



ABECEB

hacemos **más real** la economía real

1

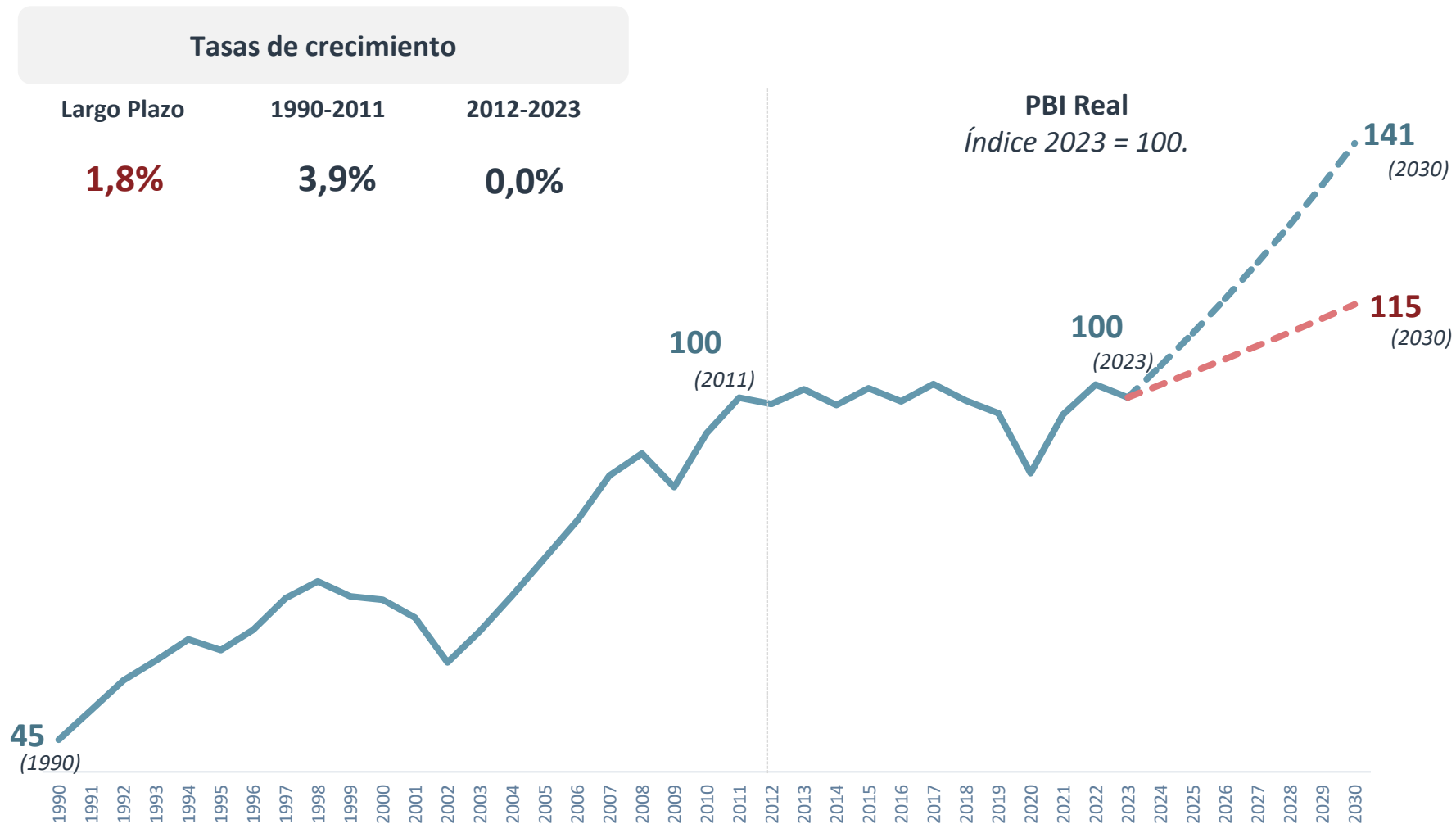
Gestión Milei: Cambio de ciclo Aciertos y desafíos

**CAMBIO DE CICLO:
FUNDAMENTOS QUE TRACCIONAN EL CAMBIO**



2024: Año de transición:
 GIRO DE 180 GRADOS DE POLITICA ECONOMICA
FOCO: Crecer por frente externo, NO por demanda doméstica

PUNTO DE PARTIDA: ECONOMÍA ESTANCADA QUE REQUERIRÁ DE REFORMAS PARA APUNTALAR EL LARGO PLAZO



Crecimiento con Reformas
al 4-5%

Crecimiento sin Reformas
al 2-3%

Cambio de paradigma:

Legitimidad de origen:
principal activo que
condiciona a la oposición
legislativa

**PRIMEROS 4 MESES DE GESTIÓN DE MILEI:
LA MACRO MANDA, LA POLITICA FRENA.**

AJUSTE MACRO

Búsqueda rápida de equilibrio fiscal

Reducción de la deuda y mejora de la hoja de balance del Banco Central

Liberalización de precios y reacomodamiento de precios relativos

Recomposición de reservas del BCRA

- Avanza independientemente de los apoyos políticos
- La apuesta: pronta **desaceleración de la inflación** y recuperación con vistas a la legislativas de 2025

“SHOCK DESREGULADOR”

DNU: rechazado por el Senado, pero aún **vigente**.

El capítulo laboral y reformas puntuales frenadas por la Justicia.

- Desregulación de prepagas y obras sociales.
- Política de “cielos abiertos”
- Derogación ley alquileres, abastecimiento, y góndolas
- Contratos en moneda extranjera (Código Civil).

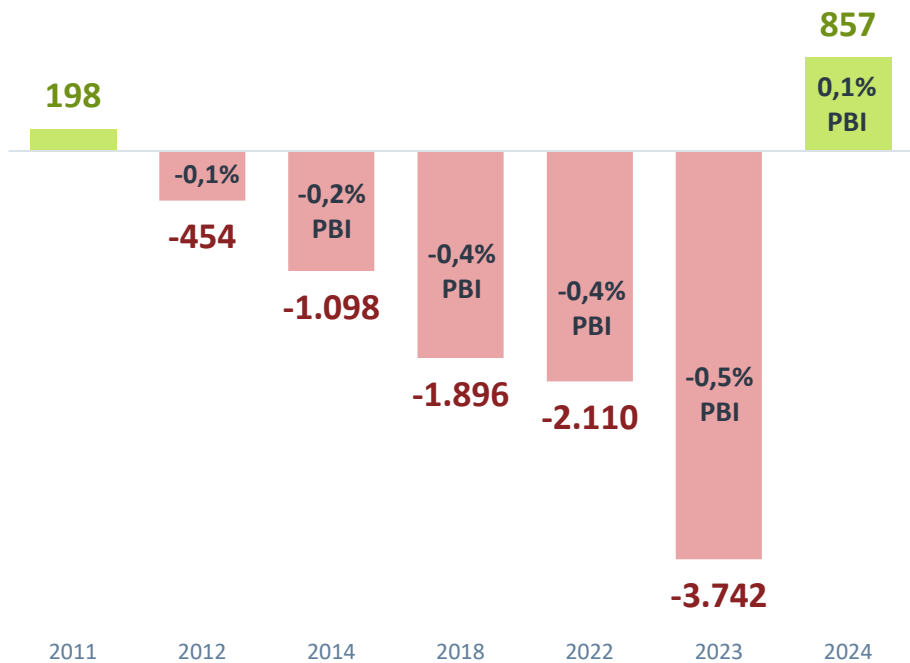
Proyecto de Ley Bases: versión final

- **Reforma laboral:** blanqueo y moratoria para empresas que regularicen trabajadores; Ampliación periodo de prueba; Fondo cese voluntario; Eliminación de multas
- **Capítulo fiscal:** impuesto a los ingresos: piso M1,8 (solteros), M2,2 (casados con hijos).
- Blanqueo
- **Privatizaciones:** AA, ENARSA, Radio y TV, Intercargo. AySA. Correo Argentino. Belgrano Cargas. Corredores viales, Trenes Argentinos.
- **Privatizaciones parciales (participación mayoritaria del Estado): 9 empresas**

