



INFORME MACROECONÓMICO

4 de noviembre de 2024

Panorama Macroeconómico





PANORAMA MONETARIO

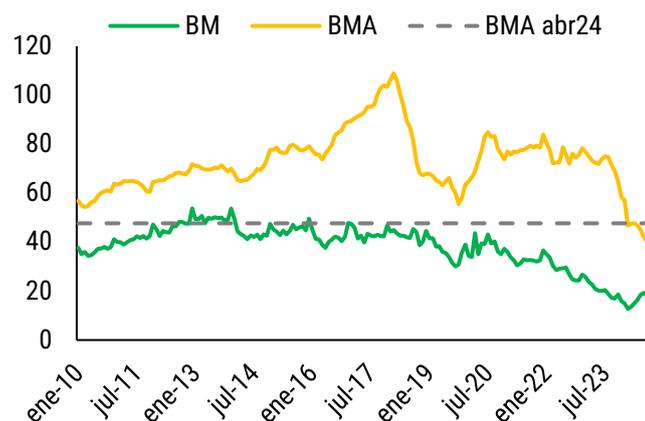
Luego de las dificultades experimentadas entre mayo y julio del corriente, la dinámica económica y financiera de los últimos meses se mostró favorable al Gobierno. Esencialmente, los problemas se enfrentaron “redoblando la apuesta”, manteniendo el ancla cambiaria y haciendo foco en la situación monetaria, buscando limitar la emisión y fortalecer al peso. Al cabo de tres meses, la brecha cambiaria muestra una compresión del 38% al 17%, los bonos subieron un 28% y el “Riesgo País” perforó la línea de los 1000 puntos básicos (-35%). Además, en octubre el Banco Central logró comprar USD 1.453 millones (el monto más alto desde 2009) y la primera etapa el blanqueo alcanzó los USD 18 mil millones. Así, la mejora del contexto general reavivó las especulaciones en torno a la fecha del abandono de los controles cambiarios. En ese sentido, la comparación con periodos previos puede aportar indicios respecto al camino a la normalización de la economía y, consecuentemente, cuanto puede faltar para la salida del cepo.

En primera instancia, el financiamiento del Banco Central al Tesoro se mantiene nulo (0 ARS en 2024), gracias a la continuidad del superávit fiscal. Como se viene observando en los informes anteriores, la solvencia fiscal para evitar la emisión presente y futura (vía deuda) es un elemento clave en el esquema económico oficial. En septiembre, el superávit fiscal primario acumuló +1,6% del PBI y el financiero, que contempla los intereses de la deuda, alcanzó +0,4% del PBI.

Sin embargo, en el esquema actual no se emite para financiar al Tesoro, pero sí por otros canales a medida que la inflación baja y la población esta más dispuesta a demandar pesos. En efecto, la base monetaria (M0¹) aumentó un 32% respecto de su mínimo en marzo a

partir de la no renovación de y de compra de dólares en el mercado que no fueron enteramente esterilizadas. Así, la progresiva estabilización lleva al desarme de la deuda de las entidades bancarias con el Estado (LECAPS, LEFIS) que se vuelca luego al financiamiento al sector privado. En ese sentido, el crédito al sector privado viene creciendo 53% desde marzo.

Bases monetarias – a precios constantes de abr-24.



En definitiva, el Gobierno mantiene fija Fuente: elaboración propia a base del BCRA e INDEC.

la base monetaria amplia² en ARS 47 billones (de abr-24) pero cambia su composición: salen títulos

¹ Circulación monetaria: billetes y monedas en poder del público y en entidades + cuenta corriente en el Banco Central.

