



ABECEB

hacemos **más real** la economía real

Cambio de ciclo: estabilización, reformas y gobernabilidad. Escenario y perspectivas

4 de abril 2024

1

Etapa I de la Era Milei Resultados y desafíos

GESTIÓN MILEI: LA MACRO MANDA, LA POLÍTICA FRENA ¿PUEDE EL COMBO FUNCIONAR?

AJUSTE Y ESTABILIZACIÓN



- Avanza en lo que depende del Ejecutivo, PERO FALTA
- Apuesta: Desinflación + Recuperación



DESREGULACIÓN Y REFORMAS



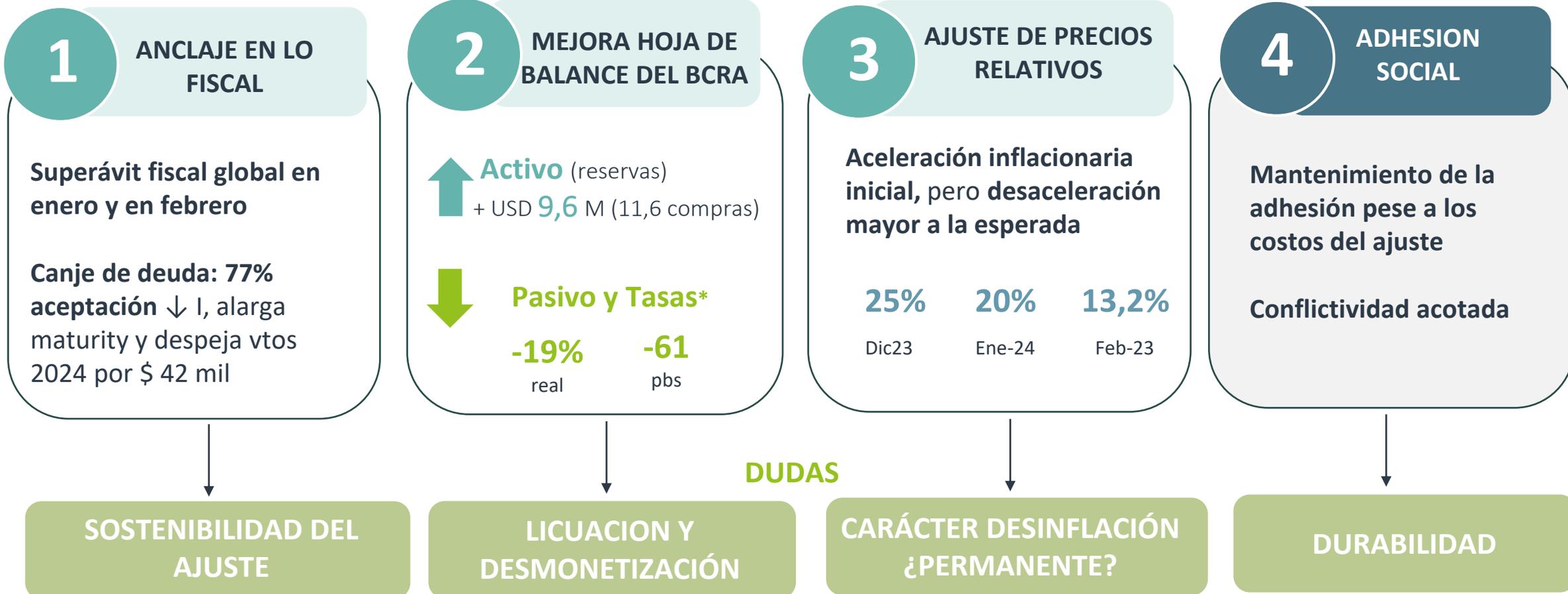
Frenadas - Obstáculos:

- Justicia
- Congreso

LEGISLATIVAS 2025

“LA APUESTA ESTÁ CLARA: LOS TIEMPOS SON LARGOS Y EL CAMINO SINUOSO, PERO PUEDE LOGRARSE BAJO CIERTAS CONDICIONES”

RESULTADOS Y DESAFIOS



*Pasivos Remunerados y Tasas de Plazo Fijo 30 días minoristas.

HABRÁ QUE SORTEAR LOS COSTOS DE UNA RECESION QUE PROMETE SER CORTA PERO PROFUNDA ...

Indicador		IIIT-23	nov-23	dic-23	ene-24	feb-24	mar-24
Actividad Económica (EMAE)	Var. i.a.	-0,8	-0,9	-4,5	-4,3		
	Var. m/m s.e.	2,5	-1,6	-3,1	-1,2		
Reca. Vinculada a la Actividad	Var. i.a. real	11,9	3,7	-8,5	-15,4	-9,9	
Producción Industrial (IPI)	Var. i.a.	5,4	-4,8	-12,8	-12,4		
	Var. m/m	-1,0	-1,1	-5,4	-1,3		
Construcción (ISAC)	Var. i.a.	-1,5	-2,1	-12,2	-21,7		
	Var. m/m	-0,5	-1,9	-9,4	-10,2		
Índice Construya	Var. i.a.	-3,9	-4,7	-17,4	-29,2	-26,6	
	Var. m/m s.e.	2,7	-13,7	-14,8	-19,7	6,8	
Despachos Cemento	Var. i.a.	-5,6	-11,5	-13,7	-20,0	-23,4	
Venta Minoristas (CAME)	Var. i.a.	-1,0	-2,9	-13,7	-28,5	-25,5	
Venta total gasoil	Var. i.a.	0,4	6,1	-5,7	-3,2		
Patentamientos Autos	Var. i.a.	12,5	6,5	-5,8	-32,6	-18,0	-36,3
Patentamientos Motocicletas	Var. i.a.	8,2	22,4	16,7	-17,8	-13,7	-43,3

ADELANTANDO EL DEBATE

- SE TOCA PISO EN... ¿ABRIL/ MAYO? O ¿MÁS ADELANTE?
- ¿REBOTE Y CRECIMIENTO? ¿O SÓLO REBOTE?
- ¿QUE TIPO DE REBOTE?