- Reformas por el momento frenadas.
- Posibles avances parciales
- **Revigorización reformas ¿post legislativas 2025?**

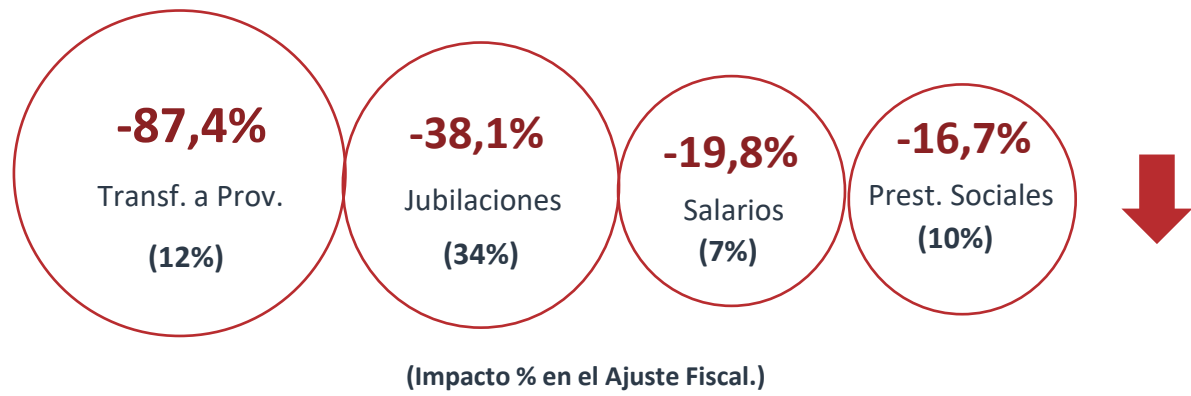
PRIMEROS CUATRO MESES DE LA GESTIÓN MILEI: RÁPIDO AJUSTE FISCAL: UN ANCLA INNEGOCIABLE

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



Superávit primario 1° Bim 2024: \$**3.243** mM
(excede ya la meta FMI del trimestre por casi \$2.200 mM)

Partidas del gasto
Caída en términos reales del 1° Bimestre 2024

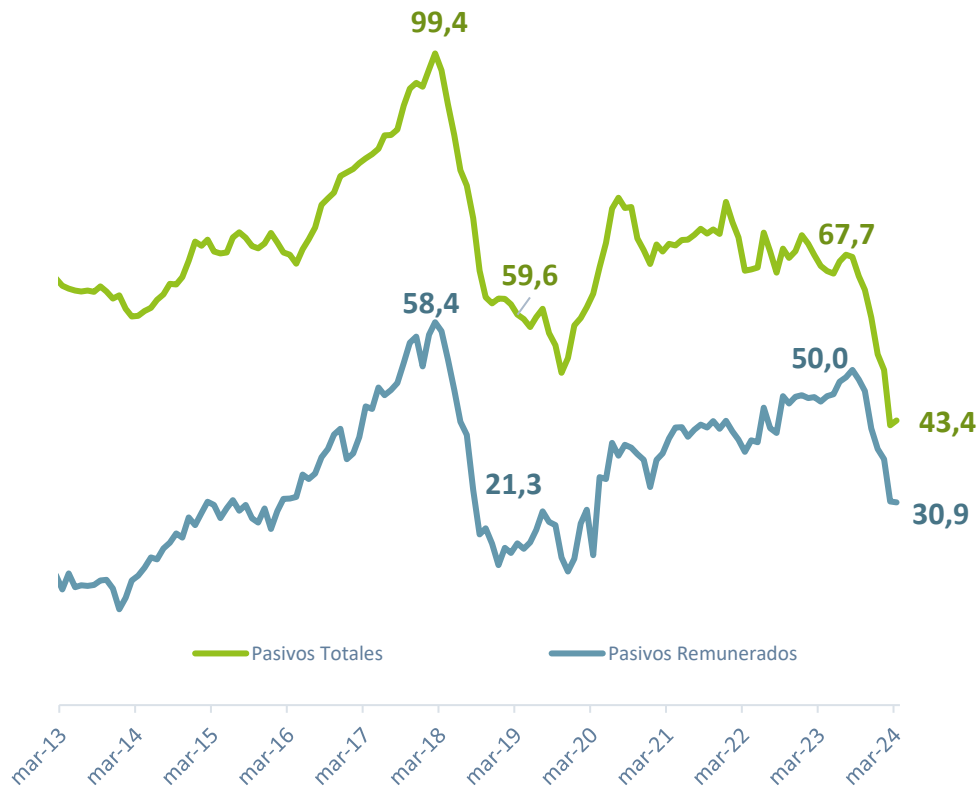


- Si bien buena parte de la reducción del déficit es por factores transitorios (licuación, ↑ impuesto País, postergación pagos, etc), el gobierno dio señales claras de que el ajuste fiscal no se negocia.

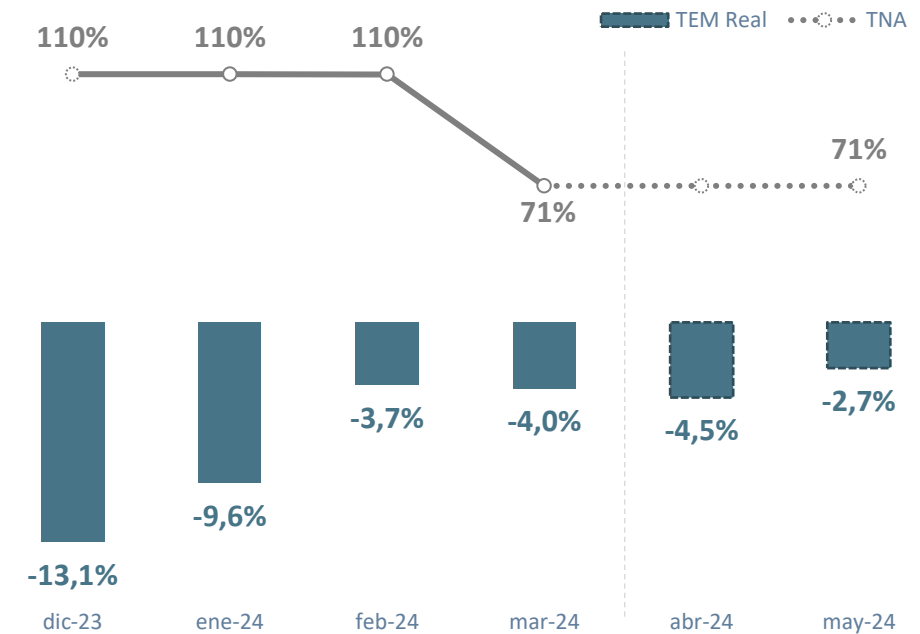
PRIMEROS CUATRO MESES DE LA GESTIÓN MILEI

