuenta cual es la coyuntura financiera (el riesgo país) y las necesidades de acumular reservas. Y eso implica tomar en cuenta el país que tenemos hoy, no el que posiblemente vendrá o el que ambiciona el gobierno (ambición que compartimos).

Argentina hoy sigue siendo una economía con baja productividad, poca competitividad, sin acceso a crédito externo, con restricciones de acceso al mercado de cambios y con una necesidad imperiosa de aumentar las reservas internacionales. El tipo de cambio que hace falta hoy estaría en muchos aspectos más cerca de momentos en que faltaban dólares y había riesgo país alto, que de los momentos de bonanza. Ese tipo de cambio es muy distinto del que seguramente tendremos una vez que la economía tenga 40 o 50 mil millones de dólares de reservas, que sea más competitiva, en la que se materialicen las inversiones en energía, minería, agro y otras industrias, y que tenga un riesgo país más cercano al del resto de los países de la región.

Premisa 3. Con la "reforma monetaria" el Banco Central vuelve a tener control sobre la emisión monetaria que había perdido como resultado de que su deuda aumentaba con la tasa de interés que se pagaba sobre las Leliqs y los Pases. Con este cambio, se argumenta, se terminó la llamada emisión monetaria endógena y el Banco Central vuelve a controlar la emisión monetaria. Si fuera un examen verdadero/falso, la respuesta sería falso. Lo más positivo de la reforma es que ahora la deuda está en cabeza del Tesoro, y que la carga de intereses entra en el presupuesto (más allá del tema contable con los intereses de bonos capitalizables).

Pero desde el punto desde vista monetario no debería cambiar mucho la película. Durante estos años la principal fuente de emisión fue el financiamiento al Tesoro. **Las Leliqs y los Pases fueron un factor de contracción de la base monetaria**, a pesar de los intereses que devengaban, y la razón principal fue que a los bancos les sobraba liquidez, en parte porque no había demanda de crédito del sector privado y la colocaban en pasivos del Banco Central.

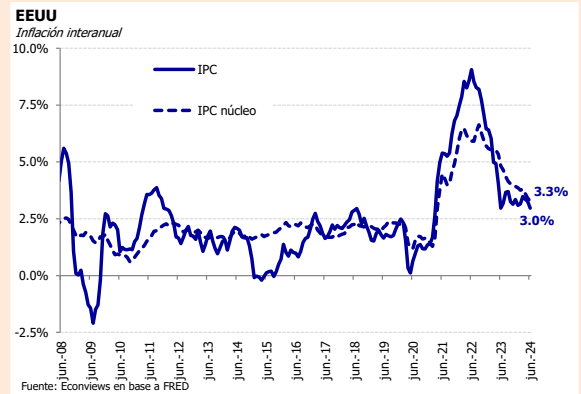
En el nuevo esquema los Pases se canjean por las LeFis, que son las letras del Tesoro con las cuales los bancos van a manejar su liquidez. En caso de que quieran aumentar los préstamos al sector privado los bancos le tendrán que vender LeFis al Banco Central, que se compromete a comprarlas. En ese caso se expandiría la base monetaria y la cantidad de dinero. Esto implica que **las necesidades de fondos de los bancos para prestar van a ser un factor importante que expanda o contraiga la base monetaria, lo que va a seguir siendo endógena. Y en este caso si los bancos quieren dar más crédito y eso expande la base (endógenamente), sería una excelente noticia porque ayudará a levantar la alicaída actividad económica.**

LA SEMANA QUE PASÓ

✓ **La inflación de Estados Unidos dio más bajo de lo esperado.** El índice de precios del consumidor (IPC) arrojó un aumento del 3%, respecto al mes de junio del 2023, menor que el 3.1% esperado.

✓ **Se registró deflación mensual por primera vez en el año.** Lo previsto para el mes era una suba de precios del 0.1% m/m, sin embargo, los precios se redujeron en esa misma cuantía.