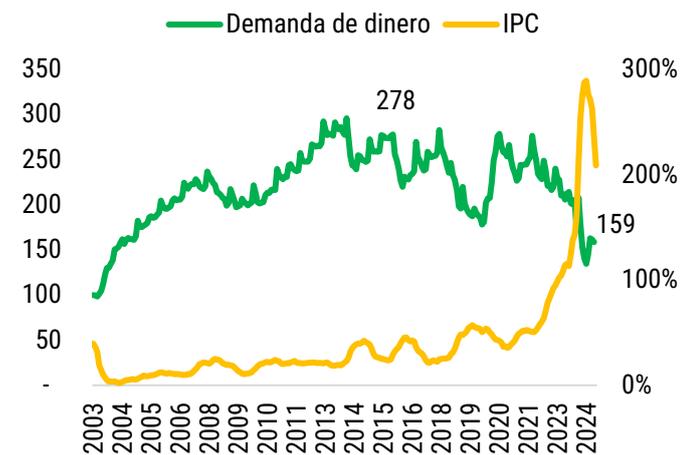
² M0 + pasivos remunerados del BCRA + LEFIS + Depositos del gobierno



de deuda y entran pesos. De esta manera, la base monetaria (M0) todavía se encuentra lejos de los niveles promedio vigentes antes de la fuerte aceleración inflacionaria que se dio especialmente a partir de 2022.

Dado el progresivo incremento de la cantidad de dinero circulante en la economía, una forma de cuantificar la recuperación de la confianza en la moneda es observando la demanda de dinero (M2 privado). Esta variable se encuentra compuesta por los billetes y las monedas en manos del público (+28%), por los depósitos privados en cuenta corriente (+28%) y por los depósitos privados en caja de ahorro (+45%). Como comentamos anteriormente, a medida que la

Demanda de dinero e inflación – base 2011 = 100 e i/a.



Fuente: elaboración propia a base de INDEC.

inflación retrocede, la penalidad por tener pesos disminuye y por lo tanto su demanda aumenta. En caso de una aceleración inflacionaria ocurre el proceso inverso y, como puede verse en el gráfico, desde 2013, exceptuando una breve pausa durante la pandemia, la demanda de dinero se venía reduciendo de forma sostenida.

De esta manera, el incremento de la base monetaria viene encontrando un correlato en la recomposición de la demanda de dinero que, de todas formas, sigue en niveles históricamente bajos y lejos de los mejores valores de 2023 (-31% vs ene-23) o de la relativa normalidad de 2017 (-62% vs ene-17). Hacia adelante, de continuar disminuyendo la inflación como prevé el REM³ (cerrando 2024 con un 124% y 35% para 2025), resulta esperable que el proceso se mantenga y podría colaborar en evitar una excesiva presión sobre el tipo de cambio al momento de levantar el cepo.

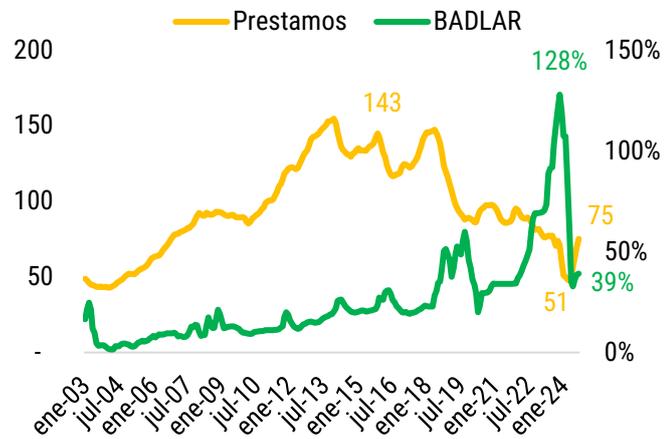
Ampliando sobre el crecimiento del crédito, el superávit fiscal achicó las necesidades de financiamiento estatal y, junto con la fuerte devaluación inicial, permitió modificar la dinámica de las tasas de interés de la administración anterior. Inicialmente, el Banco Central redujo la tasa de interés afectando la rentabilidad financiera de los instrumentos en pesos e impulsando su vuelco al crédito privado. En los últimos meses, las tasas de política monetaria se mantuvieron fijas al 40% mensual (TNA) y recientemente fueron modificadas a la baja (35% TNA). De esta forma se mantuvo el atractivo en dólares (2% mensual) y se volvieron competitivas versus la inflación en medida que se fue reduciendo (actualmente +3,5%).