MEJORA BALANCE DEL BCRA: CAE EL PASIVO DEL BCRA, A COSTA DE TASAS REALES NEGATIVAS

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



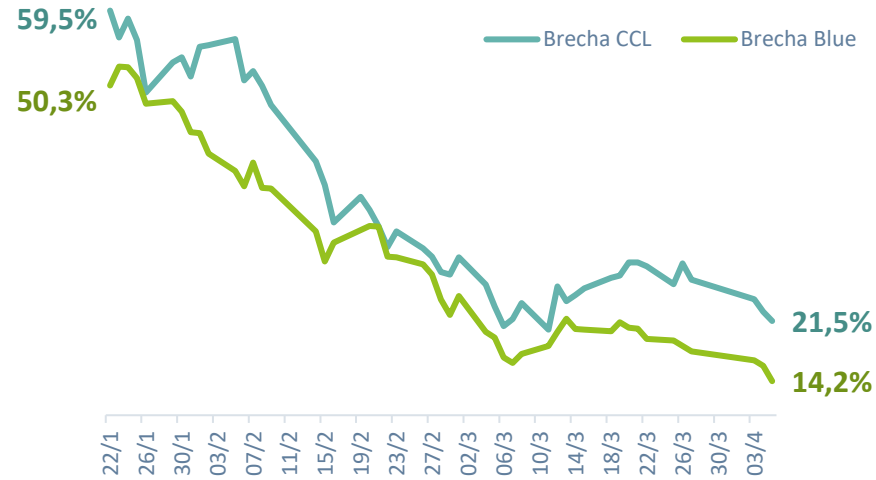
Tasa Badlar TNA y TEM Real



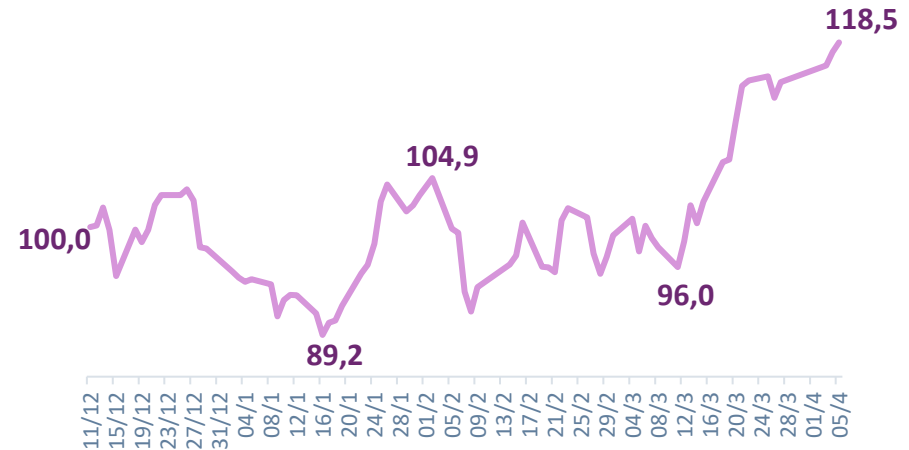
Con la baja de tasas cae la emisión monetaria endógena

PRIMEROS CUATRO MESES DE LA GESTIÓN MILEI: EL MERCADO FINANCIERO ELIGE CREER

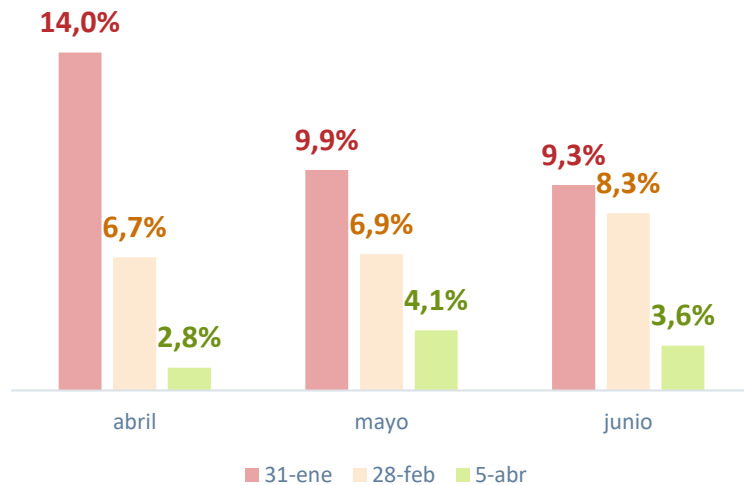
Brecha vs Dólar Mayorista CCL y Blue



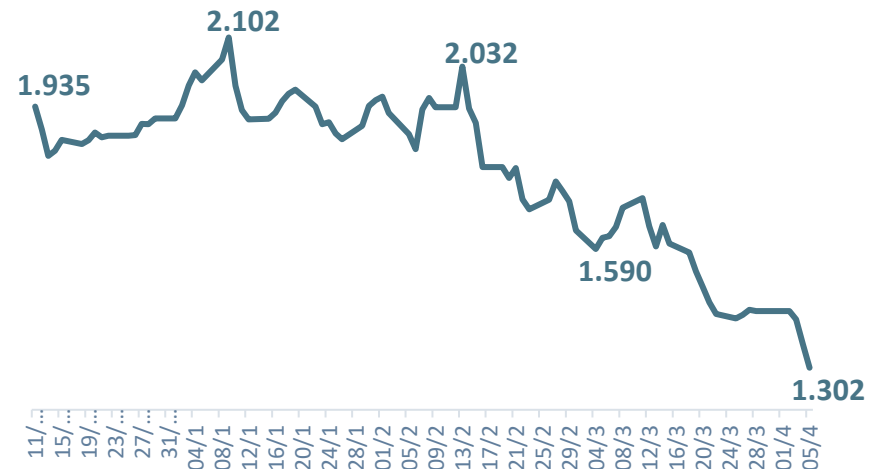
Merval en Dólares CCL



Expectativas de Devaluación Rofex Deva Implícita



Riesgo País en pbs



BAJA LA INFLACIÓN EFECTIVA, PERO LA INERCIA ALTA CONTINUARÁ POR AJUSTES PENDIENTES Y SEGUIRÁ PRESIONANDO EN EL INGRESO DISPONIBLE