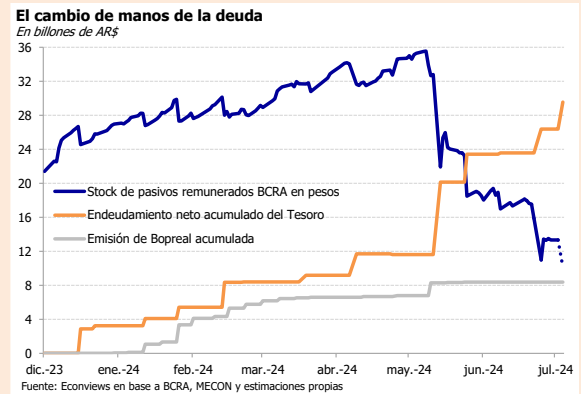
✓ El dato mensual de IPC núcleo fue del 0.06% m/m, anualizando trimestralmente da 2.1%. **Esto está en línea con la meta de la FED y se piensa que podría bajar la tasa 25 bps en septiembre.**



✓ **El BCRA anunció que el 22 de julio se terminan los Pases. A partir de esa fecha la liquidez será administrada a través de las LeFi (Letra Fiscal de Liquidez).**

✓ La letra capitalizará a la tasa de política monetaria que fije el BCRA, pero el costo financiero será cubierto por el Tesoro.

✓ Las LeFi solo podrán ser negociadas entre el Banco Central y las entidades financieras. El BCRA podrá hacer operaciones de compra o venta diariamente con las entidades a valor técnico.



✓ **La desregulación aerocomercial es un hecho.** El miércoles el gobierno publicó un decreto para modificar el código aeronáutico que permitirá la libre competencia y libre mercado.

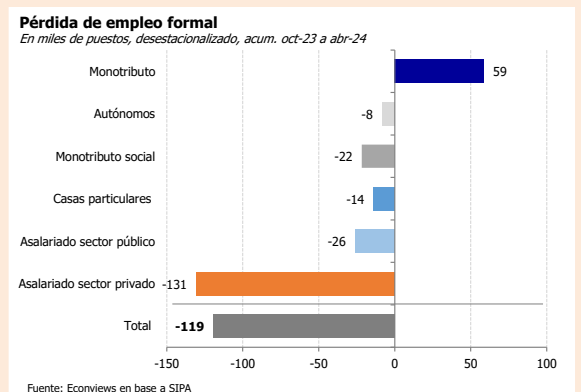
✓ **La modificación de este código también permitirá que los tramites sean más eficientes en el sector.**

✓ El gobierno avanzó con el cierre de oficinas del Registro del Automotor. **Con esto el gobierno promete abaratar costos en la compra/venta de autos.**

Norma en el Boletín Oficial	Implicancia
Decreto N° 599/2024-modificaciones en el código aeronáutico.	El gobierno busca fomentar la libre competencia aerocomercial en base a: <ul style="list-style-type: none"> • Permitir que haya más operadores de rampas y que cada aerolínea pueda elegir la empresa que le brinde el servicio. • Incentivar la realización de nuevas rutas comerciales para el desarrollo económico y el turismo.
Resolución 209/2024 del Ministerio de Justicia-Reformas en el Régimen Jurídico del Automotor.	<ul style="list-style-type: none"> • Esta medida ratificó el cierre, ya anunciado en mayo, de 136 oficinas del Registro del Automotor. • Con esta resolución el gobierno promete agilizar la compra y venta de vehículos automotores.

✓ **En abril, el empleo registrado siguió cayendo.** Según los datos de abril de SIPA, se registró una disminución en el total del empleo registrado del 0.2% m/m, esto se traduce en una pérdida de 28,200 puestos de trabajo.

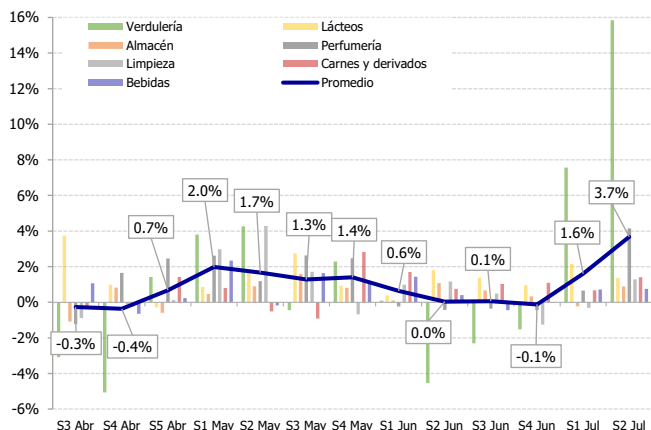
✓ **En los últimos 6 meses, en el sector privado asalariado se registraron 120,000 bajas, mayormente explicado por la construcción que presentó 73,000 bajas. Por otro lado, en estos meses se dieron de alta 59,000 personas en el monotributo.**



