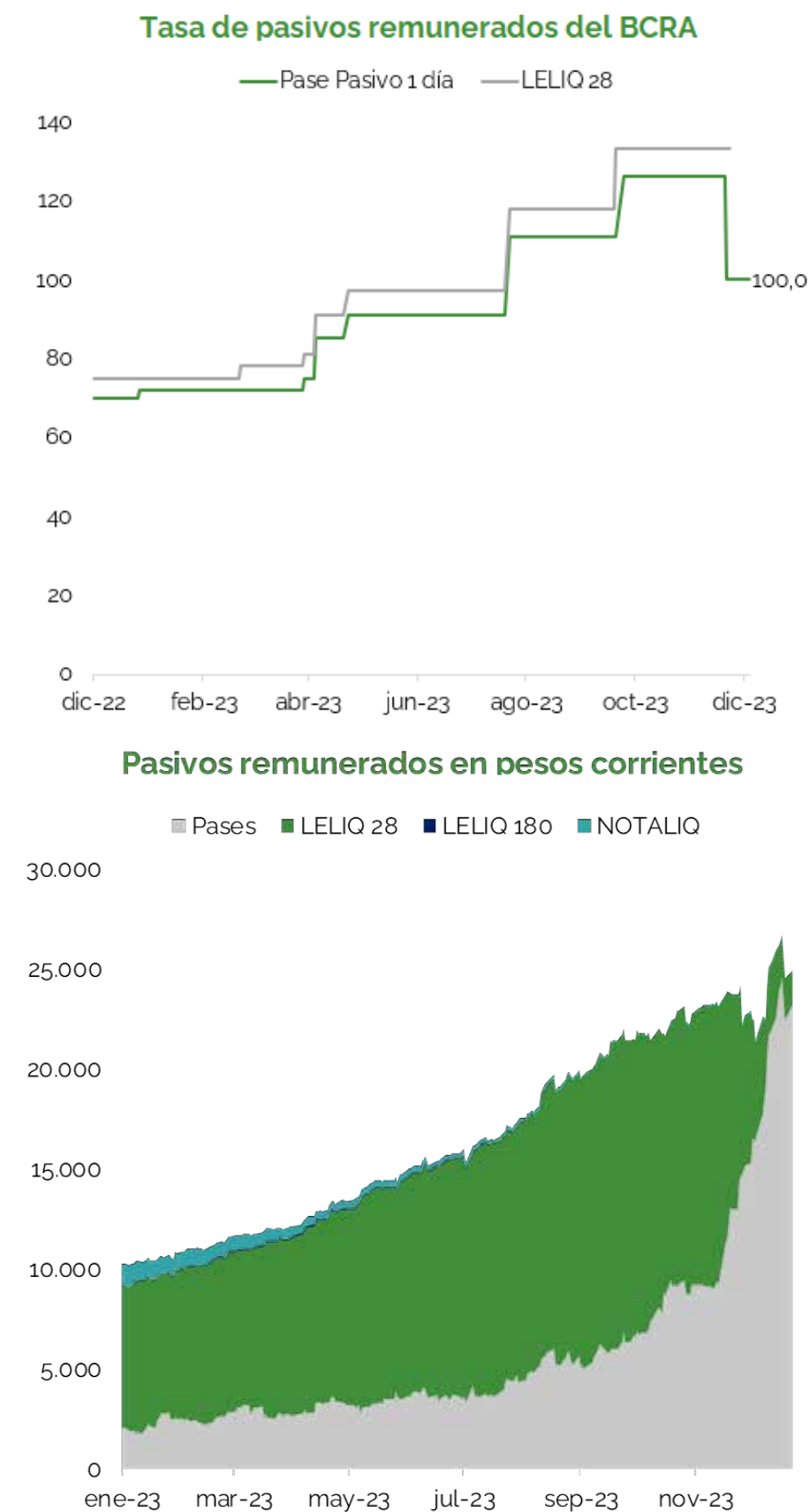


Research - Informe N°033

- **La reducción del déficit cuasifiscal: Cambio de la tasa de interés de política monetaria y el adiós a las LELIQ**
- **¿Qué impresiones nos deja la baja de la tasa de interés? Los pesos se licuarán frente a la inflación.**
- **El DNU 70/2023 de desregulación de la economía. Consecuencias y viabilidad en “calle”, justicia y congreso.**
- **Análisis de los BOPREAL (bonos para deuda de importadores). ¿Son una opción viable?**



Comenzó el ajuste del déficit cuasifiscal.

El presidente Javier Milei fue contundente en su discurso¹ al proyectar como su principal objetivo de política económica reducir tanto el déficit fiscal como el déficit cuasifiscal del BCRA. Según Milei, la solución a la herencia es un ajuste fiscal de shock. El lunes 18-dic el Banco central comunicó² que el Directorio resolvió tomar 5 medidas con el propósito de clarificar y simplificar la señal de tasa de política monetaria. Las medidas redujeron las tasas de interés efectivas de la economía y no fueron solo un cambio simbólico. es más de votos, captados todos por UxP.

La tasa de pases pasivos es la nueva tasa de política monetaria

1 Cambio de tasa de política monetaria.

La tasa de interés de política monetaria pasará a ser la tasa de los pases pasivos a un día de plazo, tasa que desde el 13-dic fue establecida en 100% TNA. Finalmente, en estas últimas semanas la tasa de interés de referencia se redujo del 133% al 100% TNA.

2 Adiós a las LELIQ.

Con el fin de racionalizar su esquema de gestión de liquidez, el BCRA decidió dejar de realizar licitaciones de LELIQ a futuro, pasando a ser las operaciones de pases pasivos su principal instrumento de absorción de excedentes monetarios.

3 Clarificar el canal de transmisión

Al centralizar sus operaciones en un solo instrumento, y al ser su tasa de política la única tasa de interés de referencia se busca hacer más clara la señal de política monetaria y fortalecer su transmisión al resto de las tasas de interés de la economía.

