



# INFORME MACROECONÓMICO

---

19 de Agosto de 2024

## Panorama Macroeconómico



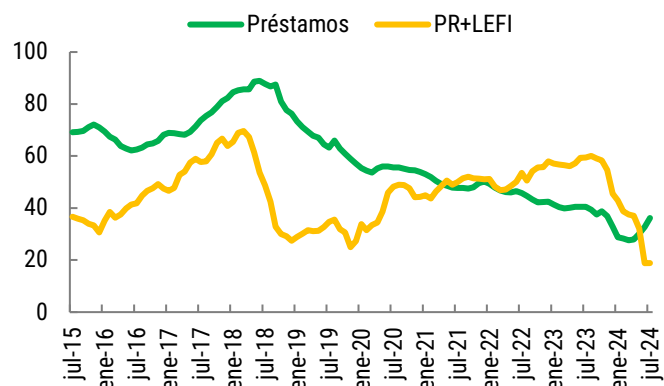


## LAS MEJORAS Y EXIGENCIAS DE LA SEGUNDA FASE

El inicio del segundo semestre trajo consigo cambios en materia de política económica y el Banco Central presentó un nuevo marco monetario, profundizando y ordenando tendencias preexistentes. Con un Tesoro superavitario, desapareció la emisión originada en la necesidad de financiar el déficit fiscal a lo que ahora se agrega el fin de la emisión endógena generada por los intereses que pagaban los propios títulos emitidos por el BCRA (Pases, Leliqs, entre otros) y la eliminación de los pesos emitidos para comprar divisas. Más allá de sus efectos positivos, se debe tener en cuenta que las medidas tienen costos tanto en términos de deuda que fue traspasada del BCRA al Tesoro<sup>1</sup> (BONCER, LECAPS y LEFIS) como de divisas que ahora se compran en una ventanilla (oficial) pero se venden en otra (contado con liquidación – CCL) limitando la acumulación de reservas. De esta manera, el Gobierno da por finalizada la primera fase “de emergencia” del plan económico y avanza hacia la fase 2 con parte de los problemas de fondo, fiscales y monetarios, resueltos y una tasa de inflación que sigue siendo alta aunque substancialmente menor a la heredada. En este marco, el esquema cambiario que sigue siendo la principal incertidumbre a futuro.

Más en detalle, otra de las medidas orientadas a recuperar la solvencia del BCRA fue el desarme de los seguros de deuda del Tesoro (PUTs). Estos instrumentos permitían a los bancos venderle bonos al BCRA a un precio preestablecido y eran potencialmente desestabilizantes dado que un desarme repentino de su stock (ARS 20 billones inicialmente) hubiera derivado en presiones cambiarias e inflacionarias. De esta manera, las entidades financieras aceptaron la propuesta de canje sobre el 78% de los instrumentos quedando un stock remanente de solo ARS 3,9 billones (PUTs americanos<sup>2</sup>). En paralelo, se terminó con el proceso de eliminación de la deuda remunerada del BCRA con la creación de las letras fiscales de liquidez (LEFIs), con las que el Tesoro absorbió las deudas anteriormente en manos de la autoridad monetaria con el beneficio adicional de la extensión de plazos desde vencimientos diarios a anuales. El objetivo del BCRA es dar previsibilidad al mercado de deuda en pesos y consolidar la estabilidad de precios. En ese sentido, decidió fijar la base monetaria amplia<sup>3</sup> (BMA) en ARS 47,7 billones (u 8,2% del PBI), valor que equivale al registrado el 30-abr-24.

### Préstamos al sector privado y Pasivos remunerados + LEFI – en bn de ARS constantes



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.

<sup>1</sup> Ver informe macroeconómico 318.

<sup>2</sup> Los más volátiles porque se podían accionar en cualquier momento.

<sup>3</sup> Base monetaria + pasivos remunerados.