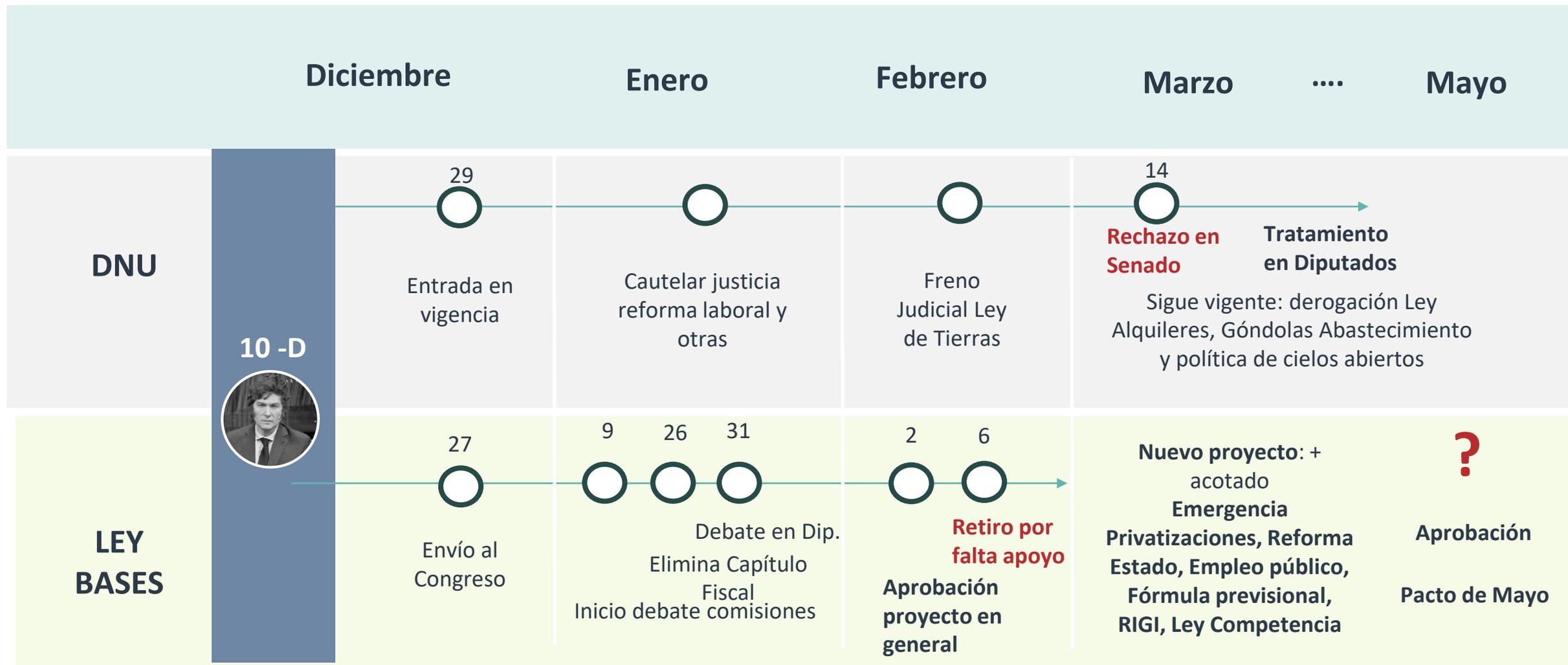


Para ABECEB, Recesión corta pero profunda. El escenario de V con rebote moderado, el más probable

... Y TERMINAR DE HACER ALGUNOS DEBERES: 1. DEL MODO EMERGENCIA AL MODO ESTABILIZACIÓN



2. EN LO ESTRUCTURAL CONSENSUAR Y AVANZAR CON LAS REFORMAS



10 -D

2 |

Escenario y Perspectivas

¿CÓMO VEMOS EL ESCENARIO HACIA ADELANTE?

ESCENARIO BASE 2024/25

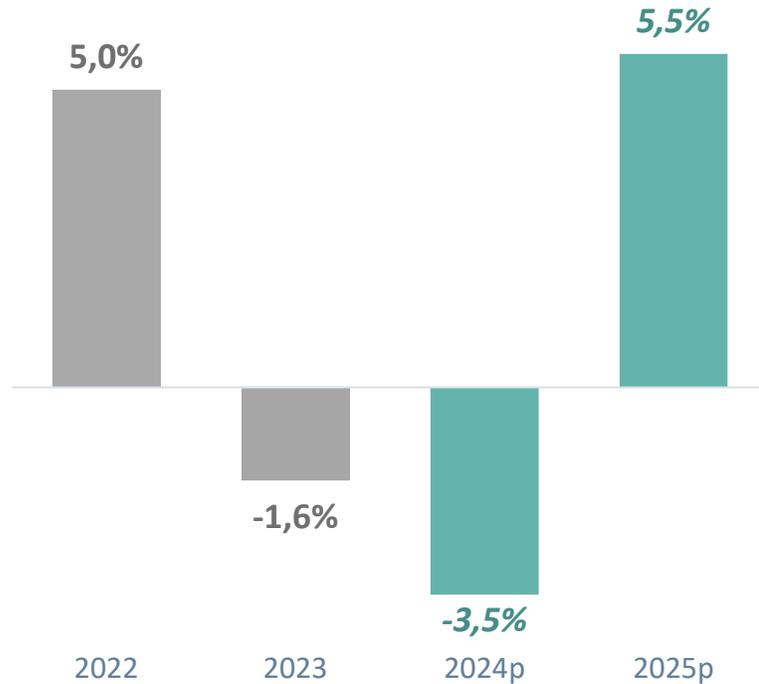


	2023	2024	2025
 Inflación <i>Dic. Var % i.a.</i>	211,4%	165,5%	50,2%
 Inflación <i>Prom. Del Año</i>	133,5%	252,6%	71,3%
 TC Mayorista Dic. <i>(Deva % i.a.)</i>	642,0 (271,3%)	809 punta 1.360,5 (111,9%)	1.392 punta 2.089,1 (53,6%) 2.115 punta
 CCL -Dic. Prom. <i>(Brecha %)</i>	953,1 (49%)	1.632,6 (20,0%)	2.089,1 (0,0%)
 PBI - Var % i.a. <i>Q4 vs Q4</i>	-1,6% -1,4%	-3,5% 3,2%	5,5% 4,0%

¿CÓMO VEMOS EL ESCENARIO HACIA ADELANTE?

RECESIÓN CORTA, PERO PROFUNDA Y RECUPERACION EN V POSTERIOR

PBI Var. % i.a. real



PBI –componentes por el lado de la demanda Var. % i.a. real



- **Demanda doméstica** (cayendo en promedio **8%** en 2024)
- **Inversión** sobre reaccionando al ciclo y recuperándose al despejarse incertidumbres
- **Sector externo neto** (con aporte muy + de **4,5** pts del PBI actuando como “amortiguador”).

Sin estacionalidad, el proxy mensual del PIB podría estar tocando piso en abril/mayo

EN SUMA...

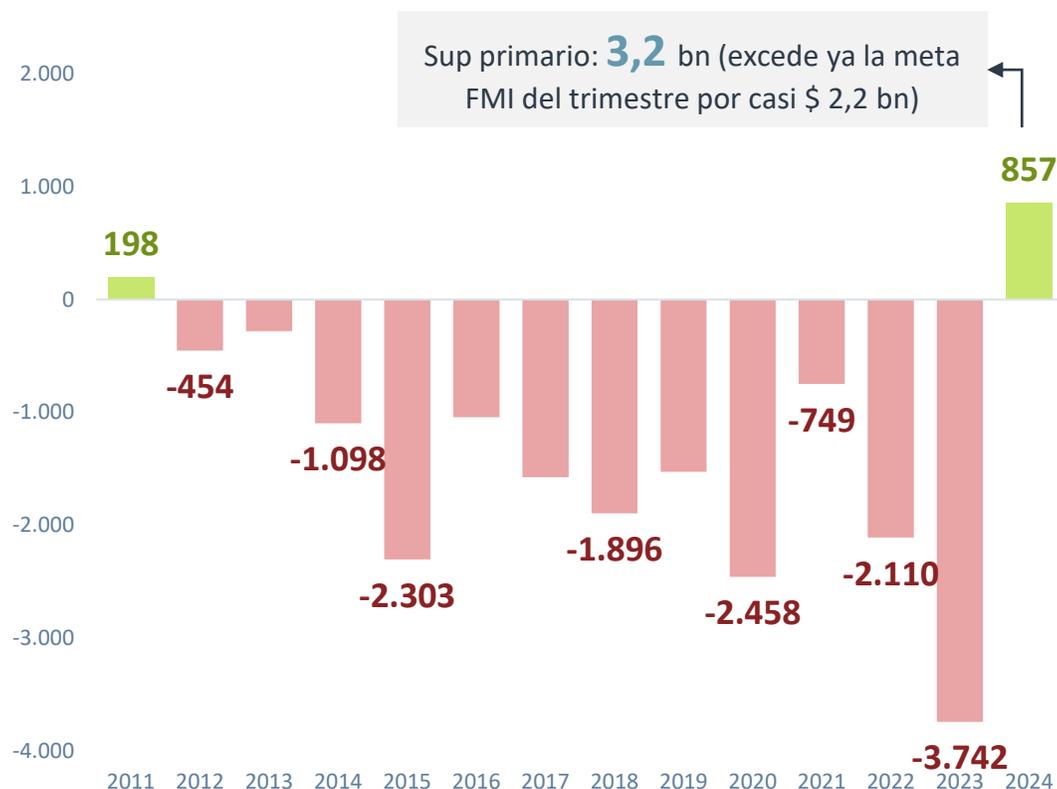
- Si bien los resultados positivos tienen sus debilidades, la realidad es que el gobierno **está cruzando el Rubicón y mejorando las expectativas**, lo cual no es sencillo.
- El presidente está firme en ir “por todo o nada” y cuenta con un gran apoyo popular. Si logra “saltar” el tramo más difícil las chances de consolidar los cambios se acrecientan.
- Los desafíos siguen y seguirán siendo significativos y son muchos los frentes abiertos pero los riesgos de escenarios más turbulentos sin dudas han bajado.
- Hacia adelante y tras los reveses sufridos en el Congreso, **lo más probable es que veamos al Gobierno:**
 1. **Recostarse fuerte en el ordenamiento macro** para acelerar la cosecha de resultados positivos con mirada en las elecciones de medio término 2025 (que le permitiría ampliar fuerza propia en el parlamento)
 2. **Aprovechar todo lo posible el marco legal vigente para avanzar en eliminar trabas en la economía sin depender del Congreso.**