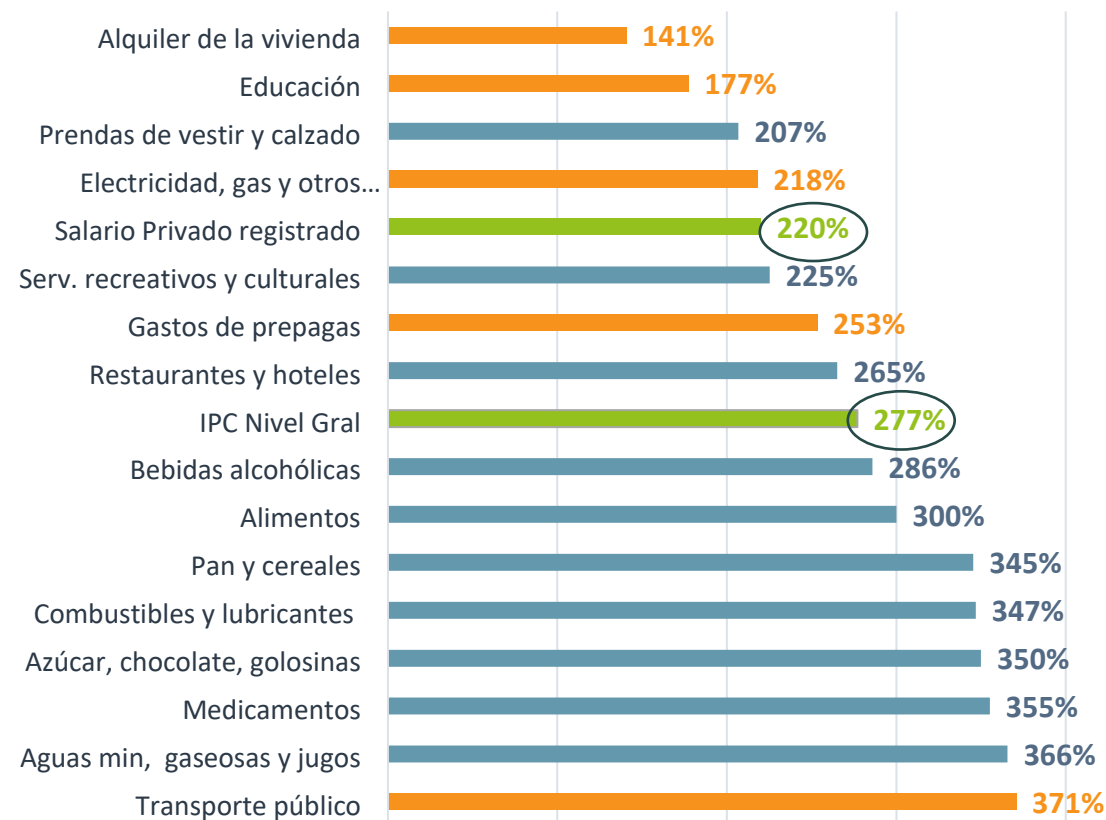
Proyecciones de inflación mensual

	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%?

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

- Patearon los aumentos de las tarifas gas a **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**.

Variaciones % de precios acumuladas . Febrero 2024 Vs Febrero 2023



- El **reacomodamiento de precios relativos aún no concluyó**: en **naranja** los que siguieron con fuerte impacto post febrero.
- **Habrà una mayor brecha entre la caída del poder adquisitivo del salario y el ingreso disponible**

PRIMEROS CUATRO MESES DE LA GESTIÓN MILEI: RECESIÓN CORTA Y 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	-15,8
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	-40,0
	Var. m/m s.e.	2,7	-13,7	-14,8	-19,7	6,8	-11,2
Despachos Cemento	Var. i.a.	-5,6	-11,5	-13,7	-20,6	-23,4	-42,9
Venta Minoristas (CAME)	Var. i.a.	-1,0	-2,9	-13,7	-28,5	-25,5	-12,6
Patentamientos Autos	Var. i.a.	12,5	6,5	-5,8	-32,6	-18,0	-35,1
Patentamientos Motocicletas	Var. i.a.	8,2	22,4	16,7	-17,8	-12,1	-43,3

ADELANTANDO EL DEBATE

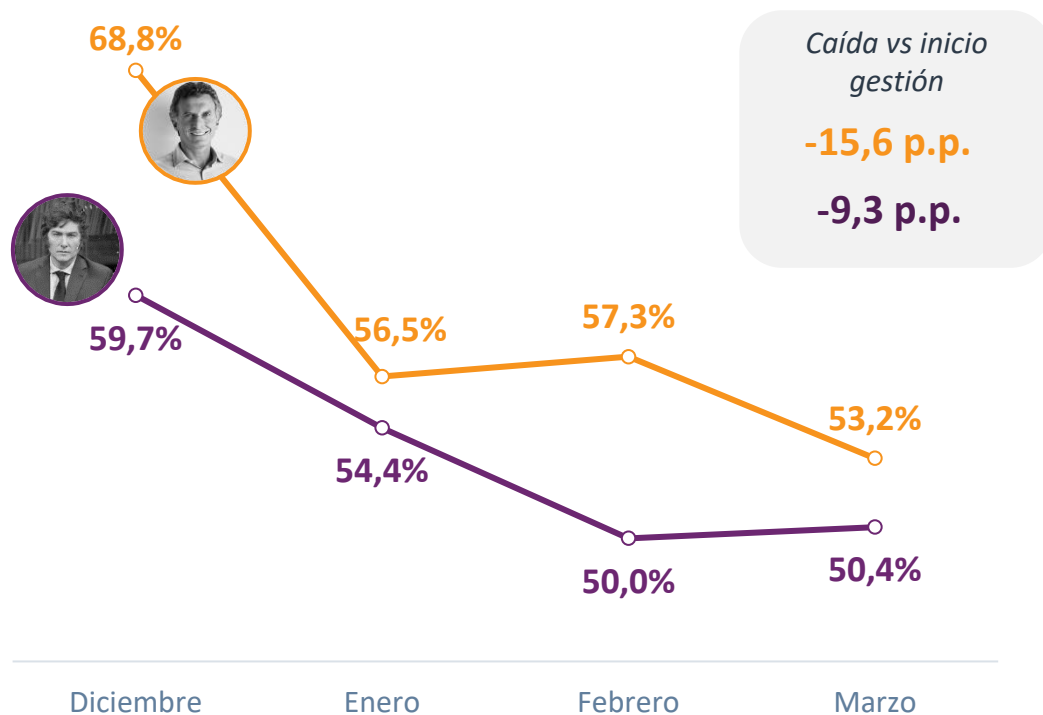
- SE TOCA PISO EN... ¿ABRIL/ MAYO? O ¿MÁS ADELANTE?
- ¿REBOTE Y CRECIMIENTO? ¿O SÓLO REBOTE?
- ¿QUE TIPO DE REBOTE?



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

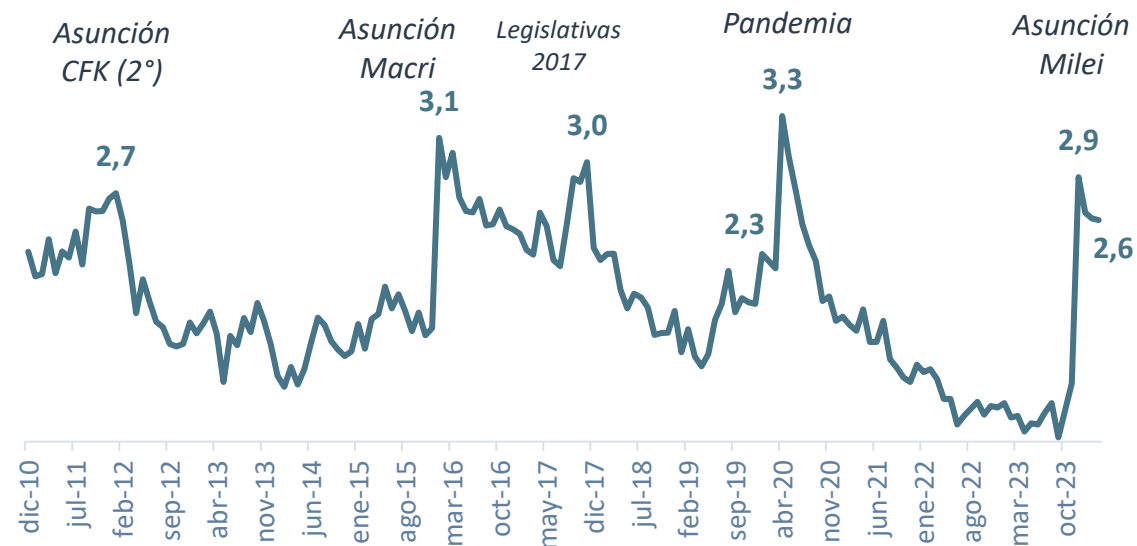
ELEVADA ADHESIÓN SOCIAL PESE A LOS COSTOS DEL AJUSTE: BAJA CONFLICTIVIDAD SOCIAL FACILITA OPERACIONES A LAS EMPRESAS