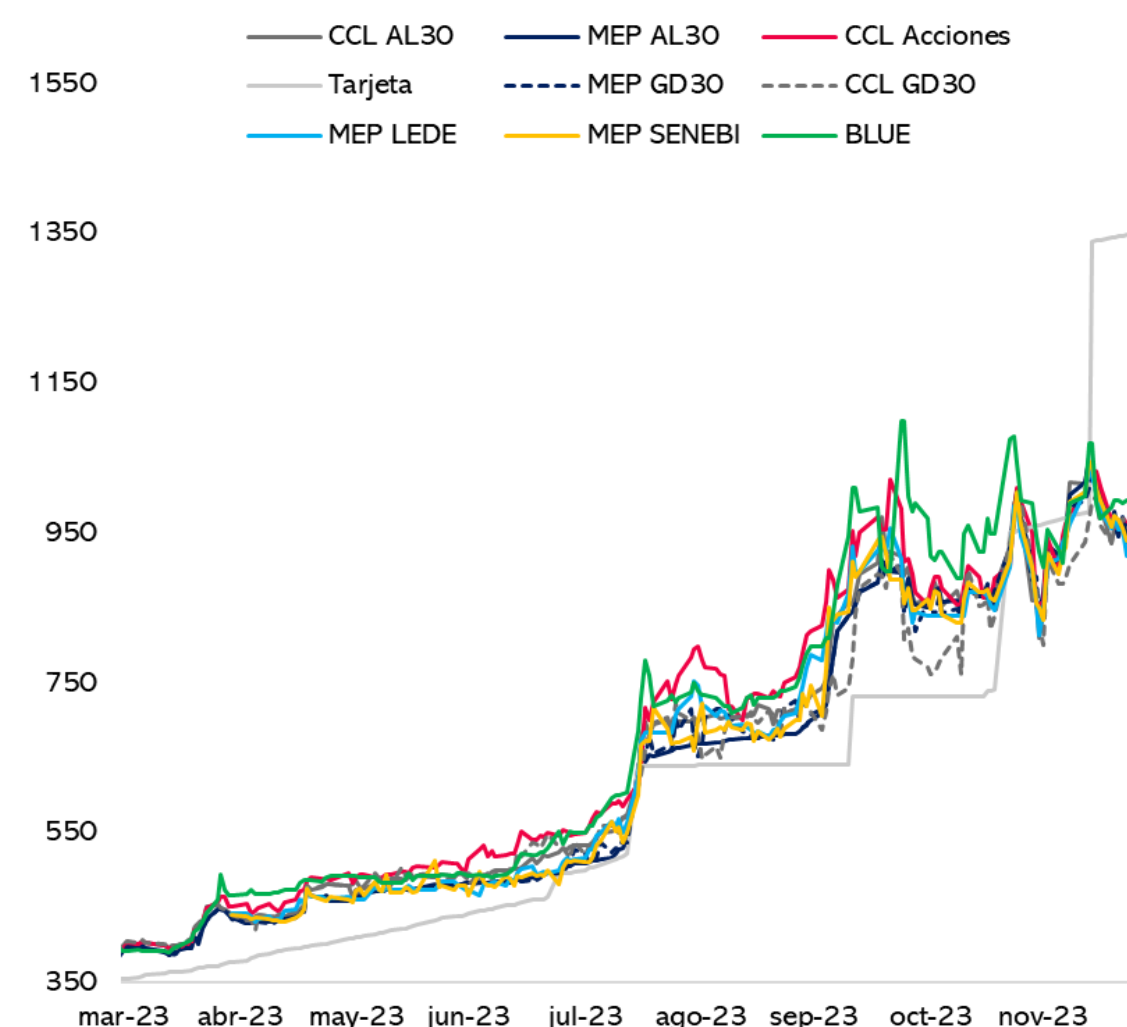
4 Puts sobre instrumentos del Tesoro Nacional.

En cuanto a las operaciones de inyección de liquidez, el BCRA seguirá ejerciendo la posibilidad de realizar pases activos y ofrecer puts sobre instrumentos del Tesoro que el BCRA considere adecuados. El Directorio dispuso³, que aquellos títulos susceptibles de ser vendidos al BCRA por el mecanismo de put no computarán a efectos del límite de fraccionamiento crediticio al sector público.

¹ Para ver un resumen de las políticas incluidas en su discurso ver la primera página de nuestro Informe N°032 ([disponible aquí](#)).

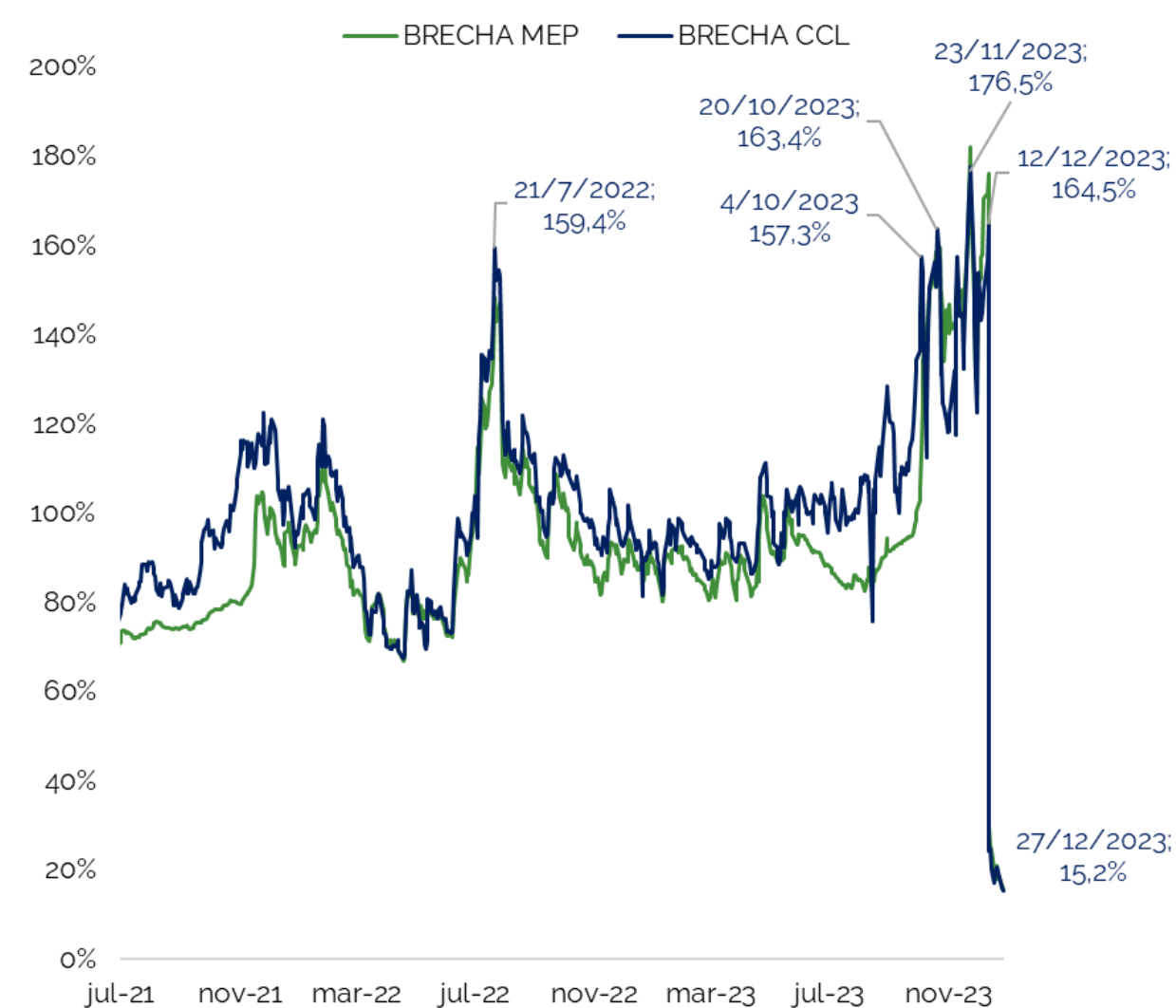
² Ver publicación oficial del BCRA ([disponible aquí](#))

³ Ver comunicación "A" 7921 ([disponible aquí](#))

Cotizaciones Financieras y Tipo de Cambio Solidario
ARS/USD

Brecha Cambiaria

MEP (AL30) y CCL (GGAL) vs tipo de cambio Oficial A3500



5 Baja en la tasa de interés mínima del plazo fijo.

En el contexto de un excedente significativo de liquidez y de elevada inflación, el BCRA consideró prudente mantener una tasa de interés mínima para los depósitos a plazo fijo, que decidió⁴ establecer, en 110% TNA (desde 133% antes). Adicionalmente, se seguirán ofreciendo al público depósitos a plazo fijo ajustables por UVA. Para otorgarle previsibilidad a la disponibilidad de los recursos decidió eliminar la tasa mínima de pre-cancelación del plazo fijo UVA.