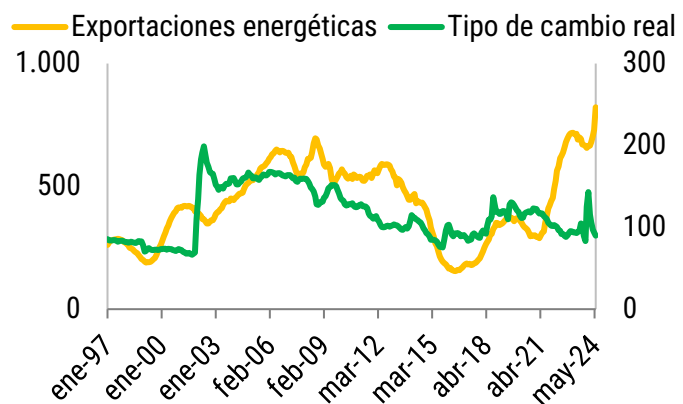


Es interesante que la definición de “emisión cero” de base monetaria amplia adoptada permite expandir la cantidad de pesos siempre y cuando tengan como contrapartida el desarme de pasivos remunerados. En efecto, actualmente la BM a precios de abr-24 se encuentra por debajo del límite establecido en ARS 27 billones y se espera un crecimiento en la medida que se recomponga la demanda de dinero y los bancos se desprendan de LEFIS para hacerse de pesos y dar crédito al sector privado. De hecho, por la mayor estabilidad de precios y la reducción de la tasa de interés, en julio la BM aumentó 13,7% (en términos reales) debido al desarme de la deuda del Banco Central y de LEFIs. En particular, el stock de LEFIS pasó de ARS 10,9 billones el 22-jul-24 a 8,6 billones el 14-ago-24, lo que representa una caída de 20,3%. Si bien no se puede determinar con exactitud el destino de los pesos liberados por el desarme de deuda del sector público, se estima que parte fue asignada a engrosar encajes y parte a aumentar préstamos. Por lo pronto, en julio el crédito al sector privado tuvo un incremento importante (+10,3% mensual) y marcó su cuarta alza consecutiva aunque partiendo desde valores extremadamente bajos.

En definitiva, como puede verse en el gráfico, el esquema busca que las entidades financieras “trabajen de bancos” y reduzcan su exposición al sector público, hasta hace pocos meses el principal destinatario del crédito bancario, pasando los fondos al sector privado. Dada la definición del “emisión 0” adoptada el Gobierno retiene un margen importante para hacer política monetaria, a diferencia del esquema adoptado en 2019 donde la “emisión 0” implicó un fuerte incremento de las tasas de interés. A fin de cuentas, lo que se busca con estas medidas es el fortalecimiento del peso y la consolidación de la estabilidad de precios. En este marco, la inflación de julio fue del 4%, nuevamente en camino descendente. Si bien el dato oficial fue por primera vez mayor a lo esperado (las expectativas del mercado eran 3,9%), representa el registro más bajo del año.

Aun así, todavía la inflación se encuentra holgadamente por encima del ritmo de micro devaluaciones diarias (2% mensual). Sin embargo, el deterioro en la competitividad cambiaria (-40% en el año) parece no perjudicar el superávit de la balanza comercial. Así, en junio, el saldo alcanzó los USD 1,9 mil millones, acumulando en el primer semestre USD 10,7 mil millones (+261% vs 1° semestre de 2022<sup>4</sup>). En parte, la dinámica positiva surge por el deterioro de las importaciones (-28%