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

Paciencia:

- **80%** que apoyó a Milei espera resultados antes de fin de año

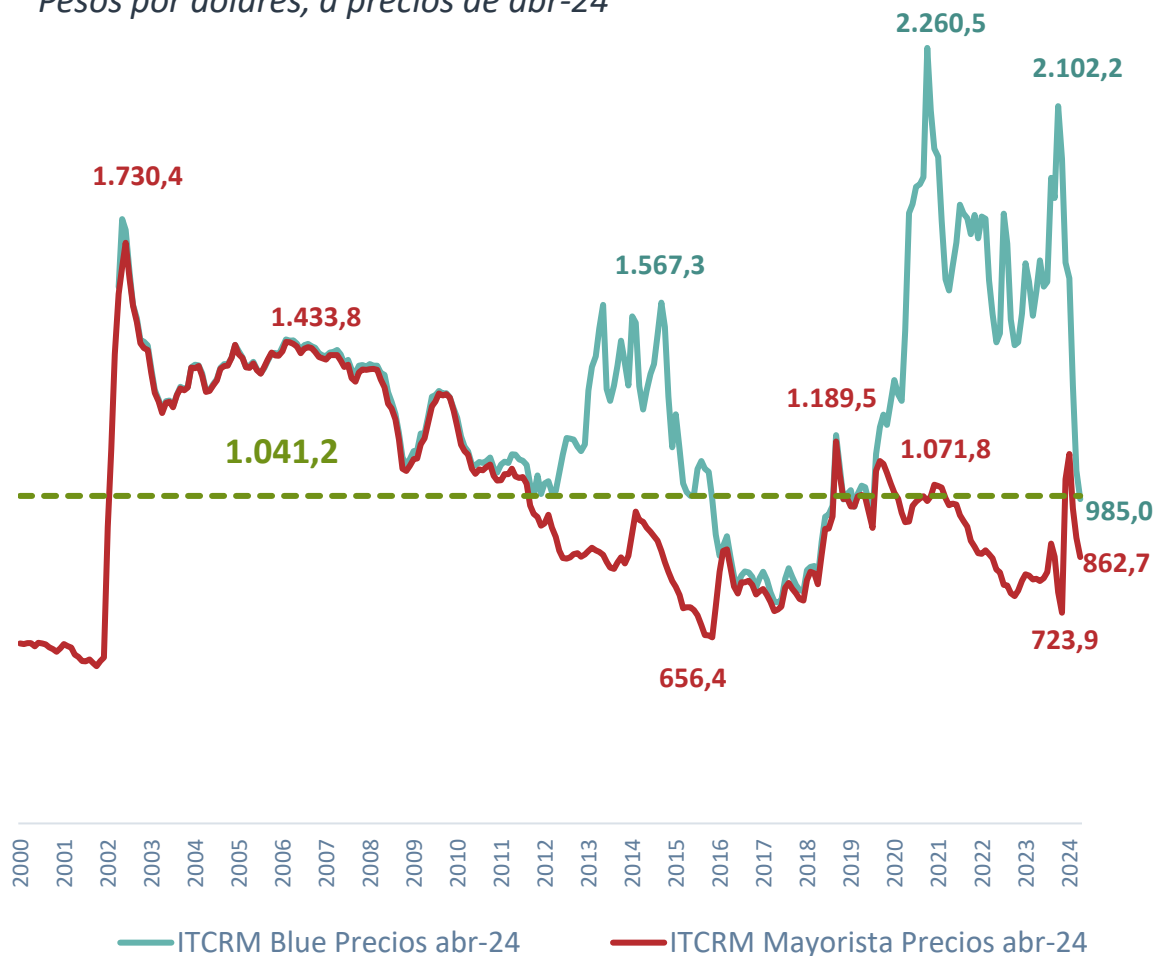
2 |

Escenario y Proyecciones

PRINCIPAL RIESGO: ACUMULAR ATRASO CAMBIARIO

Tipo de Cambio Real Multilateral. (TCRM)

Pesos por dólares, a precios de abr-24



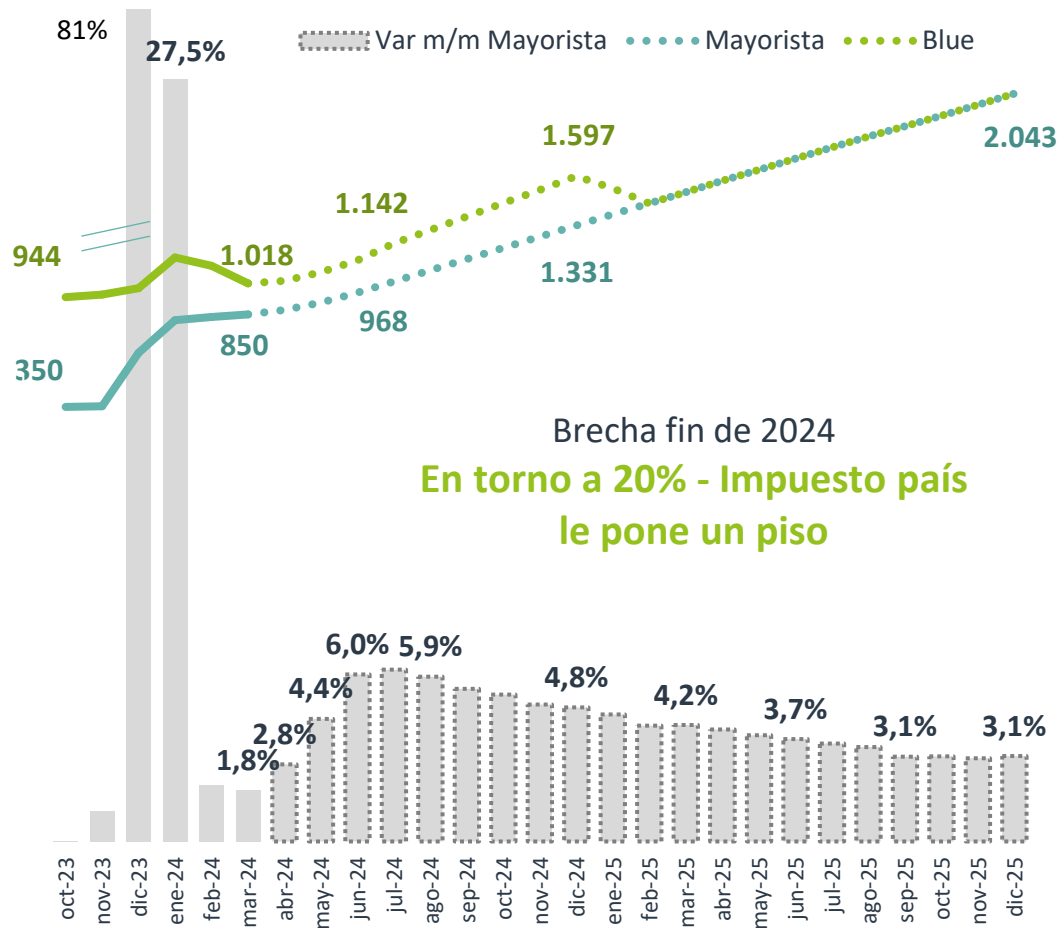
		TCRM \$ del 5/4/2024	Dólar Expo - Soja	Dólar Impo	
TCR "alto y competitivo"	Ene-07	1.366	990	1.366	
Liberación Cepo Macri	May-16	769	538	769	
Pre Deva Massa	Jul-23	807	540	867	
Pre Deva Milei	12/12/23	627	802	674	
Post Deva Milei	13/12/23	1.358	957	1.596	
HOY	5/4/2024	863	609	1.014	-36%
<i>Si sigue crawling al 2% hasta junio</i>					
		735	514	864	-46%