¿Qué impresiones nos deja la baja de la tasa de interés?

Las posiciones en pesos perderán contra la inflación. Los bonos CER operan a TIR negativas ya que incorporaron la aceleración inflacionaria apenas Milei ganó el ballotage. Las colocaciones a tasa fija no alcanzan a la inflación (7% mensual la LEDES y LECER, y 30% inflación proyectada). El crawling peg corriendo al 2% mensual hace que el carry de los bonos DLK se vea insuficiente (deberían incorporar una mayor expectativa de devaluación).

Los Fx financieros estuvieron anclados luego del cambio de mandato y en la última semana descendieron por debajo de los ARS 950 ¿Qué queda? Creemos que, como lo indican los manuales de macroeconomía, esta baja de la tasa de interés impulsará al consumo en primera instancia y a la dolarización de carteras (sobre todo minoristas saliendo de plazo fijo). Aunque esto último todavía no lo estamos observando de forma magnificada, pero tendemos a pensar que si las expectativas no son del todo optimistas, tarde o temprano podría verse una dolarización acelerada. También puede ser un objetivo en sí mismo si una de las propuestas de política económica es dolarizar la economía argentina. Ahora, dadas las presiones inflacionarias que enfrenta la economía para los próximos meses y la previsión de que la inflación se acelere al 30% mensual en dic-23 y ene-24, la baja de las tasas de interés fue una maniobra agresiva y que posiblemente tenga consecuencias en un debilitamiento del peso. Ahora estamos expectantes sobre si la profundidad del ajuste fiscal es lo suficientemente fuerte como para anclar las expectativas: Si no habrá más emisión monetaria por ninguna fuente (ni fiscal ni cuasifiscal) la baja de la tasa de interés podría ser un cambio positivo una vez pase el ajuste de precios relativos que se llevará a cabo en los próximos meses. Pero la baja de la tasa de interés también podría ser contraproducente en el mediano plazo si las expectativas se forman con menos optimista a medida que el ajuste fiscal se encuentra con trabas y contratiempos de distinta índole. Sostenemos que la dolarización podría ser un objetivo final de esta política económica, por lo que tal vez, la suba del tipo de cambio y la dolarización de cartera no sea una consecuencia negativa para el Gobierno. Por ahora la brecha cambiaria cayó hasta el 15%, mínimo desde el año 2019.

Apartado 1: DNU 70/2023

El anuncio del DNU 70/2023.

El 20-dic, en una cadena nacional⁵ de 18 minutos, el presidente Javier Milei anunció el DNU para desregular la economía. El decreto 70/2023 se publicó⁶ en el Boletín Oficial el 21- dic, conteniendo 366 artículos a lo largo de 54 páginas. Por su intermedio se declara la emergencia pública en materia económica, financiera, fiscal, administrativa, previsional, tarifaria, sanitaria y social hasta el 31.12.2025 (art. 1) y se dispone también que el Estado Nacional promoverá y asegurará la vigencia efectiva, en todo el territorio nacional, de un sistema económico basado en decisiones libres, adoptadas en un ámbito de libre concurrencia, con respeto a la propiedad privada y a los principios constitucionales de libre circulación de bienes, servicios y trabajo. Se agrega que, para cumplir ese fin se dispondrá la más amplia desregulación del comercio, los servicios y la industria en todo el territorio nacional y quedarán sin efecto todas las restricciones a la oferta de bienes y servicios, así como toda exigencia normativa que distorsione los precios de mercado, impida la libre iniciativa privada o evite la interacción espontánea de la oferta y de la demanda (art. 2). El Decreto se encuentra sujeto al control legislativo posterior establecido en el art. 99, inc. 3, de la Constitución Nacional y en la Ley 26.122. De acuerdo con lo establecido en esta última ley, el Decreto mantendrá su vigencia mientras que no sea rechazado por ambas Cámaras del Congreso de la Nación. Para profundizar por tópicos recomendamos ir al DNU o a explicaciones⁷ de estudios jurídicos.

El “Shock de Libertad.”

La desregulación o “shock de libertad” como lo llamó Milei, derogó numerosas leyes (ley de alquileres, ley de abastecimiento, ley de góndolas, ley de promoción industrial, ley de tierras), descongeló los precios en varios mercados (principalmente lo relacionado a salud, prepagas y comunicación) y reformó el mercado laboral (extensión de períodos de prueba, reducción de indemnizaciones, limitantes a huelgas a través de la esencialidad de servicios). El DNU 70/2023 ►►

⁴ Ver comunicación “A” 7922 (disponible aquí)

⁵ Cadena Nacional de anuncio del DNU 70/2023 (disponible aquí)

⁶ Publicación en boletín oficial del DNU 70/2023 (disponible aquí)

⁷ Ver resumen del Estudio Beccar Varela (disponible aquí), Tarifar para materia aduanera (disponible aquí), Estudio O’Farrell para materia laboral (disponible aquí) y Blog del Contador para materia impositiva y laboral (disponible aquí).

modifica los artículos 765 y 766 del Código Civil, lo que ahora permite que se puedan hacer operaciones en el país en una moneda que “sea o no de curso legal”, aclarando que “los jueces no pueden modificar la forma de pago o moneda pactada por las partes”. La canciller, Diana Mondino, publicó⁸ que “Ratificamos y confirmamos que en Argentina se podrán pactar contratos en Bitcoin” y agregó: “También cualquier otra cripto y/o especie como kilos de novillo o litros de leche”.

Las trabas al decreto.

Una de las principales incógnitas, tanto para las medidas económicas⁹ como para este DNU de desregulación, es el apoyo político y social. ¿podrá Milei contar con la gobernabilidad necesaria para convalidar su espíritu reformista? Hace una semana, la consultora 1816 planteó que esta necesidad de gobernabilidad tiene en 3 dimensiones: la “calle”, la justicia y el Congreso. Coincidimos con esa visión y le dimos cierto seguimiento para medir indirectamente como se desarrolla la gobernabilidad del Milei.