³ Relevamiento de Expectativas del Mercado del Banco Central.



En suma, la reducción de la inflación y la mejoría de la actividad económica (+2,4% desde marzo) llevaron al crédito privado por un camino positivo desde mar-24, marcado por la recomposición tanto de los préstamos a personas físicas (+49%) como a las jurídicas (+47%). Se alcanzaron los valores más altos del 2023 (-0,2% i/a), aunque se encontraron lejos de los períodos de estabilidad económica (-46% vs ago-17).

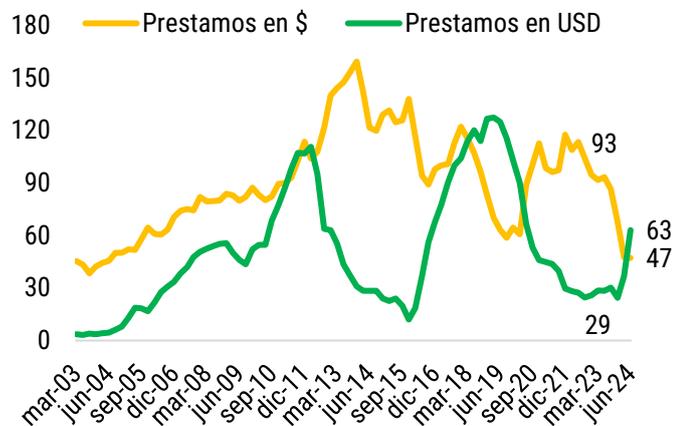
Préstamos y tasa BADLAR – base 2011 = 100 y en TNA.



Fuente: elaboración propia en base a BCRA.

Haciendo foco en el sector agropecuario, la dinámica del crédito en pesos es diferente debido a que existe la posibilidad financiarse en dólares: se incrementó un +158% (desde dic-23) por un combo entre tasas atractivas y expectativas de estabilidad cambiaria a futuro. Siendo que los préstamos en moneda extranjera están restringidos a quienes poseen ingresos en divisas, esencialmente exportadores, el agro obtiene mayor financiamiento por esta vía que otras actividades (+121% i/a versus un +61% i/a). De esta manera, en el segundo trimestre el crédito en pesos no experimentó una recuperación como sucedió en el resto de las producciones privadas (+22% i/t), sino que ralentizó la caída (-1% i/t). Más en profundidad, la lechería fue la única actividad que tuvo un crecimiento en el financiamiento en pesos en términos reales (+2% i/t). Tanto la ganadería (-6%) como la agricultura (-7%) continuaron reduciendo su endeudamiento por esa vía en el primer semestre del 2024. En cambio, el stock de crédito en dólares subió USD 281 millones en agricultura (+51% i/t), USD 50 millones en ganadería (+66% i/t) y USD 15 millones en lechería (+8% i/t).

Préstamos al sector agroindustrial – base 2011 = 100.



Fuente: elaboración propia en base a BCRA.

En definitiva, el crédito, que parte de niveles históricamente bajos por el impacto de la inflación y la absorción del financiamiento por parte del Gobierno entre 2020 y 2023, puede ser uno de los elementos que traccione el consumo y la inversión. Además, la reducción de tasas de interés que se registró desde principio de año impactó positivamente a nivel fiscal, ya que redujo los intereses que afrontó el gobierno por el financiamiento. De esta forma el total de la deuda pública en pesos dejó de crecer