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 15** el INDEC publicará la **Utilización de la capacidad instalada en la industria (UCII)** de mayo.
- ✓ El **martes 16** el Ministerio de Economía dará a conocer el **dato fiscal** de junio. El presidente anticipó que habrá otro superávit fiscal.
- ✓ El **miércoles 17** el INDEC dará a conocer el **Sistema de índices de precios mayoristas (SIPM)** de junio.
- ✓ El **miércoles 17** el INDEC informará sobre el **Índice del costo de la construcción (ICC)** de junio.
- ✓ El **miércoles 17** el BRCA publicará el **Informe sobre bancos** del mes de mayo.
- ✓ El **jueves 18** el INDEC informará sobre el **Estimador mensual de actividad económica (EMAE)** de junio.
- ✓ El **jueves 18** prevemos que Cammesa publica la **Demanda de electricidad** del mes de junio.
- ✓ El **jueves 18** el INDEC dará a conocer el **Intercambio comercial argentino (ICA)** del mes de junio.
- ✓ El **viernes 19** el INDEC informará los **Índices de patentamientos** del Segundo trimestre de 2024.

Resumen de mercado

Variaciones semanales, mensuales y anuales

	UD	s/s	m/m	a/a	
Dólar oficial	921.5	0.4%	2.1%	249.1%	↑
Dólar MEP	1415.8	1.5%	11.1%	190.9%	↑
Dólar CCL	1430.6	2.5%	10.4%	179.6%	↑
Blue	1480.0	5.7%	17.0%	197.2%	↑
Tipo de cambio BRL/US\$	5.4	-0.6%	0.3%	12.7%	↓
Reservas BCRA (millones US\$)	28,274	-1,676	-994	+1,939	↓
Tasa de Política (Leliq)	40.0%	0 p.p.	0 p.p.	-57.00 p.p.	=
Tasa Badlar Privada	35.6%	-0.44 p.p.	+2.13 p.p.	-57.50 p.p.	↓
Depósitos S. Priv. (billones AR\$)	57.8	-0.1%	9.5%	146.1%	↓
Crédito S. Priv. (billones AR\$)	28.1	-2.3%	14.4%	184.9%	↓
Merval en \$	1,716	5.3%	9.4%	297.5%	↑
Merval en USD	1,199	2.8%	-0.9%	42.2%	↑
Riesgo país (EMBI)	1,511	7.5%	2.0%	-25.1%	↑
Soja (US\$/ton.)	416.9	-4.5%	-3.6%	-23.8%	↓
Maiz (US\$/ton.)	157.5	-2.7%	-11.9%	-27.2%	↓
Trigo (US\$/ton.)	197.7	-6.0%	-12.8%	-13.4%	↓
Petróleo Brent (US\$/barril)	88.9	-1.5%	8.8%	10.5%	↓
Petróleo WTI (US\$/barril)	83.5	-1.1%	4.9%	10.2%	↓
Gas Natural (US\$/MMBTU)	2.3	0.4%	-23.5%	-11.5%	↑
GNL (US\$/MMBTU)	12.1	-0.8%	0.8%	0.8%	↓
Cobre (US\$/lbs.)	4.6	-1.3%	0.4%	19.7%	↓
Aluminio (US\$/ton.)	2,388.3	-2.8%	-4.3%	8.9%	↓
Oro (US\$/oz.)	2,411.3	0.8%	3.8%	23.2%	↑

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	may. -24	-10.4%	-21.0%	-4.7%	●
Producción de pollos	may. -24	1.0%	-0.1%	2.0%	●
Producción láctea	may. -24	2.2%	-3.0%	2.4%	●
Faena vacuna	jun. -24	-9.1%	-3.6%	-6.5%	●
Escrituras CABA	may. -24	12.5%	22.0%	19.4%	●
Producción de Harina	may. -24	5.0%	1.8%	5.9%	●
Producción de petróleo	may. -24	0.5%	0.4%	0.3%	●
Producción de gas	may. -24	3.7%	10.6%	3.7%	●
Producción de cemento	jun. -24	-11.2%	-4.9%	-0.7%	●
Construcción	may. -24	6.2%	-18.4%	1.2%	●
Venta de nafta	may. -24	4.7%	-0.4%	4.1%	●
Patentamiento de motos	jun. -24	-2.4%	14.6%	9.2%	●
Consumo de electricidad	may. -24	-1.8%	-5.7%	-3.3%	●
Viajes en tren	may. -24	-6.0%	6.3%	2.0%	●
Importaciones CIF	may. -24	-4.3%	-5.6%	-5.2%	●
Exportaciones FOB	may. -24	4.7%	8.5%	6.3%	●
Préstamos en \$ al s.priv. (real)	may. -24	5.0%	-6.4%	3.2%	●
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	jun. -24	-2.8%	4.0%	-0.4%	●
Confianza en el gobierno	jun. -24	-2.0%	-4.1%	-1.9%	●