ANEXO

RESULTADOS POSITIVOS, AUNQUE CON ALGUNOS BEMOLES

1. AJUSTE FISCAL: 1R BIMESTRE CON SUPERÁVIT GLOBAL Y EXPECTATIVA SOBRECUMPLIMIENTO META FMI

Resultado financiero. Primer Bimestre de cada año
A precios constantes (en miles de millones de \$ de ene/feb-24)

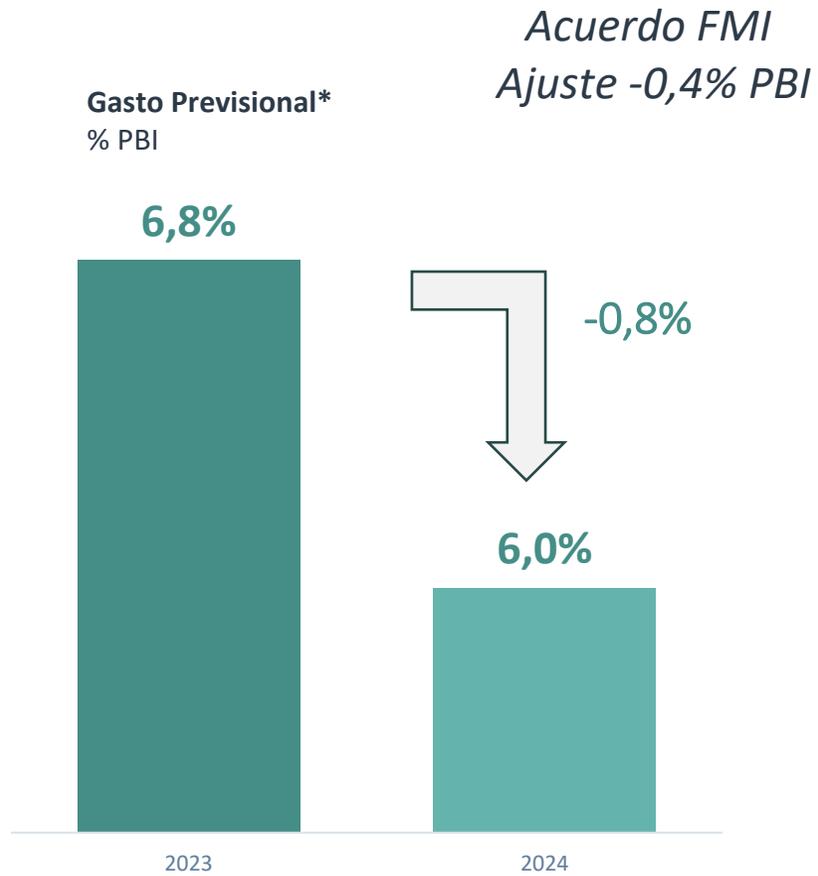


AJUSTE FISCAL TODAVÍA SUSTENTADO EN FACTORES TRANSITORIOS

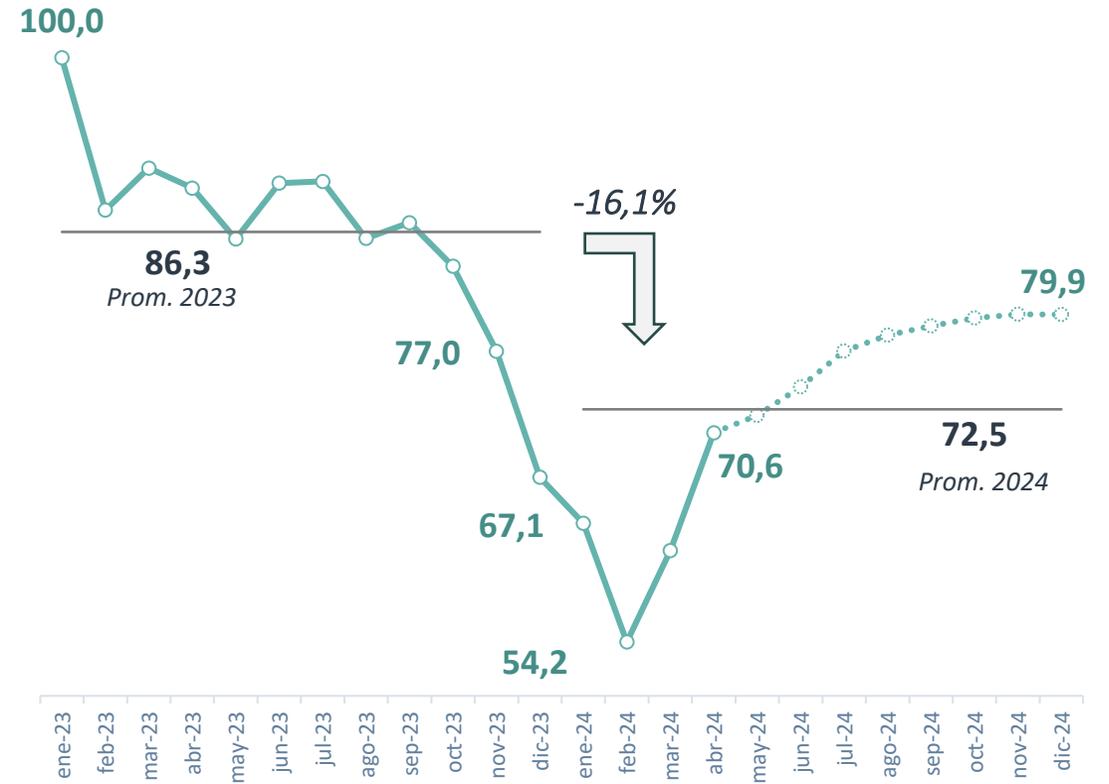
- **Ajuste hasta ahora muy basado en la licuación del gasto** (jubilaciones cayeron 40% real)
- **Reducción a casi cero de transferencias a provincias y no pago a Cammesa** no es sostenible por mucho tiempo
- **Elevado aporte de impuestos transitorios como el impuesto (PAIS)**
- En marzo la licuación del gasto previsional habría sido menor (por suba del 27%). **Aun así, se habría sobrecumplido con creces la meta con el FMI.**

El desafío: lograr una estructura de impuestos y gastos más sustentable

PERO A COSTA DE UNA LICUACIÓN DE LAS JUBILACIONES



Gasto en Prestaciones de Seguridad Social
Índice base ene-23 = 100



*Asume nueva fórmula de movilidad a partir de julio-24 + adelantos de movilidad abr, may, jun