1 Dimensión “Calle”.

El nuevo protocolo antipiquetes¹⁰ generó polémicas. La nueva reglamentación del Ministerio de Seguridad de la Nación habilita a las fuerzas de seguridad federales a intervenir ante casos de protestas en los que se interrumpa la circulación de personas y medios de transporte. Podrán actuar sin orden judicial, pero no tienen permitido portar “armas letales”. Lógicamente, La oficialización del protocolo abrió un debate jurídico entre quienes creen que la norma garantiza el tránsito y la libre circulación y quienes creen que limita y restringe el derecho a la protesta. Por ahora, el protocolo anti-piquetes no generó grandes tensiones a nivel agregado y más allá de algunos detenidos puntuales por cortes de calle, no pasó a enfrentamientos. Por otro lado, esta semana, la CGT realizó el 27-dic una marcha¹¹ frente a tribunales en contra el DNU, pero fue un acto corto que duró solo algunos minutos. Sin embargo, hubo intentos de corte de calle por la cantidad de personas que asistieron, pero que no pasaron a mayores. Sin llamado a paro general firme, por ahora, esta dimensión muestra tensión, pero parece no estar descontrolada.

2 Dimensión Justicia.

El poder Judicial tiene la potestad de no aprobar artículos de los decretos si considera que van en contra de otros derechos o si son inconstitucionales. El juez laboral José Ignacio Ramonet decidió, el 27-dic, el rechazo de la medida cautelar interina que planteó la Confederación General del Trabajo (CGT) en su amparo para suspender las modificaciones al régimen del trabajo que introdujo el decreto de necesidad y urgencia (DNU) 70/2023 que dictó el gobierno. Sostuvo que en el decreto no hay “razones graves y objetivamente impostergables” y le dio al gobierno tres días para que responda el amparo.

3 Dimensión Congreso.

Cada uno de los DNU promulgados por el poder Ejecutivo deben tener un paso previo por el Congreso. A lo largo del proceso, donde los legisladores analizarán si aprueban o no la medida, mantendrá fuerza de ley. El jefe de Gabinete, en este caso Nicolás Posse, debe enviar en los próximos 10 días el decreto a la Comisión Bicameral Permanente de Trámite Legislativo, conformada por 8 diputadas y 8 senadores, cuyos nombres todavía deben definirse. Una vez que ingrese a cada Cámara, los Diputados y Senadores únicamente tendrán la posibilidad de aprobar o rechazar el DNU, no hay instancias de suspensiones, agregados o cualquier tipo de modificación a la norma. La aceptación o el rechazo del decreto debe contar con el voto de la mayoría absoluta de los miembros presentes. Si ambas cámaras rechazan el DNU, este pierde validez de forma permanente. De todos modos, en el período que comprende la promulgación del decreto hasta el final de su tratamiento en el Congreso, mantendrá la vigencia como una ley más. El DNU todavía espera por tener la aprobación en el Congreso, en medio de la postura de la oposición que busca reunir los votos para anularlo. Ante este escenario, Milei cree que el decreto 70 y las reformas que propone tienen un fuerte apoyo popular. Más adelante, en una entrevista televisiva el 26-dic, Milei declaró¹² que “si me rechazaran el DNU, llamaría a un plebiscito”. Si bien el resultado no sería vinculante¹³ (debería ser convocado por el Congreso para que lo sea), obviamente, tendría un gran efecto político.

⁸ Cuenta oficial de Twitter de Diana Mondino (disponible aquí).

⁹ Ver primeras 4 páginas de nuestro Informe N°032(disponible aquí)

¹⁰ Se puede ver la publicación en el boletín oficial de la resolución 943/2023 del 14-dic(disponible aquí)

¹¹ Se puede leer la cronología completa del acto de la CGT en Infobae (disponible aquí)

¹² Entrevista de Javier Milei con Luis Majul del 26-dic (disponible aquí).

¹³ Para realizar esta convocatoria vinculante, es necesario que ambas cámaras aprueben una ley de convocatoria con el voto de la mayoría absoluta de los legisladores

Apartado 1: DNU 70/2023



Las trabas al decreto.

Con el objetivo de proveer previsibilidad a los pagos asociados con el stock de deuda comercial de importadores acumulada hasta el 12-dic-23, el BCRA dio¹⁴ a conocer las condiciones de los nuevos instrumentos conformados por tres series de Bonos para la Reconstrucción de una Argentina Libre (BOPREAL). Estos bonos serán ofrecidos como vehículos para canalizar la demanda de divisas de los importadores de bienes y servicios con deudas comerciales por operaciones con registro aduanero o servicio efectivamente prestado hasta el 12- dic-23.

1 Descripción de los BOPREAL.

El BCRA ofrecerá un abanico de alternativas a través de tres instrumentos, teniendo en cuenta la imposibilidad de dar una solución única de corto plazo para todos los importadores. Los tres instrumentos, que estarán denominados y serán pagaderos en dólares, podrán ser adquiridos en pesos mediante un boleto técnico cambiario de adquisición de divisas.

2 Requisitos.

El BCRA estableció¹⁵ los requisitos para que los importadores con deudas con el exterior por importación de bienes con registro aduanero anterior al 12-dic-23 y por importación de servicios efectivamente prestados con anterioridad a la misma fecha puedan acceder a las licitaciones primarias de estos instrumentos. En la misma comunicación, se estableció que las ventas con liquidación en moneda extranjera de los títulos adquiridos en licitación primaria no limitarán el acceso al MULC del tenedor para cursar otras operaciones habilitadas. La entidad bancaria que concrete la oferta de suscripción en nombre del cliente deberá contar con las respectivas certificaciones sobre el monto pendiente de pago de las oficializaciones involucradas en el Seguimiento de Pagos de Importaciones de Bienes (SEPAIMPO), las cuales deberán verificar que:

- i. La obligación califica como una deuda por importaciones de bienes según lo indicado en el punto 10.2.4. de las normas de “Exterior y cambios”.
- ii. La operación se encuentra declarada, en caso de corresponder, en la última presentación vencida del “Relevamiento de activos y pasivos externos”.
- iii. Se cumplen las condiciones previstas en el punto 10.3.2.1. de las normas de “Exterior y cambios” para el acceso al MULC excepto aquella prevista en el inciso viii).
- iv. El cliente cumple los requisitos complementarios previstos en los puntos 3.16.2. a 3.16.6. de las normas de “Exterior y cambios”.
- v. Se cuenta con una declaración jurada del cliente en la que deja constancia que la deuda por la cual solicita la suscripción se encuentra pendiente de pago.

3 Características de los BOPREAL.

Se emitirán 3 bonos inicialmente: Serie 1, serie 2 y serie 3. Dado el strip del BOPREAL serie 1, **en última instancia habrá 6 bonos en total** a partir de mar-24. El BOPREAL Serie 1 será ofrecido por el BCRA a partir del 26-dic-23. Las Series 2 y 3 del BOPREAL se ofrecerán en montos máximos establecidos en función de los datos provistos por el padrón de deudas comerciales de importadores confeccionado conjuntamente por AFIP y Secretaría de Comercio e Industria (el “Padrón de Deudas Comerciales con el Exterior”).

i. BOPREAL SERIE 1 (BPO27).