Por ahora no hay signos de atraso, pero bajar la inflación con atrasado cambiario:

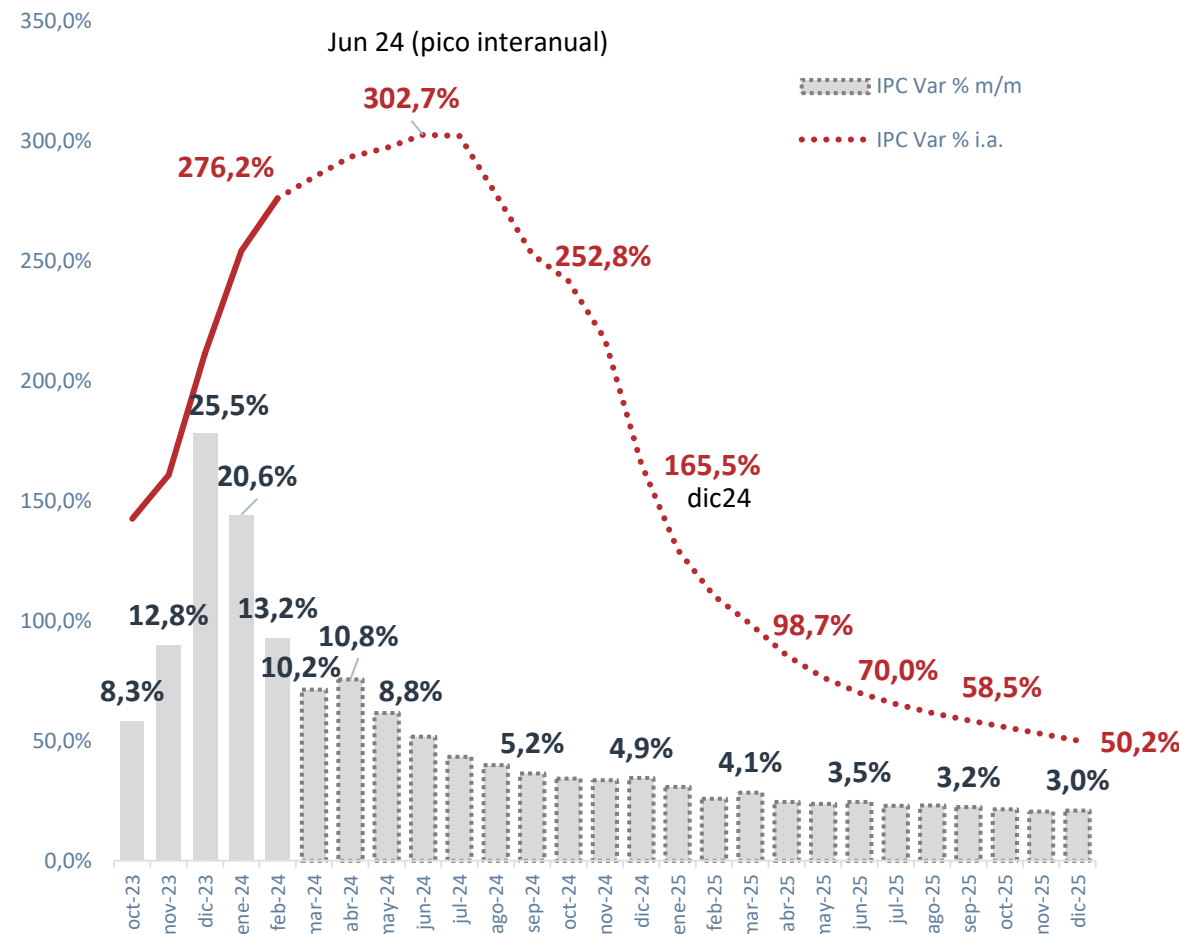
1. Podría dañar la liquidación del agro
2. Podría obligar a un reacomodamiento cambiario más brusco truncando la desinflación y la recuperación

SIN NUEVO SALTO DEVALUATORIO Y CON LA BRECHA ESTABLE EN 20% (2024)