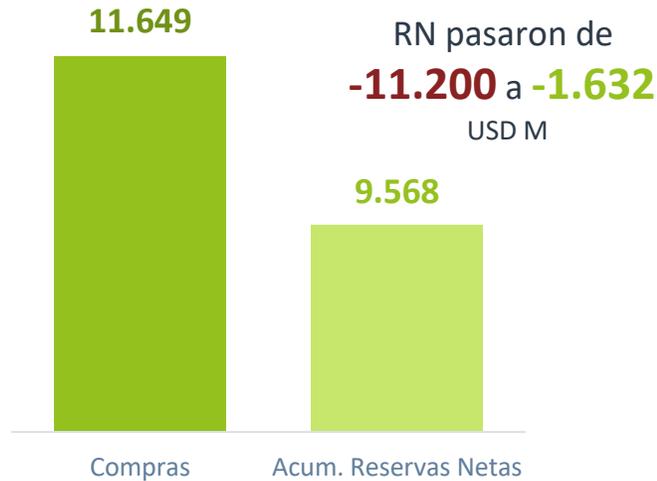
RESULTADOS POSITIVOS, AUNQUE CON ALGUNOS BEMOLES

2. MEJORA HOJA DEL BALANCE DEL BCRA...

Aumentan las reservas

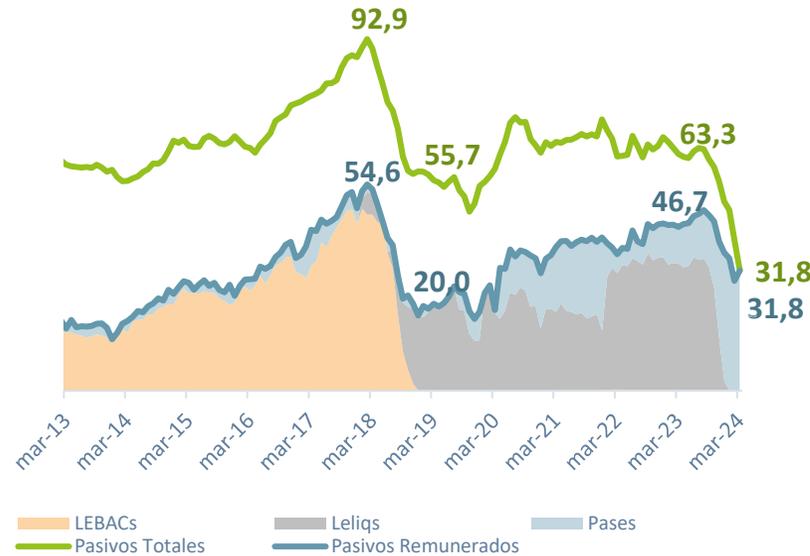
Compras BCRA y Reservas Netas

USD M, del 10/12 al 3/4.

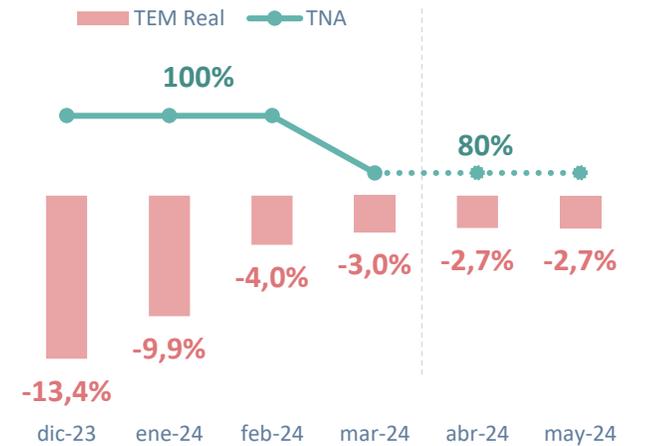


Cae la deuda en \$ del BCRA (y la emisión endógena con la ↓ de tasas)

Pasivos BCRA A \$ de mar-24 (\$ billones)



Tasa Pol. Monet. TNA y TEM Real



NUEVO ↑ DE LA DEUDA COMERCIAL

USD 7.400 M desde la inauguración del esquema de pago de importaciones en 4 cuotas