Nota: color de semáforo según UD vs trim previo

Junio bien, julio viene con más frío y más inflación en alimentos

- ✓ La inflación de junio fue 4.6%, mejor de lo esperado.
- ✓ Observamos una aceleración en los precios de las góndolas, lideradas por verdulería.
- ✓ El congelamiento de tarifas en julio va a ayudar al índice general, por lo que vemos un IPC parecido a junio pese a la rebeldía del tomate.

La inflación de junio fue del 4.6%. Fue superior a la inflación de mayo (4.2%), pero la cifra es menor a la que se esperaba (alrededor del 5%) por lo que es un buen dato.

La inflación núcleo (3.7%) se mantuvo prácticamente similar a la de mayo lo que refuerza nuestra idea de que habrá un piso difícil de romper. Los datos de nuestro relevamiento de precios también apuntan en el mismo sentido.

Tabla 1. Precios relativos al nivel general
IPC = 1

	dic-23	ene-24	feb-24	mar-24	abr-24	may-24	jun-24
Alimentos y bebidas no alcohólicas	1.17	1.17	1.16	1.15	1.12	1.13	1.11
Bebidas alcohólicas y tabaco	0.89	0.90	0.93	0.94	0.91	0.94	0.91
Prendas de vestir y calzado	1.26	1.17	1.10	1.10	1.11	1.11	1.09
Vivienda, agua, electricidad y otros combustibles	0.54	0.51	0.55	0.56	0.69	0.68	0.75
Equipamiento y mantenimiento del hogar	1.06	1.07	1.05	0.99	0.97	0.96	0.94
Salud	0.98	0.98	0.98	0.99	1.00	0.96	0.96
Transporte	0.91	0.95	1.02	1.04	1.02	1.01	1.01
Comunicaciones	0.56	0.58	0.64	0.67	0.71	0.73	0.74
Recreación y cultura	1.02	1.05	1.00	0.98	0.97	0.97	0.98
Educación	0.68	0.57	0.55	0.76	0.75	0.78	0.79
Restaurantes y hoteles	1.20	1.19	1.17	1.14	1.13	1.14	1.16
Bienes y servicios varios	0.85	1.02	1.05	1.03	1.00	1.00	0.99

Source: Econviews s based on INDEC

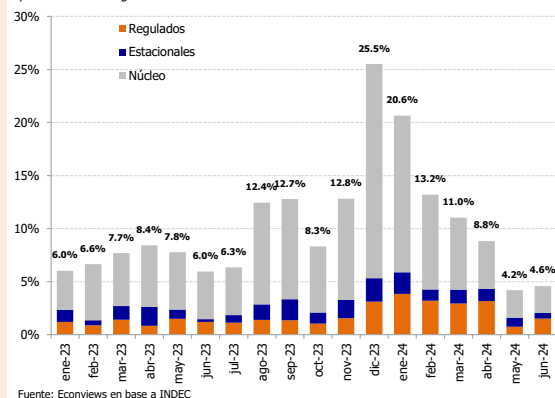
Los regulados subieron un 8%, aportando 1.5 puntos porcentuales al dato de junio. Siguen atrasados respecto al nivel de precios general, pero los ajustes en las tarifas de electricidad y gas lograron cierta corrección. Los precios de los regulados comparados con el nivel general ya son similares a los de junio de 2021 (ver gráfico 2). De todas maneras, en julio vamos a ver un retroceso dado que se decidió el congelamiento de tarifas.

Nuestra visión es que esta ayuda de los regulados no puede durar mucho más. Para hacer sostenible la baja de la inflación es necesario que los precios relativos terminen de acomodarse. De otra forma, se va a continuar generando la expectativa de que en algún momento deben pegar un salto.