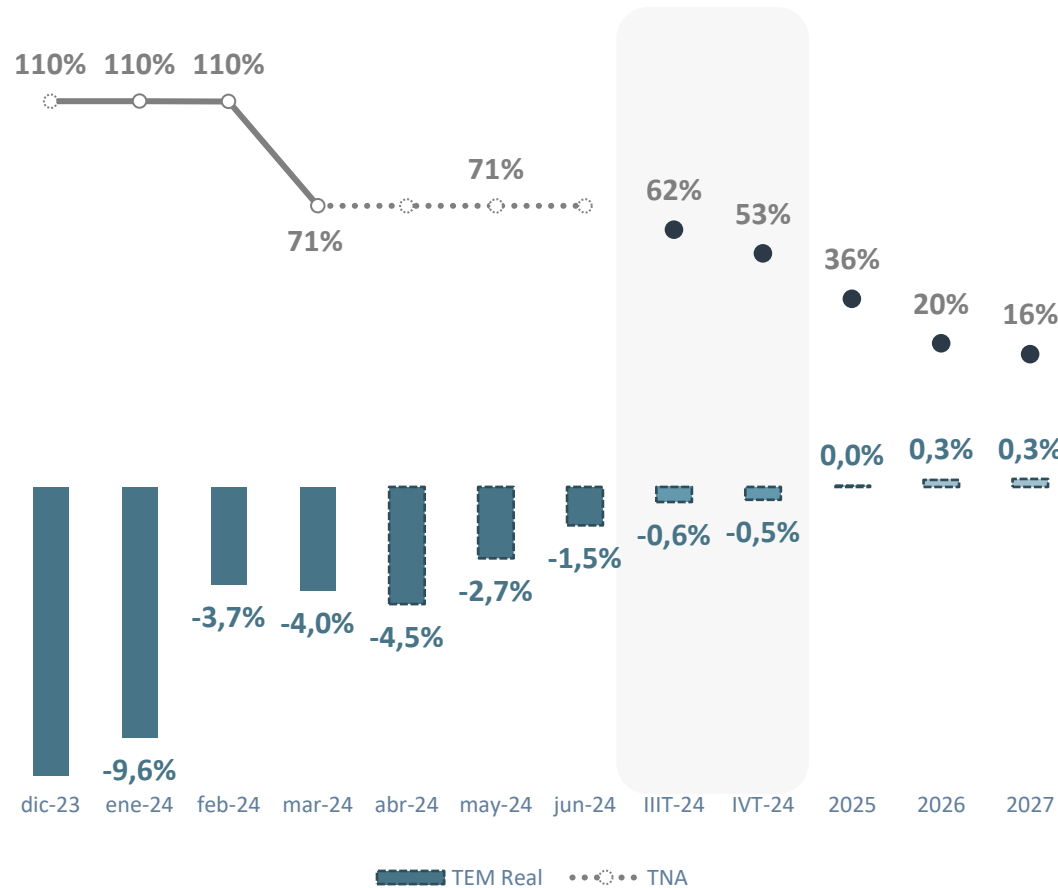
A3500 Nivel y Var anual y nivel CCL



CON LA INFLACIÓN YENDO A UN DÍGITO MENSUAL



Tasa Badlar TNA y TEM Real



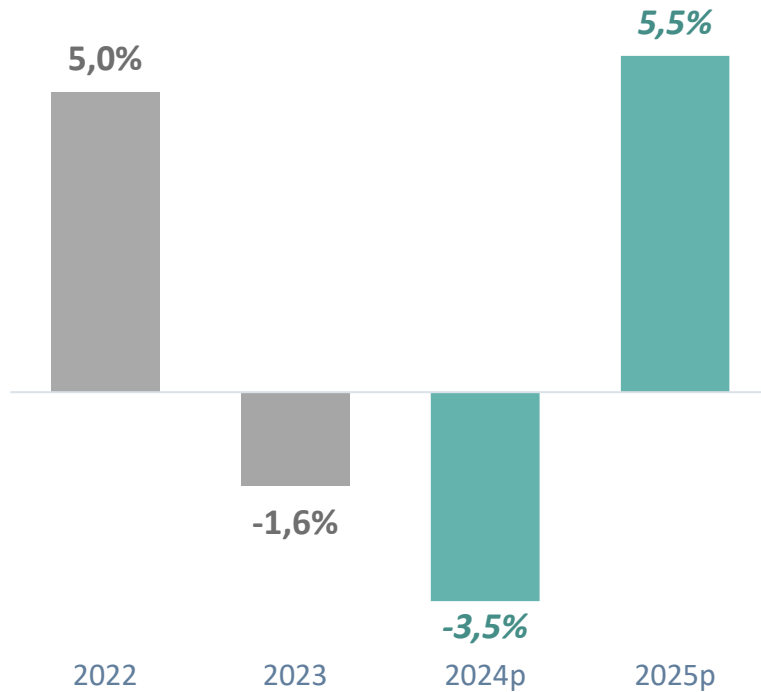
CLAVES

- **Tendencia bajista de las tasas nominales se consolida al compás de la desinflación.** (BCRA licuando remuneración de pasivos)
- Tasas pasivas (libres) 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 se recupera lentamente.

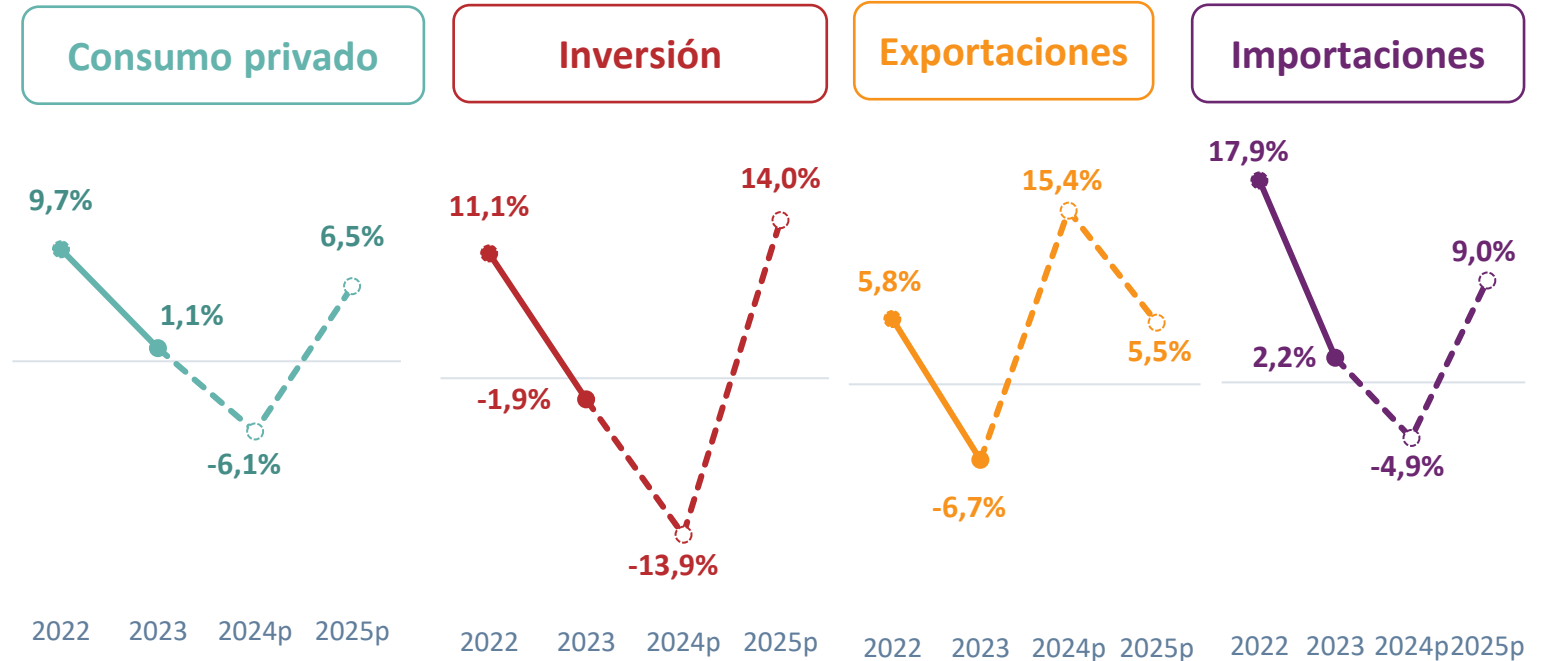
**RIESGO: QUE EL PERÍODO DE TASAS BAJAS SE PROLONGUE
→ EXPORTADORES NO LIQUIDEN → AUMENTE PRESIÓN
SOBRE EL DÓLAR → LLEVANDO A ↑ TASA**

RECESIÓN CORTA, PERO PROFUNDA Y RECUPERACION EN V

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 despejar incertidumbres
- **Sector externo neto** (con aporte muy + de **4,5** pts del PBI actuando como “amortiguador”).

Costo laboral. Paritarias con pauta mensual del 15%.
Podría ir al 9%. *Seguimiento de la conflictividad*

Precios. Desregulación del mercado, pero piden que ajusten las expectativas.

Clave estrategia de costos y pricing

Comercio. Apertura para presionar a la baja precios en el mercado doméstico. Incentivos temporarios.

Presión sobre competencia

¿CÓMO VEMOS EL ESCENARIO HACIA ADELANTE?