SUBA DE LA DEUDA EN USD

USD 7.981 M de BOPREAL

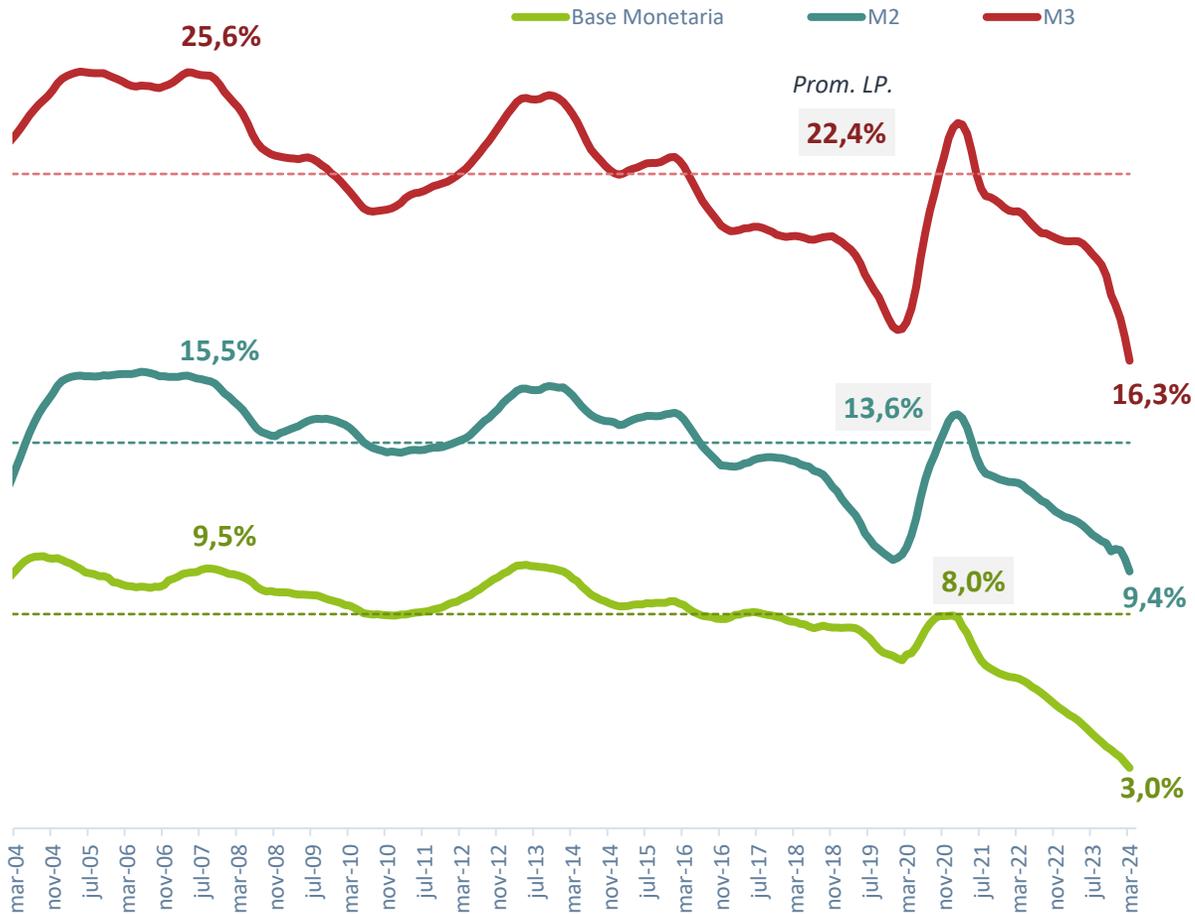
LICUACION

Tasas reales negativas con licuadora adaptada a la menor inflación

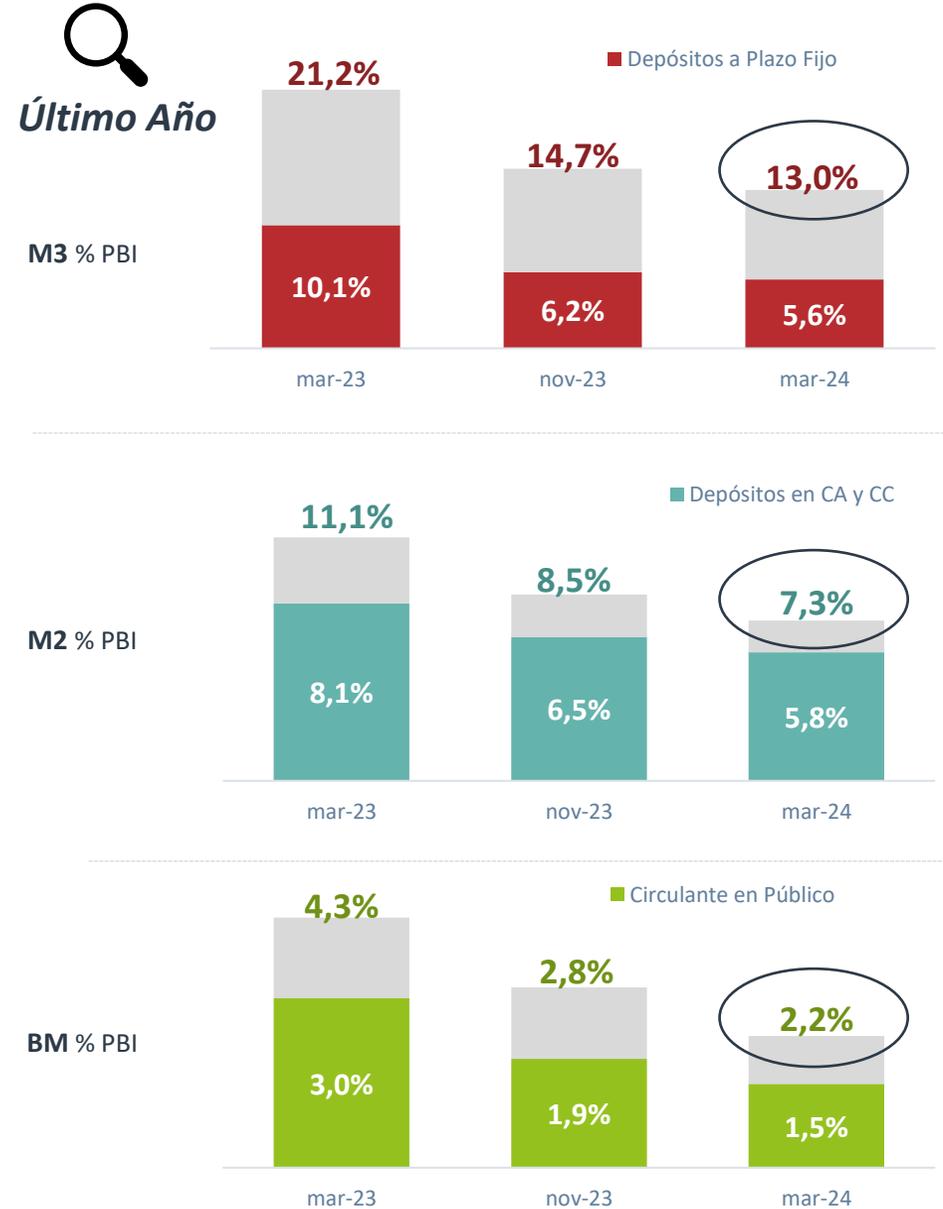
PERO A COSTA DE UNA ALTA DESMONETIZACIÓN QUE PEGA DURO EN EL CONSUMO

Mínimos históricos de monetización, medido con el indicador que se lo mida

Base Monetaria, M2, y M3 En % del PBI promedio móvil últimos 12 meses



M2 y M3 en pesos (Sector Privado y Público)



RESULTADOS POSITIVOS, AUNQUE CON ALGUNOS BEMOLES

3. BAJA LA INFLACION EFECTIVA Y ESPERADA

Proyecciones de inflación mensual

	REM Diciembre	REM Enero	REM Febrero	IPC
Diciembre	28,3%			25,5%
Enero	25,3%	21,9%		20,6%
Febrero	18,2%	18,0%	15,8%	13,2%
Marzo	14,9%	15,3%	14,3%	¿10,2%?

Aumentos en Marzo

- **Prepagas** (23%)
- **Telecomunicaciones** (25%)
- **Combustibles** (6% a 11% por impuestos)
- **Colegios privados** (40% a 50% en AMBA)

Pero ...

- Patearon los aumentos de las tarifas gas al mes de **abril**, y de colectivos, trenes, y electricidad al mes de **mayo**. En las tarifas de agua aún están pendientes de definición si será **abril o mayo**.

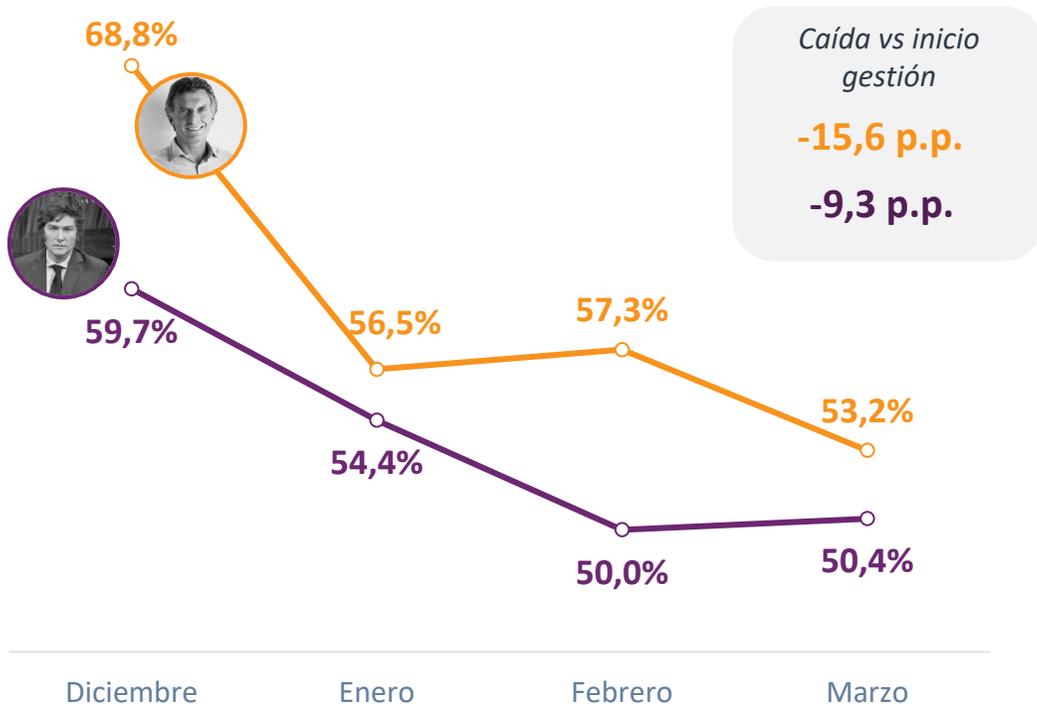
DESINFLACIÓN, CON ALTO COSTO Y PRESIONES LATENTES