### Exportaciones energéticas (prom. móvil 12 meses) y tipo de cambio real (índice).



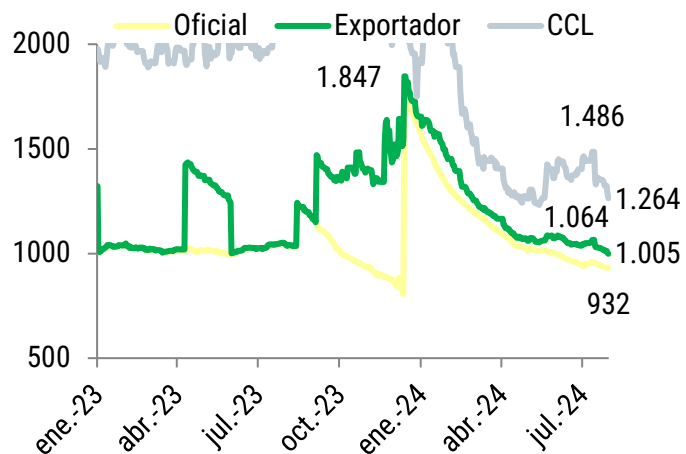
Fuente: Elaboración propia en base a INDEC.

<sup>4</sup> En comparación con un año sin sequía.



acum. ene-jun i/a), relacionada con la caída del nivel de actividad (-2,6%<sup>5</sup> en el primer trimestre) y con el autoabastecimiento en materia energética (56% menos importaciones de combustibles y lubricantes que el primer semestre de 2023). Por la otra parte, las exportaciones mejoraron de la mano del sector agroindustrial y el energético, con avances de 19% (acum. ene-jun i/a) y 21% (acum. ene-jun i/a) respectivamente.

## Competitividad del tipo de cambio – ARS a valor de hoy.



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC.

Resulta de particular interés las exportaciones energéticas, que han

alcanzado el punto más alto en los últimos diez años. Tanto el gas como el petróleo tuvieron incrementos significativos sus niveles de producción. En el primer semestre, la extracción de gas aumentó un 5,2% i/a y llegó al punto más alto en 17 años mientras que en igual periodo la de petróleo se incrementó 8,2% i/a, su mayor nivel en 15 años. En ese sentido, la incorporación de Vaca Muerta al abastecimiento nacional y al comercio internacional puede ser una de las claves para el aporte de divisas de los próximos años, en especial si se recupera el nivel de actividad económica y con él las importaciones. Anteriormente, en momentos con un nivel de competitividad similar al actual, como en noviembre de 2017, la balanza resultó deficitaria (en USD 927 millones), con más importaciones (+USD 1.483 millones) y mayor actividad (7%).

En los últimos años, a partir de la pérdida del acceso al financiamiento externo, el superávit comercial jugó un rol preponderante de cara a la acumulación de reservas. Justamente, desde la asunción del Gobierno, fueron condición necesaria para la inicial fase exitosa de acumulación de reservas. A pesar de contar con una balanza comercial positiva, en junio se vendieron USD 47 millones y en julio otros 138 USD millones. Si se tienen en cuenta el pago de intereses al FMI por USD 647 millones y el giro anticipado del pago de intereses de enero a privados por USD 1.528 millones, las reservas brutas disminuyeron USD 1.437 millones desde junio.

El fin de la acumulación de reservas también está vinculado a un esquema cambiario que es “caro” en términos de venta de divisas. En efecto, los exportadores continúan con un precio de venta “dólar *blend*” (20% ofertado a las cotizaciones paralelas y 80% comprado por el Banco Central), a lo que se añaden las intervenciones discrecionales en las cotizaciones paralelas para retirar los pesos emitidos por eventuales compras en el canal oficial anunciadas en el marco de la “fase 2”

<sup>5</sup> En comparación con el trimestre anterior, dato desestacionalizado.



del programa. Es decir, el Banco Central compra divisas a la cotización oficial, para ello emite pesos, que ahora pasaran a ser retirados mediante venta de dólares en el mercado paralelo. La operatoria disminuye substancialmente el ritmo de acumulación de reservas dado que el BCRA en la actualidad se queda solo con el 22% de cada dólar comprado, cifra que varía en función de la evolución de la cotización paralela. Con estas intervenciones, el dólar contado con liquidación pasó de ARS 1.427 a ARS 1.275<sup>6</sup>, lo que generó un retroceso del tipo de cambio exportador de ARS 1.022 a ARS 1.008. En definitiva, se trata de un esquema donde el BCRA compra dólares “baratos” a los exportadores, entre ellos el agro, y los vende “caros” en el contado con liquidación, limitando la emisión monetaria y la brecha cambiaria al costo de una compra de reservas substancialmente menor.