Al ser este el instrumento de mayor plazo y, por ende, el que más resguarda las divisas del BCRA, se incorporaron características particulares con el objetivo de atraer la mayor demanda por parte de los importadores, particularmente de las grandes empresas. En la medida que dicho objetivo sea logrado, se podrá contar con mayor disponibilidad de los títulos de menor plazo, particularmente orientados a aquellos importadores que por diversas particularidades no puedan adquirir este instrumento. La SERIE 1 devengará una tasa de interés del 5% anual y, al igual que las otras dos series, será pagadero en dólares (tanto el capital como los intereses). La principal particularidad de este instrumento es que será separado a partir del 1 de marzo de 2024 en 4 series independientes (strip), manteniendo idénticas condiciones al bono original y sumando beneficios adicionales en 3 de las 4 series (la SERIE 1-D no los incluye). Tanto la SERIE 1 como sus series independientes (strip) serán habilitadas para su transferencia y negociación en mercados secundarios. Los BOPREAL SERIE 1-A, SERIE 1-B Y SERIE 1-C, equivalentes al 70% del total de la SERIE 1, incorporan:

¹⁴ Comunicación “B” 12695 del 22-dic-23 (disponible aqui)

¹⁵ Comunicación “A” 7925 (disponible aqui)

- a. La opción de rescate anticipado en favor del tenedor, brindando una opción de liquidez temprana en cualquier momento a partir de las fechas indicadas para cada serie y hasta el vencimiento de los títulos.
- b. Serán elegibles para el pago de impuestos en el marco de lo dispuesto por el Decreto 72/23.
- c. Una alícuota reducida al 0% en el Impuesto PAIS, según lo explicitado en el Decreto 72/23.
- d. Una autorización excepcional para acceder al mercado de cambios a partir del 01-feb-24 para el pago de importaciones de bienes y servicios anteriores al 12-dic-23 por hasta el 5% del valor total de títulos BOPREAL SERIE 1 adquiridos en licitación primaria, en la medida que la participación en dichos títulos represente al menos el 50% del total de deuda por importación de bienes y servicios al 12-dic-23.

ii. BOPREAL SERIE 2 (BPJ25).

Este instrumento no devengará intereses, y contempla el repago de principal en 12 cuotas mensuales y consecutivas a partir de jul-24. El monto total de emisión estará limitado en base a la capacidad del BCRA de comprometer divisas en el corto plazo. Es por ello que se trabajará con la información resultante del Padrón de Deudas Comerciales con el Exterior para determinar el monto máximo disponible. Este instrumento no será habilitado para la negociación en mercados secundarios, pero será transferible a los efectos de que el tenedor lo pueda ceder a un tercero (por ejemplo: proveedores del exterior, proveedores de financiamiento o entidades relacionadas)

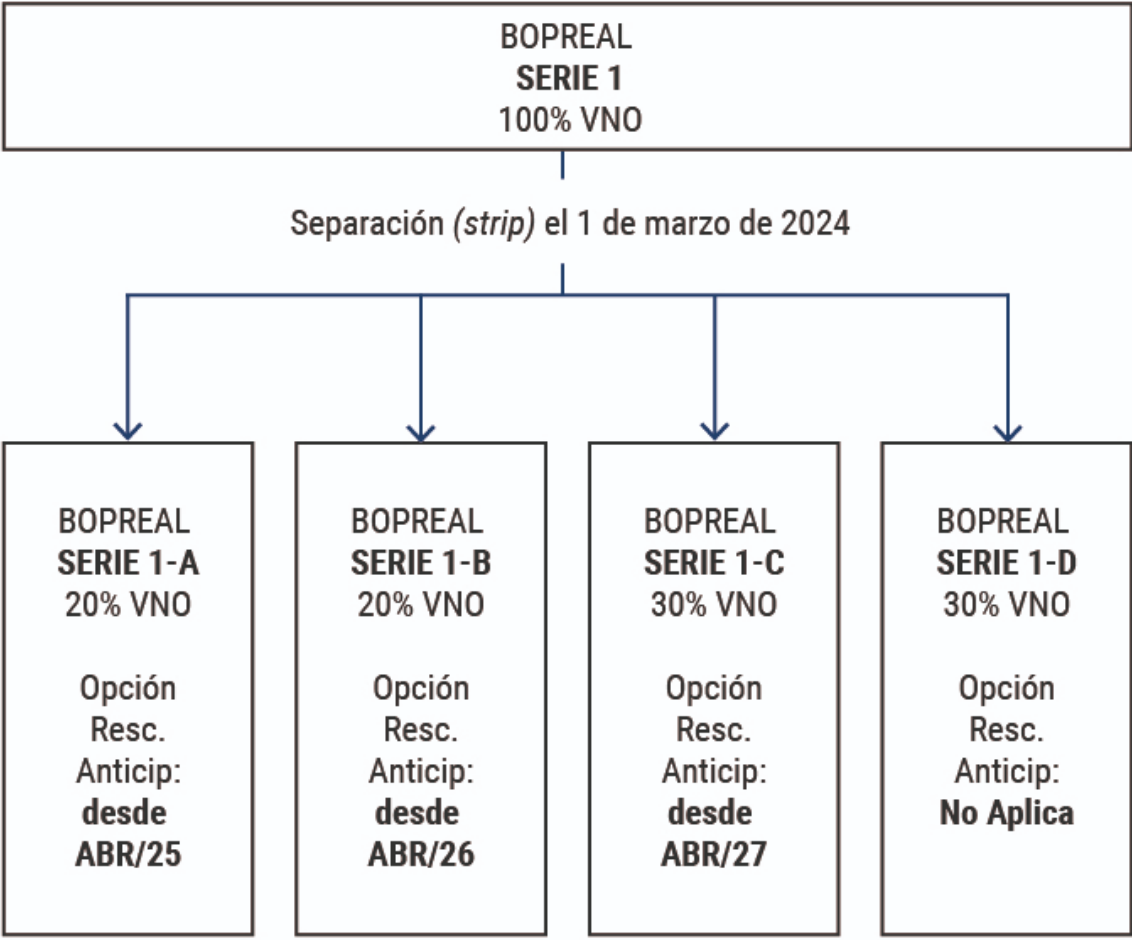
iii. BOPREAL SERIE 3 (BPY26).

Este bono devengará una tasa de interés del 3% y será amortizado en tres cuotas trimestrales consecutivas, la primera de ellas en noviembre 2025. El monto total disponible de este bono estará limitado por cuestiones de disponibilidad de divisas. En este caso, se trabajará, al igual que para la SERIE 2, con la información del Padrón de Deudas Comerciales con el Exterior. La SERIE 3 estará habilitada para su transferencia y negociación en el mercado secundario

4 Resumen de la emisión de los tres bonos BOPREAL:

	Serie 1	Serie 2	Serie 3
Vencimiento	31 de octubre 2027	30 de junio 2025	31 de mayo 2026
Moneda suscripción	Dólares, por medio de boleto técnico entregando pesos al tipo de cambio de referencia de la Comunicación "A" 3500 del día anterior a la licitación		
Moneda de pago	Dólares, excepto en caso de rescate anticipado por el inversor (Series 1A, 1B y 1C)	Dólares	Dólares
Amortización	2 cuotas iguales (abr/27 y oct/27)	12 cuotas mensuales (jul/24 a jun/25)	3 cuotas trimestrales (nov/25, feb/26 y may/26)
Interés	5%	0%	3%
Pago de intereses	Semestral (primer pago en oct/24)	N.A.	Trimestral (primer pago en ago/24)
Transferible	SI	SI	SI
Cotización	SI	NO	SI
Separación de nominales (strip)	SI Automático el 1 de marzo de 2024 – SERIES 1-A (20%), 1-B (20%), 1-C (30%) y 1-D (30%)	NO	NO
Rescate anticipado en favor del tenedor	SI (excepto SERIE 1-D)	NO	NO
Aceptable para pago de impuestos	SI (excepto SERIE 1-D)	NO	NO

5 Resumen del strip del BOPREAL SERIE 1:



¿Qué los hace atractivos?