Todavía falta para que la tarifa eléctrica llegue a cubrir los costos. En mayo la cobertura de la tarifa eléctrica fue del 40.3% de los costos para la totalidad del sistema (ver gráfico 3), por lo que hay espacio para más subas. El Nivel 1 de hogares (ingresos altos) y la parte sin subsidios del nivel 3 (ingresos medios) tuvieron la mayor cobertura en mayo, del 69%. Los sectores comercial e industrial rondan el mismo porcentaje, mientras que el nivel 2 de bajos ingresos y nivel 3 de ingresos medios llegan a apenas el 4 y 5%

Gráfico 1. Inflación mensual

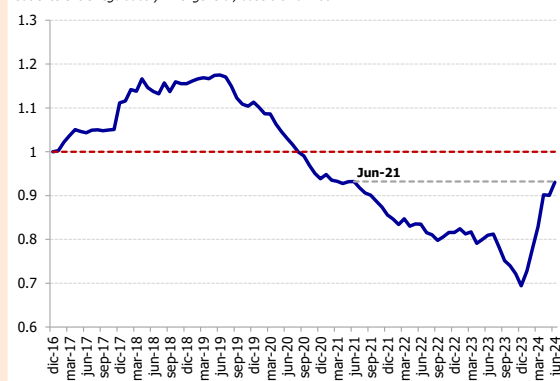
Aporte de cada categoría



Fuente: Econviews en base a INDEC

Gráfico 2. Regulados vs. IPC

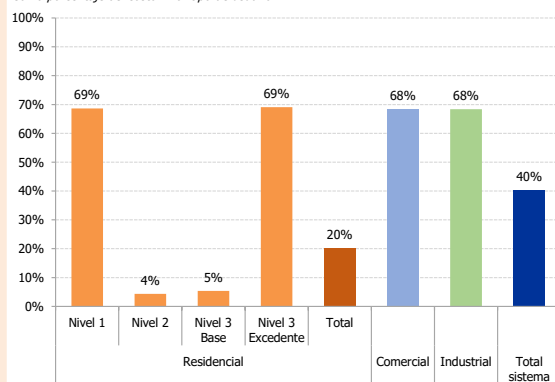
Cociente entre regulados y nivel general, base dic-16=100



Fuente: Econviews en base a INDEC

Gráfico 3. Cobertura de la tarifa eléctrica

Como porcentaje del costo - Por tipo de usuario

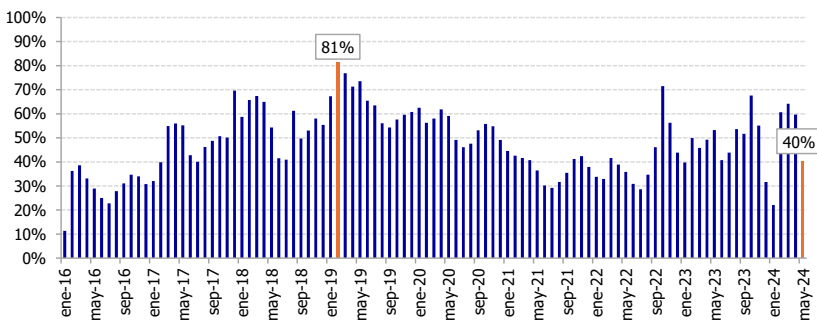


Fuente: Econviews en base a Cammesa

respectivamente. La cobertura está lejos del 81% que fue alcanzado en febrero de 2019.

Gráfico 4. Cobertura de la tarifa eléctrica

Como porcentaje del costo



Fuente: Econviews en base a CAMMESA

Julio es un mes de alta estacionalidad por las vacaciones de invierno y por los memes de Julio Iglesias. Así que cada uno puede elegir el que le guste, pero podemos sugerir uno que dice: “Julio no pinta bien” u otro que dice “Julio está caliente”, lo que sería paradójico porque justamente lo que calienta los precios de los alimentos es el frío.

¿Cómo vienen las subas en julio? Nuestro relevamiento en supermercados muestra que los precios vienen acelerando. Las primeras semanas ya no fueron tan tranquilas. Los precios de las frutas y verduras hacen el mayor aporte, y esto tiene un fuerte componente estacional: el extremo frío afecta a la producción.