- Incide la fortísima astringencia monetaria profundización de la recesión, pero de ambas habrá que salir
- La baja de los dólares alternativos y el crawling peg al 2% también ayuda
- La recomposición de precios relativos pendiente y salarios reales (inexorable) también pondrán presión a la salida

RESULTADOS POSITIVOS, AUNQUE CON ALGUNOS BEMOLES

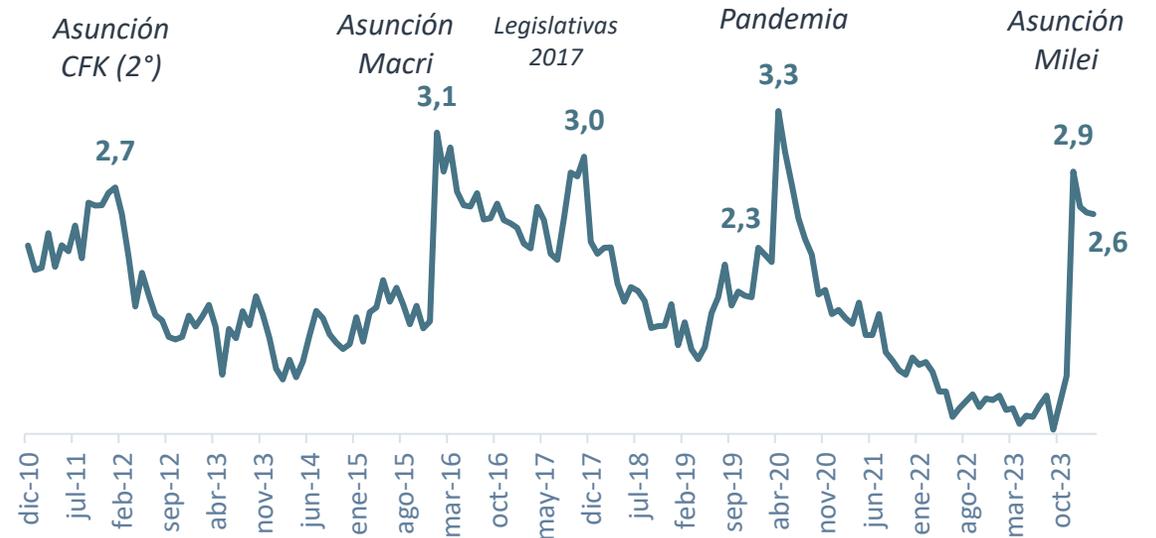
4. MANTENIMIENTO DE LA ADHESIÓN SOCIAL PESE LOS COSTOS DEL AJUSTE

Imagen positiva a tres meses de asumir. % que aprueba del gobierno



La imagen negativa de Macri creció **17,3 p.p.** entre diciembre y marzo, vs. **11,9 p.p.** para Milei

Confianza en el Gobierno. Índice base 5 = 100%



Percepción de los costos del ajuste

- **88%** califica a la economía como “mala”
- **80%** cree que sería difícil conseguir trabajo
- **70%** ve su situación económica peor que en dic-23

Votantes aún pacientes:

- **80%** que apoyaron a Miles esperan resultados antes de fin de año

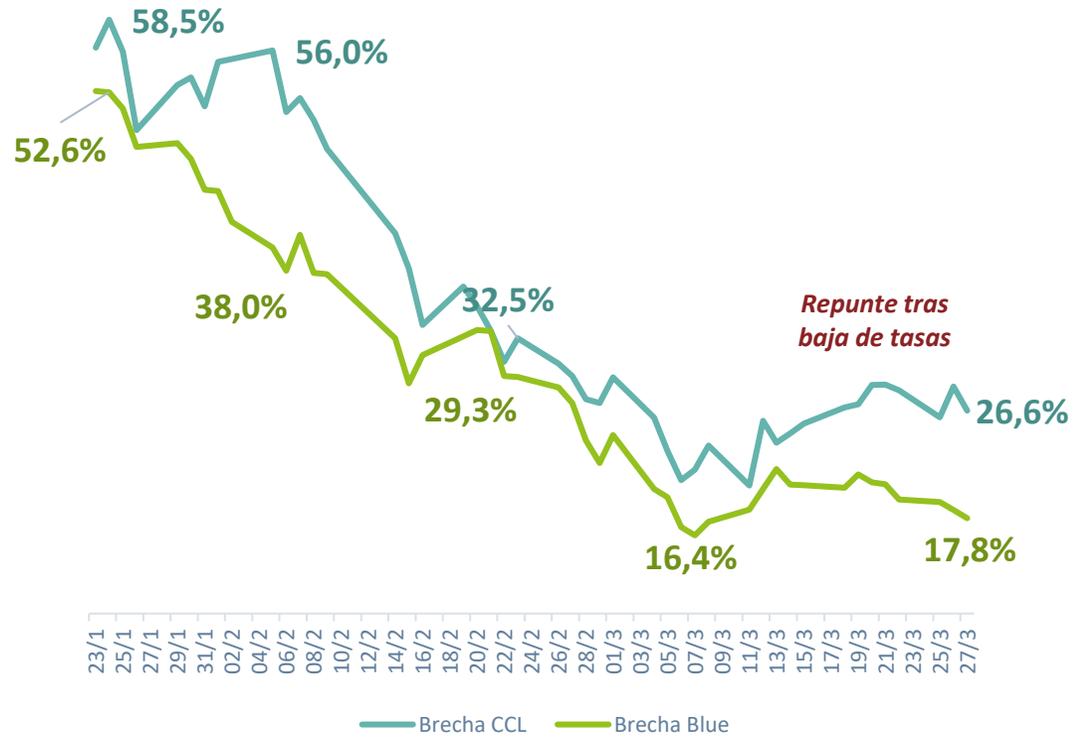


EI MERCADO FINANCIERO ELIGE CREER

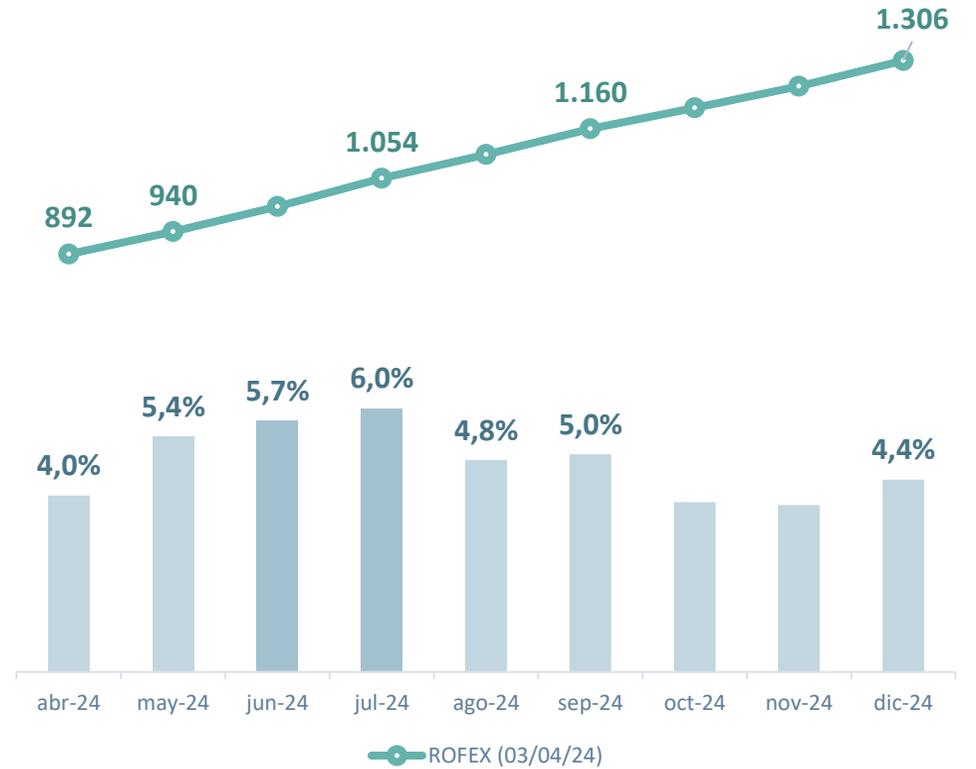
CAYÓ FUERTE LA BRECHA

LAS EXPECTATIVAS DE DEVALUACIÓN CAEN

Brecha vs Dólar Mayorista CCL y Blue



ROFEX Nivel dólar mayorista futuro y var m/m implícita





EL MERCADO FINANCIERO ELIGE CREER

DESCENDIÓ EL RIESGO PAÍS



MECANJE DE DEUDA EXITOSO

Se rolleó el
73%
 de los vencimientos en 2024 a 2025-2028



- El sector público tenía una alta tenencia (**58%**) y su aceptación fue casi del 99%
- Bancos y FCI con tenencia del **17%** adhirieron en **68%** (efecto ↓ tasas)
- El resto del sector privado (tenencia **25%**) sólo canjeó en un **18%**.

CON DÓLARES PARA PAGAR IMPORTACIONES SIN LIBERALIZACIÓN TOTAL EN 2024

Balance Cambiario (USD M)	2023	2024 (p)
Saldo Comercial Liquidado	12.486	23.776
<i>Cobro de Exportaciones</i>	<i>61.663</i>	<i>75.772</i>
<i>Pago de Importaciones</i>	<i>-49.178</i>	<i>-51.996</i>
Otras Necesidades de Divisas	-11.997	-6.300
<i>Turismo</i>	<i>-6.621</i>	<i>-3.857</i>
<i>Intereses</i>	<i>-3.070</i>	<i>-3.120</i>
<i>Pago Deuda Comercial MiPyMEs</i>	<i>-</i>	<i>-1.400</i>
<i>Utilidades y Dividendos</i>	<i>-294</i>	<i>-968</i>
<i>Atesoramiento Privado</i>	<i>-725</i>	<i>-1.130</i>
<i>Préstamos Financieros</i>	<i>-5.874</i>	<i>-1.676</i>
<i>Saldo Neto de Servicios</i>	<i>732</i>	<i>1.593</i>
<i>IED y otros</i>	<i>3.854</i>	<i>4.258</i>
Compras Netas del BCRA	488	17.476
Pagos de deuda bonistas privados	-3.498	-5.187
Obligaciones netas con OOII	-2.230	-3.064
Pagos netos a FMI	-8.095	-1.293
Pago de Amort./Int. BOPREAL	-	-1.251
Otros	-2.830	582
Acumulación de Reservas Netas	-16.165	7.261

CLAVES

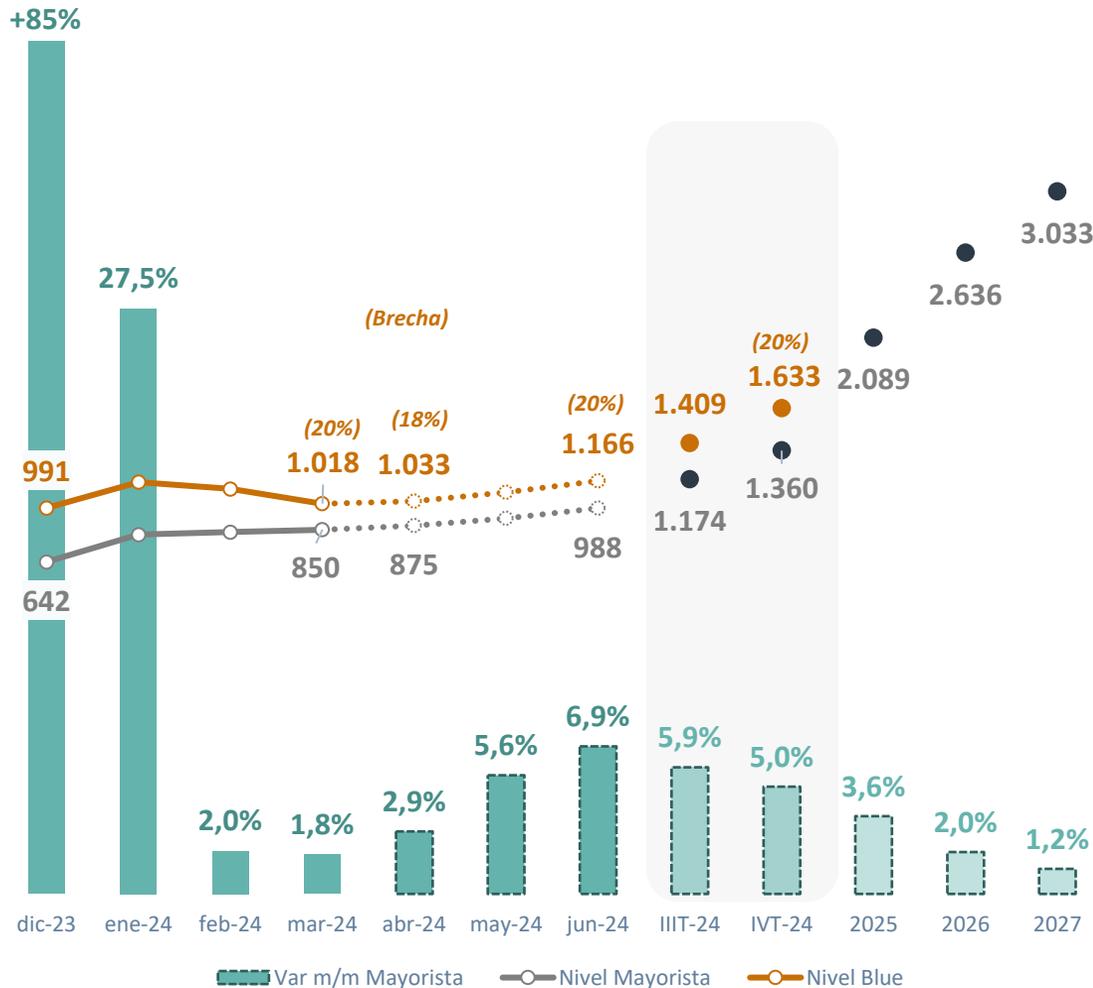
- **Va a haber dólares para pagar importaciones** (manteniendo esquema de pago en 4 cuotas y 180 días automotriz)
- **No se descartan flexibilizaciones adicionales** (como fue el acceso al MLC a PYMES) para pago de deuda comercial) para sectores sensibles (alimentos, químicos etc).
- **Se avanza progresivamente en la unificación cambiaria** (después de mitad de año) **aunque se mantienen algunas restricciones a los flujos financieros** (giro utilidades + atesoramiento privado) al menos en 2024

Riesgo insuficiente acumulación de reservas que corra el arco de la normalización cambiaria

¿CÓMO VEMOS EL ESCENARIO HACIA ADELANTE?