El Gobierno da incentivos para la suscripción del Serie 1 por sobre el 2 y el 3 con el objetivo de alargar plazos. Y las subseries del serie 1 serán más atractivos que, por ejemplo, un bono serie 3 a partir de mar-24. Los sweeteners que tienen los BOPREAL son los siguientes:

1 Acceso al MULC.

Si se suscribe al menos el 50% de la deuda acumulada de importaciones a BOPREAL antes del 31-dic, te dan acceso al MULC a partir del 01-feb por hasta el 5% del monto suscripto al bono (entre 2,5% y 5,0% del total de la deuda de cada importador que suscriba antes del 31-dic.

2 Canje gratis.

Con los MEP cobrados por amortización de BOPREAL (para BOPREAL serie 1 esto será recién en abr-27) se permitirá exteriorizar los MEP gratis (canje de MEP a CCL) y pagar deudas al exterior.

3 Pago de impuestos.

Hasta USD 3.500 desde el 30- abr-25 con bonos emitidos antes del 31-mar-24 (se podrían comprar en mercado secundario). Los bonos emitidos antes del 31-mar-24 tendrían una mayor demanda por este motivo. Los impuestos podrán cancelarse tomando valor técnico del bono y tomando valor máximo entre el dólar A3500 y el MEP para la valuación del bono, según aclaró¹⁶ AFIP.

4 Impuesto PAIS.

Si se suscribe un BOPREAL antes del 31-ene-24, está exento de impuesto país en el precio de la licitación.

5 No aplica restricción cruzada.

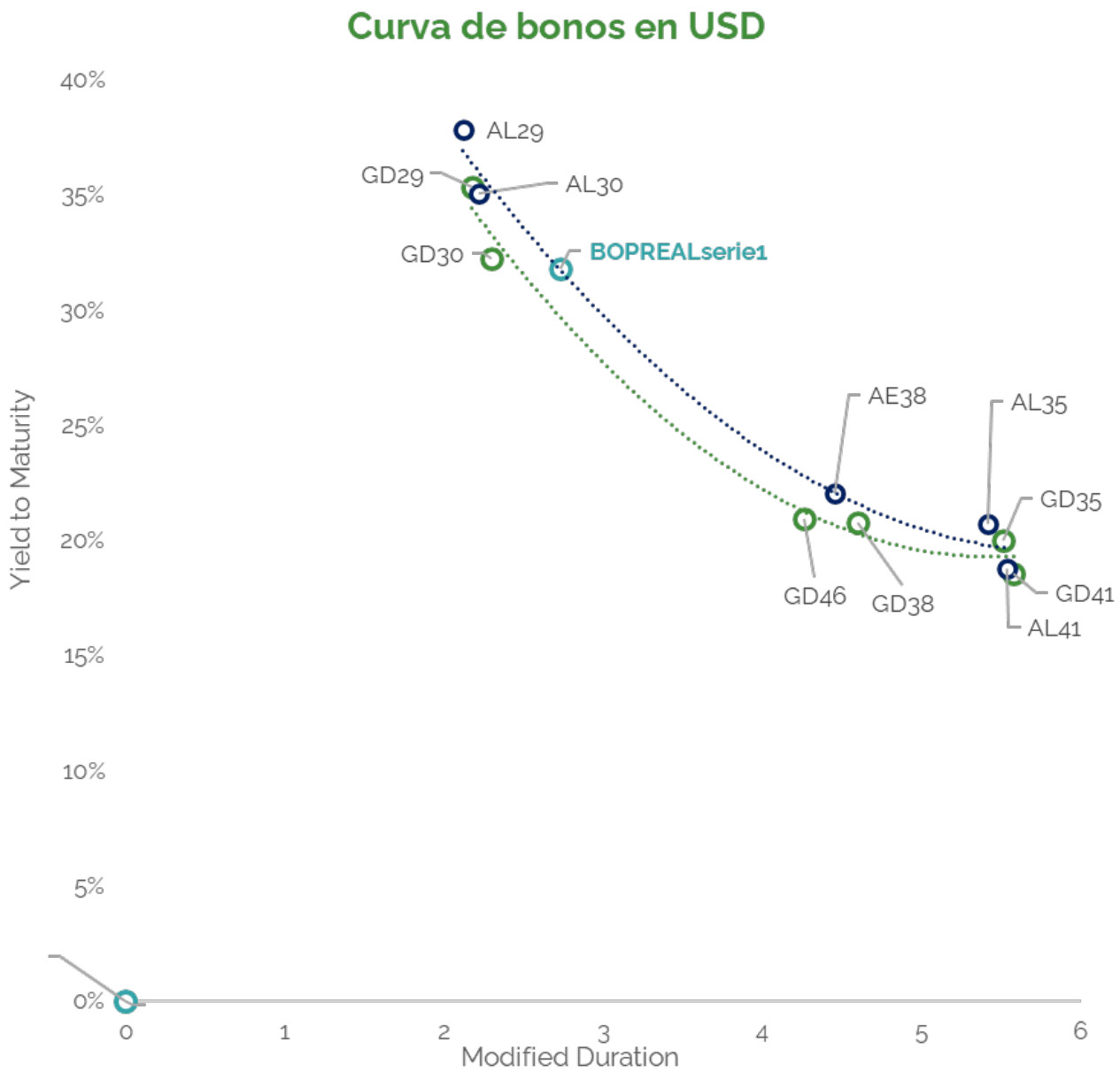
Importadores pueden comprar CCL a través de BOPREAL licitados sin perder acceso al MULC para flujo de importaciones. Pregunta clave: ¿A que precio se podrá pagar la deuda? Veamos como valuar los BOPREAL.

Valuación de los bonos.

El BOPREAL serie 1 puede considerarse como un bono Hard Dollar si se tiene a finish o como un bono dollar linked dado que tres de las subseries tendrán una opción de rescate anticipado. Estos 5 sweeteners le otorgan un valor mayor a lo que sería un bono hard dólar sin estos beneficios.