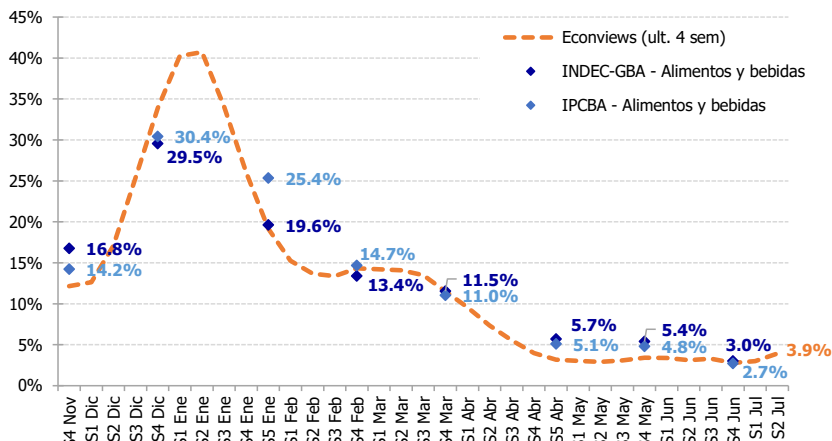
Se mató un tomate, otra vez. En la tabla 2 se puede ver que el efecto es dispar, siendo el tomate, la naranja y la banana los productos con mayor variación en la segunda semana de julio.

Siendo que pesan un 4% en el índice general, el aporte de la verdulería va a ser relevante en la cifra de julio.

Los alimentos subieron un 3% en junio, mientras que el índice de la Ciudad de Buenos Aires (IPCBA) arrojó un 2.7%. **Estos datos se acercan a nuestra medición para alimentos en junio, de 2.8%.** En el gráfico 6 se puede ver que los alimentos hoy corren al 3.9% mensual.

Gráfico 6. Inflación mensual en alimentos y bebidas - GBA

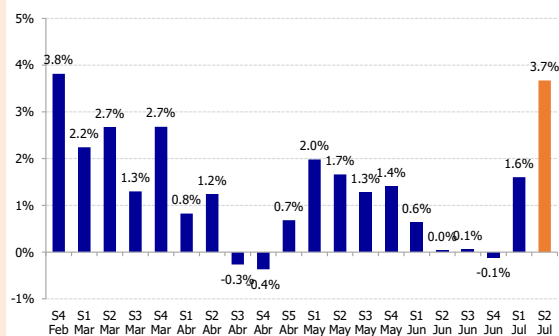
Variación promedio 4 semanas (relevamiento Econviews) y datos oficiales



Fuente: Econviews en base a INDEC, IPCBA y estimaciones propias

Gráfico 5. Inflación semanal - Supermercados GBA

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



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

Tabla 2. Frutas y verduras en GBA - Julio

Variación semanal en grandes cadenas de supermercados

Producto	Jul S2
Manzana deliciosa	2.5%
Limón	4.3%
Naranja	22.0%
Banana	28.8%
Batata	2.4%
Papa	5.2%
Cebolla	16.7%
Lechuga	7.5%
Tomate redondo	63.1%
Zapallo anco	5.8%
Promedio	15.8%

Fuente: Econviews en base a estimaciones propias

Lo que va a ayudar al dato de julio es el congelamiento de tarifas. Con un componente estacional fuerte, y una inflación núcleo que esperamos se mantenga igual a la de este mes, esperamos una cifra similar a la de junio.

La inercia inflacionaria va a continuar si no se aplica un plan de estabilización.

Mientras se sigan atrasando las subas de tarifas, eventualmente hay que corregirlas y eso colabora en la inflación esperada. La recuperación de los salarios reales, que se encuentran muy bajos, va a ayudar en algo a salir de la recesión a la par de que van a dar margen como para subir un poco más los precios. El dólar oficial es otro precio que consideramos atrasado, y su corrección, dependiendo de cómo ocurra, puede tener un impacto en precios. Hasta que no se corrija el desequilibrio cambiario, seguirá la incertidumbre que también impacta en el nivel de precios general.