SIN NUEVO SALTO CAMBIARIO Y CON LA BRECHA CERRÁNDOSE

Tipo de Cambio Oficial Mayorista y Blue, var m/m mayorista



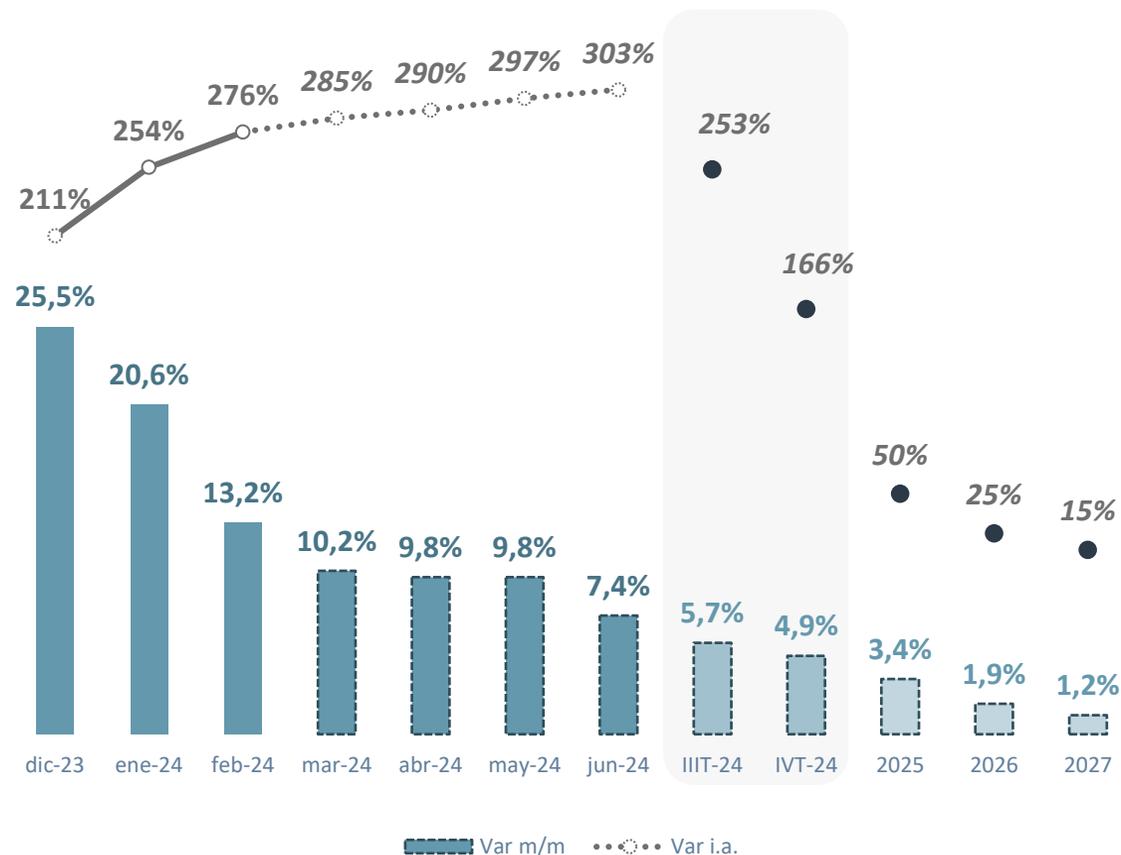
CLAVES

- Se acelera ritmo devaluatorio hasta junio para morigerar erosión competitividad. Mitad de año se elimina dólar blend como primer hito hacia la unificación.
- Luego ritmo devaluatorio más alineado con la inflación, aunque ligeramente por debajo.
- Se sostiene aumento de costos y precios en dólares alternativos (insumos construcción, autos, otros durables).

RIESGO: ATRASO CAMBIARIO Y NECESIDAD DE UN NUEVO SALTO A FUTURO

INFLACIÓN EN SENDERO DECLINANTE Y ADELANTANDO SU VUELTA A UN DÍGITO MENSUAL

Inflación Nacional Var m/m y anual



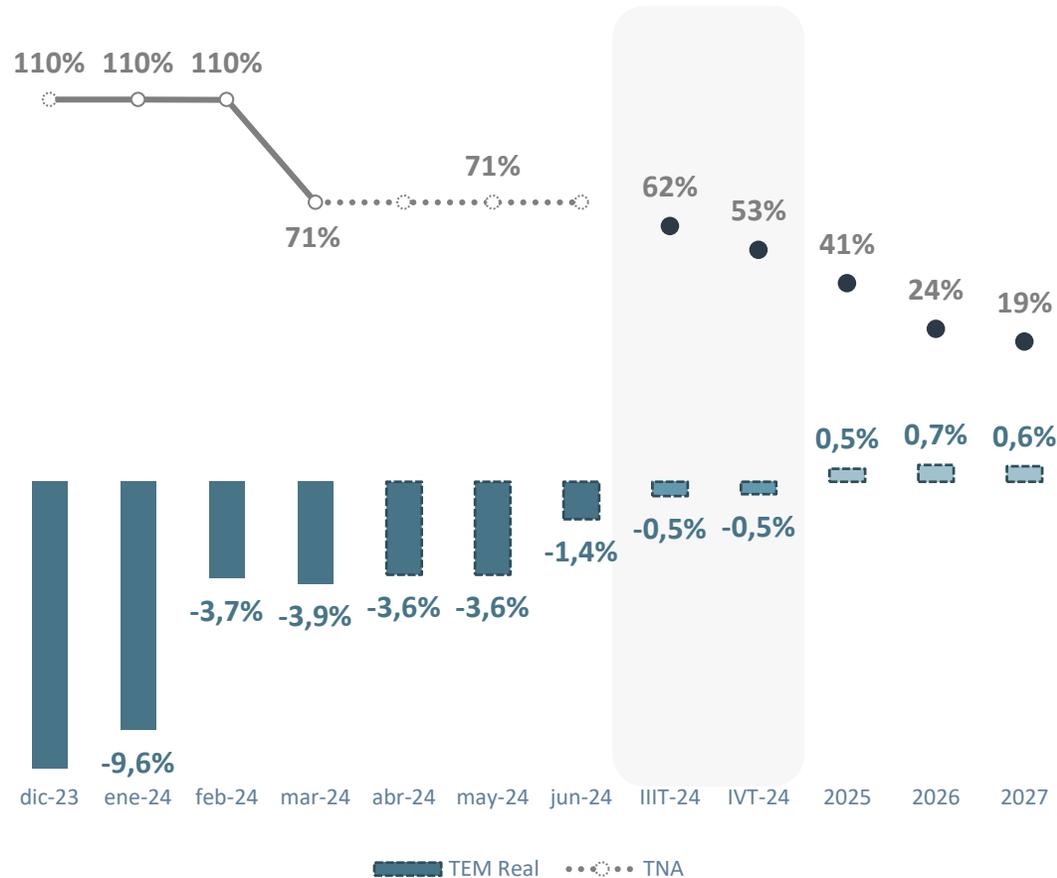
CLAVES

- **Recesión + fuerte restricción monetaria + Caída dólares alternativos** le ponen un techo a la inflación en el corto plazo y llevan a mejores guarismos de los que se esperaban.
- **Ajustes de precios relativos aún pendientes, la inercia, y la inexorable recomposición del salario real** en el marco de la recuperación esperada le ponen un piso todavía elevado, aunque en el marco de una trayectoria declinante.

RIESGO: REBROTE INFLACIONARIO POR CORRECCIÓN CAMBIARIA ABRUPTA

TASAS ACOMODÁNDOSE A LOS MENORES NIVELES DE INFLACIÓN

Tasa Badlar TNA y TEM Real



CLAVES

- **Tendencia bajista de las tasas nominales se consolida al compás de la desinflación**, en un contexto en que el BCRA busca seguir reduciendo la emisión monetaria para pagar intereses por su deuda.
- Tasas pasivas (libres) recortan negatividad en términos reales y convergen a terreno neutral a mediados de año y a ligeramente positivo a mediano plazo.
- Tasas activas (también libres) caen más lento y con ello el costo del crédito que se recupera lentamente desde niveles muy bajos al compás de una lenta remonetización.

RIESGO: QUE EL PERÍODO DE TASAS BAJAS SE PROLONGUE, LOS EXPORTADORES NO LIQUIDEN Y AUMENTE PRESION SOBRE EL DÓLAR, LLEVANDO ↑ TASA

ABECEB