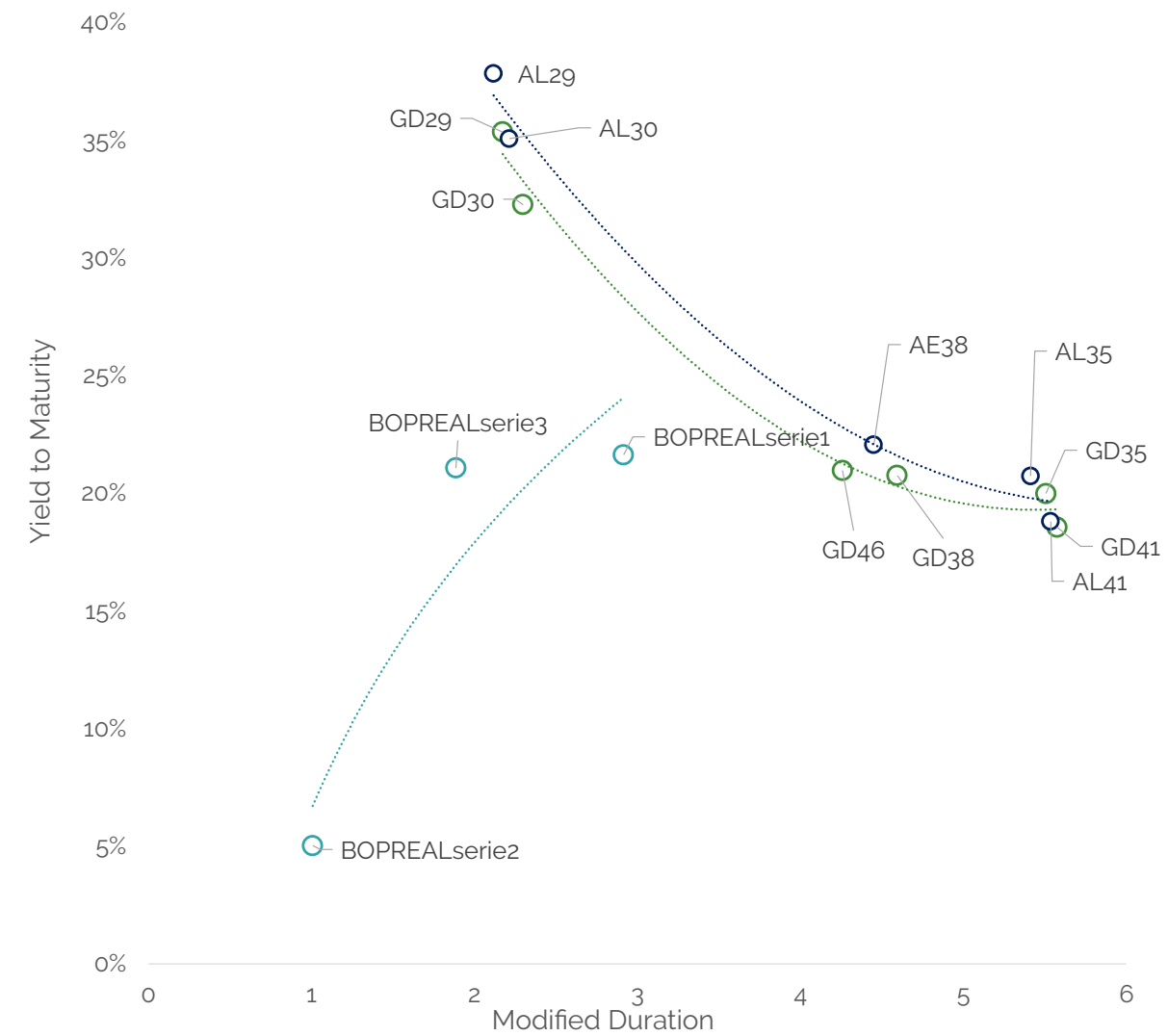
1 Valuación “pesimista”.

Si no tenemos en cuenta ningún sweetener (supuesto pesimista para la valuación) y acoplamos el bono a la curva de Bonares (BOPREAL son Ley Local) el BOPREAL SERIE 1 debería valer cerca de USD 45 (YTM de 32%) en mercado secundario. Esto implica que el suscriptor no ejerce en ningún momento el derecho a rescate anticipado de los bonos, por lo que el bono devengará intereses al 5% anual y amortizará un 50% en abr-27 y oct-27. Para un importador que quiere hacerse de dólares CCL para pagar deudas en el corto plazo, esta maniobra financiera implica suscribir los bonos en la licitación primaria a un tipo de cambio oficial sin impuesto país de ARS 808 y venderlos a lo que el mercado esté dispuesto a pagar en mercado secundario. Si el precio de venta está en los USD 45, el tipo de cambio al que accedería el importador para hacer frente a sus pagos de deuda estaría en torno a los ARS 1.800 (808*100/45) en esta opción que no tiene en cuenta los sweeteners.