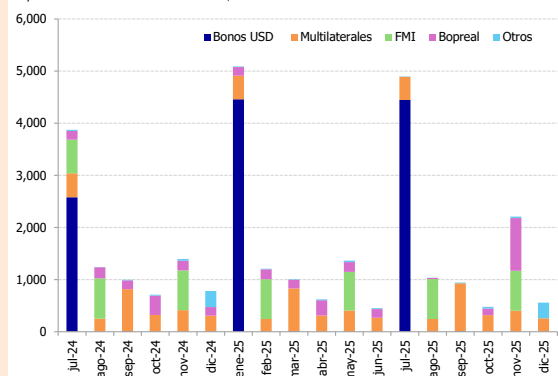
El stock de deuda no es un problema, pero es imperioso volver al mercado en 2025

- ✓ Después de los pagos de julio el calendario de vencimientos en dólares para 2024 no luce muy complicado.
- ✓ A partir de 2025 el monto de los compromisos hace que sea necesario que baje el riesgo país y pueda colocarse deuda en el mercado internacional.
- ✓ En el mundo de la deuda en pesos no vemos dificultades ni impedimentos para salir del cepo.

Este miércoles el Tesoro pagó intereses y capital de los bonos hard dollar por **US\$ 2,579 millones**. El hecho se dio con normalidad, pero si nos paramos seis meses o un año atrás no era obvio que pueda cumplirse con estas obligaciones. Este mes todavía quedan por pagarse US\$ 461 millones a organismos multilaterales, una devolución de capital al FMI por US\$ 645 millones y la primera amortización de los Bopreal serie 2 por US\$ 167 millones. ¿Cómo sigue de acá en adelante el calendario de vencimientos?

Lo que queda de 2024 no parece muy complicado. De multilaterales hay vencimientos por US\$ 2,100 millones de acá a diciembre, pero no es descabellado pensar que se puedan refinanciar. De hecho, en el último staff report del FMI se habla de financiamiento neto positivo para este año por esa vía. También vencen US\$ 1,500 millones con el FMI de los cuales dos tercios están cubiertos por los próximos desembolsos y US\$ 1,100 millones de Bopreal donde ahí sí que el Banco Central tendrá que gastar dólares. En todos estos números consideramos capital e intereses.

Gráfico 1. Perfil de vencimientos en dólares
Capital + intereses - En millones de US\$



Fuente: Econviews en base a Ministerio de Economía y estimaciones propias

El verdadero desafío para Caputo y su equipo empieza después del brindis de año nuevo. Enero de 2025 vuelve a ser un mes difícil. Los vencimientos de ese mes suman US\$ 5,100 millones, explicados mayormente por las amortizaciones e intereses de Bonares y Globales. Lo mismo aplica para julio.

Aparte de los US\$ 8,900 millones de los bonos, en todo 2025 también vencen US\$ 5,100 millones de multilaterales, US\$ 3,000 millones del FMI, US\$ 2,300 millones de Bopreales y US\$ 500 millones de otras deudas. **Todo esto suma US\$ 19,800 millones. Desde 2026 hasta 2032 los vencimientos superan los US\$ 20,000 millones por año.**

El Banco Central no tiene los dólares para que el Tesoro pueda afrontar esos pagos. De eso se deduce que es necesario que el país vuelva a tener acceso al mercado de deuda internacional.

El stock de deuda total bruta en el primer trimestre llegó al 81.1% del PBI y la neta al 43.5%. Estos datos a priori no indican que estemos frente a un stock de deuda excesivo o, en otras palabras, que tengamos un problema de solvencia. El problema pareciera ser de liquidez. Entonces lo que se necesita es bajar el riesgo país, que hoy cerró en 1,511 puntos.

Nuestra visión es que el mercado mira dos cosas para ponerle valor a los bonos soberanos: la evolución del balance fiscal y la acumulación de reservas. En el primer punto Argentina está mejor que en el segundo. En las últimas semanas el Banco Central compró menos divisas en el mercado y eso parece estar haciendo algo de ruido.

Entonces, una opción para incrementar el stock de reservas es negociar un nuevo programa con el Fondo Monetario Internacional que incluya el desembolso de fondos frescos además de la refinanciación de los vencimientos. De esa manera se podrían conseguir los dólares necesarios al menos para hacer frente a las obligaciones de deuda más próximas (enero 2025) y acelerar el proceso de baja del riesgo país. **Muy probablemente el acuerdo vendría con la condición de levantar el cepo, lo cual pensamos que sería positivo.**

La pregunta que surge entonces es si puede sacarse el cepo o no. Esta semana Milei habló de tres condiciones. Las dos primeras se refieren a la eliminación de los Pases del BCRA y de los Puts. Esos dos puntos están próximos a resolverse. El tercer requisito habla sobre la convergencia de la inflación y la devaluación a 0%, algo que no vemos probable de corto plazo (ver más sobre esto en nuestro último Informe Financiero Midweek). Una cuestión más para discutir es si se puede salir del cepo con el perfil de vencimientos actual de la deuda en pesos.