La intención del Gobierno parece ser ganar tiempo y extender la vida útil del cepo manteniendo la brecha cambiaria en niveles manejables mientras avanza con la política monetaria de la fase 2 para tener mejores condiciones para salir de los controles. Ciertamente, la liberación del tipo de cambio es un punto que viene generando ansiedad pero el Gobierno sigue buscando que la liberación cambiaria no implique una nueva devaluación discreta. Así, en el último tiempo se dieron pasos graduales y se anunció la disminución del Impuesto PAIS (para septiembre del 17,5% al 7,5%), la quita de algunas restricciones para el acceso al dólar MEP y la dinamización de las importaciones.

En síntesis, el desafío en la próxima etapa pasa por mantener los logros fiscales, monetarios y en materia de precios en el marco de un tipo de cambio cada vez más apreciado y con un calendario de vencimientos de deuda que se vuelve más ajustado (USD 5.000 millones con privados entre enero y julio). Para lograrlo, será fundamental que el Gobierno logre concretar el acceso anunciado a fondos frescos para refinanciar los vencimientos de deuda. Las declaraciones del presidente remarcando que es posible crecer con cepo cambiario parecen apuntar que el otro componente para continuar en el sendero de desinflación será la continuidad de los controles quizás también en 2025. Si bien las autoridades mantienen una ambigüedad indispensable, dada la sensibilidad del tema, parecería que la ruta elegida es la inversa a la de 2016 y se busca que la estabilización de la macroeconomía preceda a la liberación del tipo de cambio. Más allá de las intenciones del oficialismo, ganar tiempo para solucionar los problemas heredados en el marco del cepo requiere también que la brecha cambiaria se sostenga en valores razonables dado que las distorsiones que introducen los controles son directamente proporcionales a su magnitud.

---

<sup>6</sup> Del 12/07 (máximo), al 15/08 (actual)



¿Te interesan los datos macroeconómicos? ¿Buscas insumos para tu análisis o reunión CREA? Te invitamos a ingresar a nuestra presentación interactiva, que se actualiza automáticamente, en la plataforma

Alphacast haciendo [click aca](#)

¿Querés puntuar el reporte o dejarnos comentarios? Hace [click acá](#)

Informe Macroeconómico  
Publicación de distribución mensual, destinada al Movimiento CREA.

Coordinación del informe:  
Santiago Giraud

Economista a Cargo:  
Francisco Anzoategui

Visite nuestra página web: [www.crea.org.ar](http://www.crea.org.ar)

Elaborado el Área Economía, Unidad I+D. AACREA, sobre la base de datos e informes publicados por INDEC, Ministerio de Economía, BCRA, FMI, Banco Mundial y otras fuentes oficiales y no oficiales. [economia@crea.org.ar](mailto:economia@crea.org.ar)  
Sarmiento 1236 5to. piso (C1041AAZ) Buenos Aires - Argentina. Tel. (54-11) 4382-2076/79

CREA es una organización civil sin fines de lucro integrada y dirigida por aproximadamente 2.000 empresarios agropecuarios que se nuclean en 218 grupos presentes en todo el país. Cada grupo CREA es coordinado por un presidente y un asesor técnico e integrado por diez o doce empresarios que se reúnen periódicamente con el objetivo de mejorar los resultados de sus empresas a través del intercambio de conocimiento, ideas y experiencias. Asimismo, la institución se destaca por el desarrollo de temáticas relacionadas con el sector; uno de los fines es la transferencia del conocimiento colaborando con su desarrollo. Por su parte, las empresas CREA, integradas a la comunidad, son referentes de innovación y trabajan para el desarrollo sostenible de las empresas, las localidades de las que forman parte y el país. Para mayor información <http://www.crea.org.ar/>