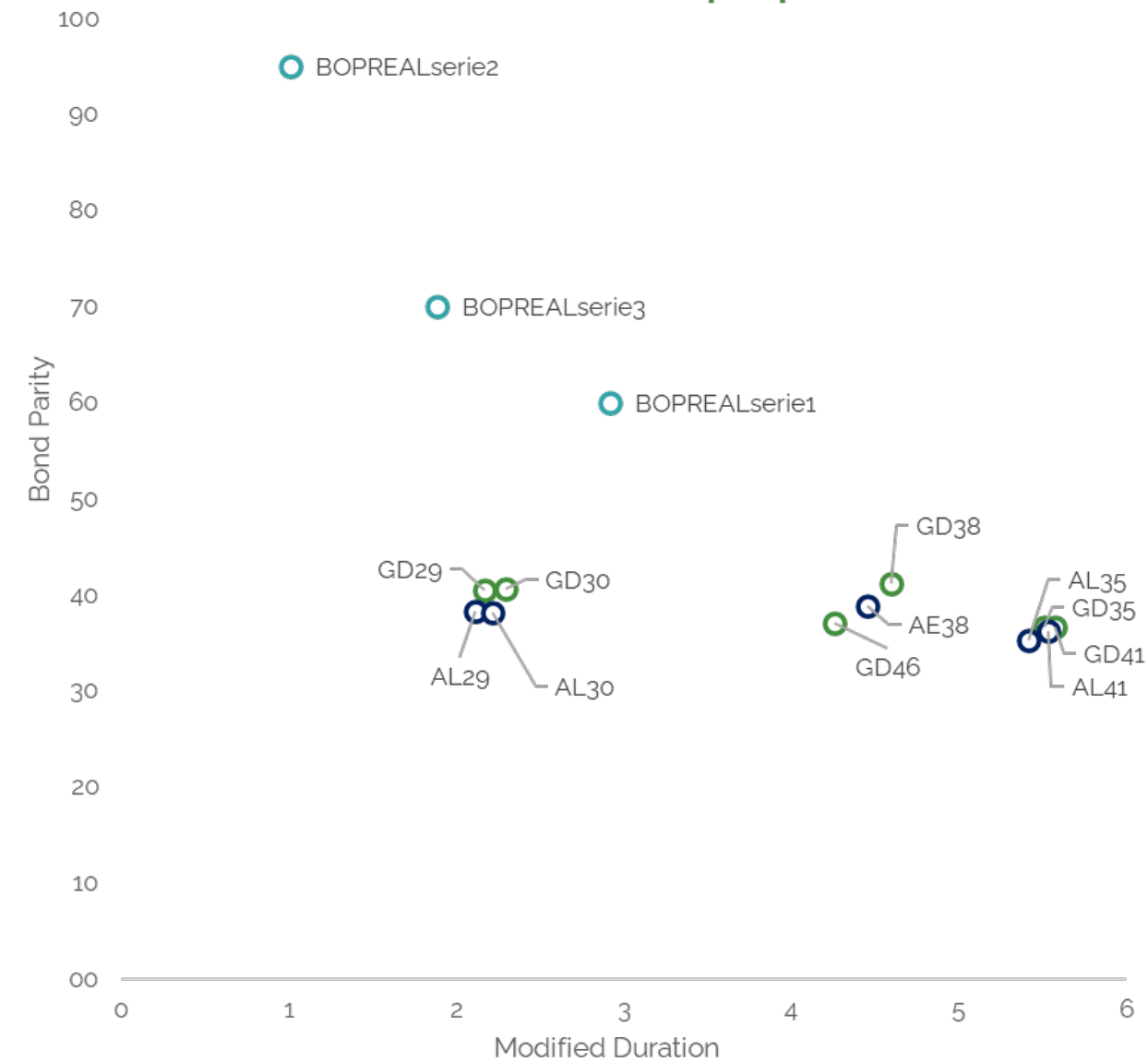


¹⁶ Ver Resolución General 5469/2023 de AFIP (disponible aquí)

Curva de bonos en USD



Curva de bonos en USD por paridad



2 Valuación “fair” .

Esta valuación es absolutamente subjetiva y está sujeta a lo que a nosotros nos parece sensato en base a como vemos el mercado hoy, el apetito que está mostrando la suscripción de BOPREAL, y los precios de entrada (compras en mercado secundario) que recopilamos en base a algunas consultas. **El BOPREAL serie 1 cotizaría más cerca de USD 60 (YTM de 22%) y daría un tipo de cambio de salida para la deuda de importadores de ARS 1.350.** Estas valuaciones implican que los BOPREAL cotizarían por encima de la paridad actual que muestran los Globales y Bonares.

Repasamos nuestras perspectivas para el corto plazo.

En la última página de nuestro Informe N°032 contamos lo que esperábamos para el corto plazo (1T24) y ahora lo ratificamos en los siguientes tópicos:

- 1 En la economía real creemos que la actividad sufrirá de corto plazo (1T24) un retroceso significativo por el impacto de la corrección de precios relativos y por el ajuste fiscal. En este escenario esperamos observar una contracción del PIB del orden del 3% en 2024, con una retracción impulsada por el gasto público y el consumo privado. Las jubilaciones y transferencias sociales tendrán un impacto sustantivo por la suspensión de la ley de movilidad, será muy significativo en el consumo privado, el nivel de los haberes que otorgue el gobierno.
- 2 Sostenemos que el principal desafío del programa es el apoyo social y político. La inflación durante dic-23 y el 1T24 alcanzará niveles no observados desde 1990 (el mismo Milei mencionó un rango entre el 20% y el 40% mensual en su discurso de asunción). Seguiremos monitoreando las tres dimensiones mencionadas.: Calle, Justicia y Congreso.
- 3 El plan tendría un componente heterodoxo de contención social. ¿El gobierno dará bonos a jubilados además de duplicar la AUH? Restará ver si el cambio en la fórmula de movilidad jubilatoria es beneficioso en el corto plazo para contener la situación. Con una aceleración inflacionaria la formula de movilidad actual aumenta los beneficios sociales con un rezago de tres meses, por lo que en el primer 1T23 los jubilados y beneficios que ajustan por movilidad sufrirían una licuación mayor al 40%.
- 4 La clave también pasa por el apoyo de “La clase media”, que fue el principal motor del triunfo de Milei en el ballotage, todavía no cuenta con medidas de contención. Este grupo (deciles 2 a 5 de la distribución del ingreso) será quien más impacto tenga en aumento de tarifas, la posibilidad de la reversión de la baja de ganancias y mayor inflación en un contexto de paritarias que tardarán en reaccionar. La baja de subsidios perjudicará el consumo de este sector.
- 5 Es muy posible que haya nuevas medidas todos los meses. Es casi un hecho que serán necesarias nuevas políticas para el 2T24. Las políticas económicas anunciadas servirán como puente hasta la cosecha en caso de funcionar y, una vez que las reservas internacionales comiencen a recomponerse con la cosecha gruesa, hará falta tomar nuevas decisiones en torno a la política fiscal, cambiaria y monetaria.
- 6 El riesgo del ajuste fiscal. El ajuste fiscal depende de manera relevante de una mayor recaudación fiscal (el 43% del ajuste total sería con más impuestos) y esto podría generar dudas sustanciales en los próximos meses, especialmente debido a que algunos impuestos serían “transitorios” y, además, porque su implementación podría requerir necesidad de aprobación del Congreso. Además, y no menos importarte, la reducción del gasto es considerable y generará redistribución de riqueza entre distintos actores de la economía (la suspensión de la obra pública, la pauta y la anulación de nuevos contratos).
- 7 El riesgo del cepo cambiario. El cepo no se dismanteló y muchas restricciones están vigentes. El riesgo latente de mantener el actual aparato de restricciones cambiarias es que la inflación borre rápidamente la corrección nominal del tipo de cambio y caer nuevamente en un atraso cambiario importante. Estimados que con la inflación que proyectó el mismo Milei, y con el crawling del 2% mensual, para mediados de mar-24. En este caso, puede ser necesario realizar una nueva corrección cambiaria para finalmente migrar a un sistema de tipo de cambio unificado, sin restricciones en la cuenta de capital y financiera, excepto las regulaciones macroprudenciales que requiere todo “país normal”.

8

La paciencia de los proveedores de los importadores. Los importadores no tienen una solución al pago de sus deudas ya que los BOPREAL podrían ser un mecanismo perjudicial si su cotización cae sustancialmente en mercado secundario hasta conseguir un comprador en el exterior. Creemos que habrá importadores que realicen pagos al exterior a precios de CCL de entre ARS 1.200 y ARS 1.800, dependiendo de la impaciencia y el estado de situación de cada uno (negociación con proveedores). Y el problema no se agota solo en la deuda previa al 12-dic, si no que en el nuevo esquema de pagos de importaciones (Ver páginas 3 y 4 de nuestro Informe N°032) los importadores seguirán acumulando nueva deuda en los próximos 4 meses, generando mayores presiones en la negociación con sus proveedores o casas matrices. La restricción¹⁷ cruzada entre los mercados (Hacer MEP o CCL y acceder al MULC) sigue vigente por la Comunicación “A” 7746 del 20- abr-23 y dado que los BOPREAL presentan el incentivo de no afectar esta normativa, es posible que no se levante en el corto plazo (podría ser después de que comience la cosecha gruesa a fines de abr-24).

¹⁷ Comunicación “A” 7746 (disponible aquí).