Es cierto que con las Lecaps se cargaron las obligaciones de los próximos meses y con las LeFi esto se va a incrementar. Sin embargo, pensamos que hay varios puntos para argumentar que se puede salir igual del cepo sin tener un problema grande con estos pesos:

Gráfico 2. Perfil de vencimientos en dólares
Capital - En millones de US\$

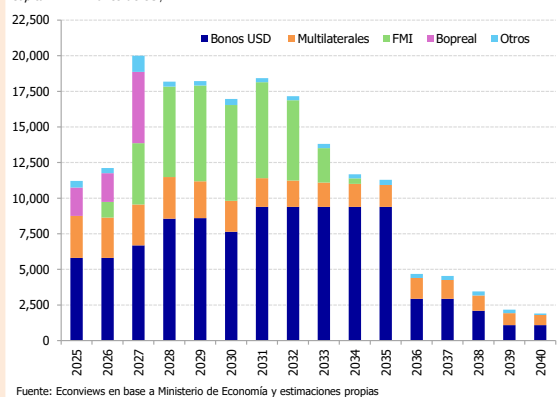


Gráfico 3. Perfil de vencimientos en dólares
Intereses - En millones de US\$

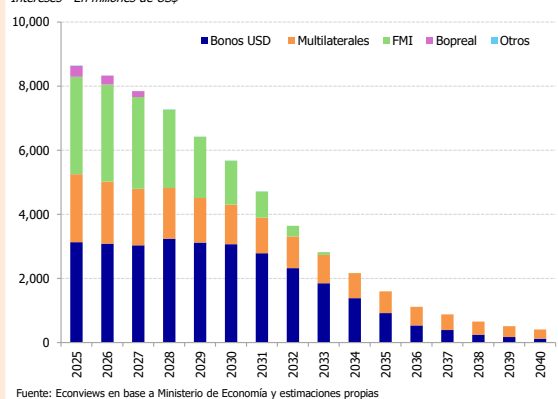


Gráfico 4. Deuda de la Administración Central
Como % del PBI trimestral (TC promedio trimestral)

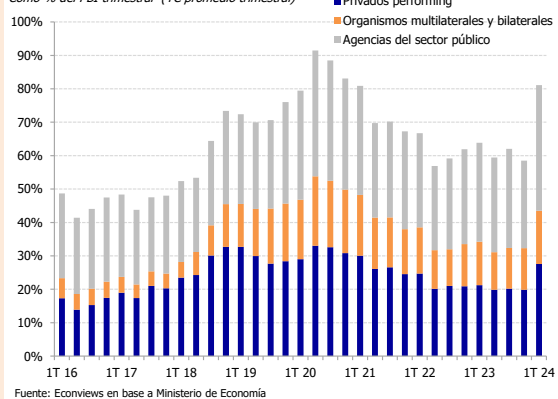


Gráfico 5. Riesgo país
En puntos básicos



- Muchos de estos pesos son capital de trabajo de las empresas. No hay motivos para pensar que eso pueda convertirse en demanda de dólares porque la cadena de pagos funciona en pesos.
- Hay pesos en títulos públicos que son dividendos no pagados. Eso sí es una amenaza, pero inicialmente podría mantenerse un tope que limite esa demanda en el mercado de cambios.
- Los bancos son entidades reguladas que no pueden incrementar su posición en moneda extranjera de manera indefinida.
- Creemos que la salida del cepo tiene que darse con una tasa de interés real más alta, lo cual ayudaría a sostener la demanda de activos en pesos.
- También pensamos que la unificación de los tipos de cambio tiene que hacerse a un nivel más alto que donde está el oficial actualmente. En la medida en que el dólar no se perciba como barato no vemos lugar para que haya un exceso de demanda ahí.

En síntesis, los vencimientos en dólares que vienen son altos, pero no imposibles de manejar. En el mundo de la deuda en pesos no vemos dificultades. La salida del cepo podría ayudar a que termine de reducirse el riesgo país y así refinanciar la deuda. Cumplir con estas obligaciones daría una señal muy fuerte sobre el cambio de época que dice traer el gobierno de Milei.

Gráfico 6. Perfil de vencimientos en pesos

Capital + intereses - En billones de AR\$