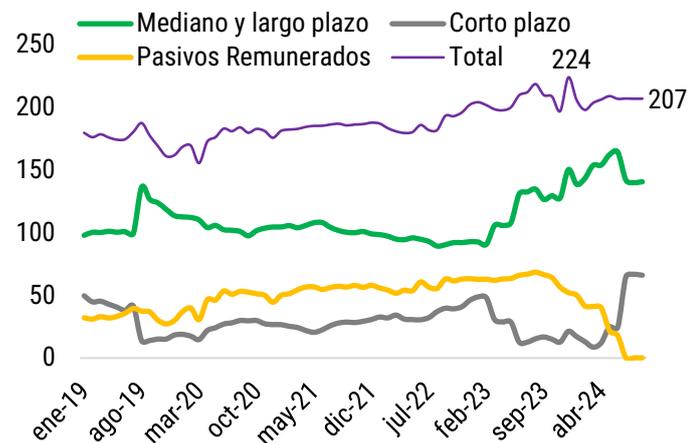
en términos reales como venía siendo la tendencia (-7,6% i/a desde diciembre). En particular, se cambió la dinámica de crecimiento de la deuda de corto plazo y de los pasivos remunerados y se logró colocar un 68% a mediano y largo plazo.

En adelante, si se profundiza la estabilidad de precios, el gobierno podría continuar en el camino de reducción de tasas para fortalecer de la moneda nacional. También propiciaría el desarme de las LEFIS y LECAPS que, si bien fueron los instrumentos elegidos para eliminar los pasivos remunerados del Banco Central, sugieren un costo financiero para el Estado. De hecho, en el caso de las LECAPS (5,4% del PBI) y otros instrumentos *bullet*⁴, al ser vencimientos únicamente de capital, el Tesoro no los contabiliza para el armado del resultado financiero. Así según estimaciones privadas, estos instrumentos devengaron vencimientos por 1,3% del PBI hasta septiembre. Se trata de un costo

relevante que se irá reduciendo en paralelo a la eliminación de las LEFIS y las LECAPS.

En ese sentido, uno de los riesgos que advierte el gobierno para no levantar los controles de cambios es la cantidad de pesos que todavía se encuentran en deuda de corto plazo (32% del total de deuda en pesos). Hoy, la renovación del stock es “automática” dado que el cepo impide arbitrar entre instrumentos en pesos y

Deuda pública en pesos – en ARS billones.



Fuente: elaboración propia en base a BCRA, INDEC.

dólares, pero la demanda por bonos en pesos en ausencia de controles cambiarios es desconocida. Así, liberar el cepo apresuradamente podría generar complicaciones en la dinámica económica que repercutirían a su vez en la esfera política donde el Gobierno parece haber mejorado su performance. Según el Índice de Confianza en el Gobierno⁵ luego de meses de retroceso el gobierno recuperó imagen positiva en octubre.

En síntesis, la situación monetaria y el mercado de deuda en pesos muestran signos de recuperación, luego de alcanzar los números más bajos en dos décadas, aún lejos de volver a los niveles vigentes previo a la aceleración inflacionaria que se dio más notablemente a partir de 2022. En este marco, la mejora general en las condiciones económicas y financieras reavivó el debate en torno a la salida del cepo. Sin embargo, el Gobierno no parece apurado por modificar su política cambiaria y la opinión del equipo económico es que el tiempo está a su favor: cada mes transcurrido es un mes más de superávit fiscal, baja de la inflación y desarme de deuda pública en

⁴ Instrumentos que se paga completamente en una única cuota al final del plazo del préstamo.

⁵ Elaborado por la Universidad Torcuato Di Tella.



pesos. En definitiva, pese a la evolución positiva de la economía de los últimos meses la salida del cepo todavía presenta riesgos para una administración que aún sostiene su aprobación y que el año que viene debe enfrentar elecciones. Por este motivo, el levantamiento de los controles cambiarios se podría demorar hasta el primer trimestre de 2025 o bien para después de los comicios, opción que evitaría el riesgo de salir del cepo en plena campaña.

¿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

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
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/>