ESCENARIO BASE 2024/25



2023

2024

2025



Inflación
Dic. Var % i.a.

211,4%

165,5%

50,2%



Inflación
Prom. Del Año

133,5%

252,8%

71,0%



TC Mayorista Dic.
(Deva % i.a.)

642,0
(271,3%)

809 punta

1.330,6
(107,3%)

1.361 punta

2.043,2
(53,6%)

2.069 punta



CCL -Dic. Prom.
(Brecha %)

953,1
(49%)

1.596,7
(20,0%)

2.043,2
(0,0%)



PBI - Var % i.a.
Q4 vs Q4

-1,6%
-1,4%

-3,5%
3,2%

5,5%
4,0%

CLAVES

- **Inflación en desaceleración, aunque todavía en niveles altos en perspectiva histórica**
- **Tipo de cambio estable** en términos reales desde mediados de 2024.
- **Brecha cerrándose en 2025** tras la eliminación del Impuesto PAIS y unificación cambiaria.
- **Rebote cíclico** tras recesión profunda pero corta en 2024.

EN SUMA...

- El gobierno avanza y **sigue mejorando las expectativas**
- 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 seguirán siendo significativos con **menor riesgo de escenarios más turbulentos**
- Pese a las derrotas legislativas, **los avances macro se consolidan y la credibilidad del gobierno en los mercados se cimienta**. La apuesta oficial es una desinflación rápida para recuperar de cara a las legislativas en 2025 y así abrir la puerta **“grande”** al proceso de reformas en la segunda mitad de gobierno.
- **LAS EMPRESAS TIENEN QUE APRENDER A FIJAR PRECIOS, REDUCIR COSTOS: MEJORAR LA COMPETITIVIDAD**
- Sin dudas, los meses que siguen serán un gran test sobre la viabilidad de la estrategia.

ANEXO

DE LA EMERGENCIA A LA ESTABILIZACIÓN

LAS CLAVES Y LO QUE HAY QUE MONITOREAR

SOSTENIBILIDAD DE LA DESINFLACIÓN

- ¿Se mantiene elevada la inercia? ¿Qué pasará con la indexación? ¿Se desinflaciona pero a costa de acumular atraso cambiario con sus consecuentes costos a futuro?

LEVANTAMIENTO DEL CEPO Y RÉGIMEN CAMBIARIO

- ¿Arranca el levantamiento del cepo? ¿Cuándo y cómo? ¿Vamos a régimen de flotación administrada/libre sin cepo? ¿O un régimen de transición, bandas o desdoblamiento?

CONSOLIDACIÓN DE LOS LOGROS FISCALES

- ¿Se avanza en acuerdo políticos sobre impuestos y gastos sostenibles en el tiempo? ¿Cómo se elimina el impuesto País sin desfinanciar al Tesoro?

DINÁMICA SALARIAL

- La recuperación del salario real (en pisos históricos bajos) luce inexorable ¿pero cuando arranca y a qué ritmo ?

POLÍTICA /REFORMAS

- ¿Pasa el gobierno el próximo test de la Ley bases + Otros? ¿Se firma el pacto de Mayo? ¿Se consolida la construcción del poder propio al interior de la LLA?

Los 3 “NO” más probables

LEVANTAMIENTO TOTAL DEL CEPO EN 2024.

Podrían eliminarse algunas restricciones (mercado de capitales + dólar preferencia expo). Pero seguiría límites al giro de utilidades, a la compra de dólares para atesoramiento privado y el impuesto PAIS hasta su vencimiento

MANTENIMIENTO DEL CRAWLING AL 2%.

Lo más probable es cierta aceleración del ritmo de devaluación sin salto cambiario discreto y empalme con eliminación dólar *blend* a mitad de año

NUEVO REBROTE INFLACIONARIO. La inflación continuaría con su tendencia declinante volviendo a un dígito seguro en junio aunque con un piso todavía alto

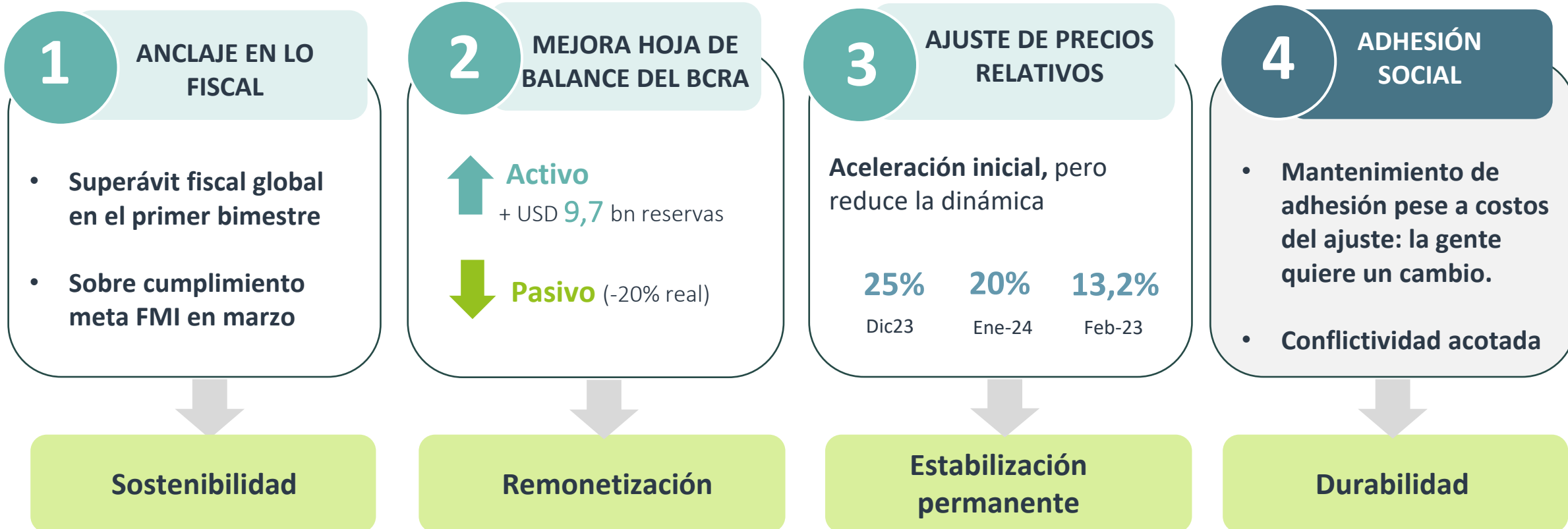
Los 3 “SI” más probables

NORMALIZACIÓN DE LA ESTRUCTURA DE TASAS INTERÉS. Saliendo de terreno real negativo post segundo trimestre y al compás de la mayor flexibilización cambiaria

APROBACIÓN DE LEY BASES + GANANCIAS + PAQUETE FISCAL. Alguna versión acotada se logrará pasar. Para completar el proceso reformista faltará y probablemente haya que esperar (post legislativas 2025)

RECUPERACION CICLICA DE LA ACTIVIDAD AÚN SI NO HUBIERA REFORMAS. Macro más estable habilita rebote cíclico de la mano de la recuperación de los ingresos reales. Aunque para apuntalar el crecimiento sostenido a tasas más altas a mediano plazo harán falta reformas.

PRIMEROS CUATRO MESES DE LA GESTIÓN MILEI: RESULTADOS POSITIVOS Y DESAFIOS



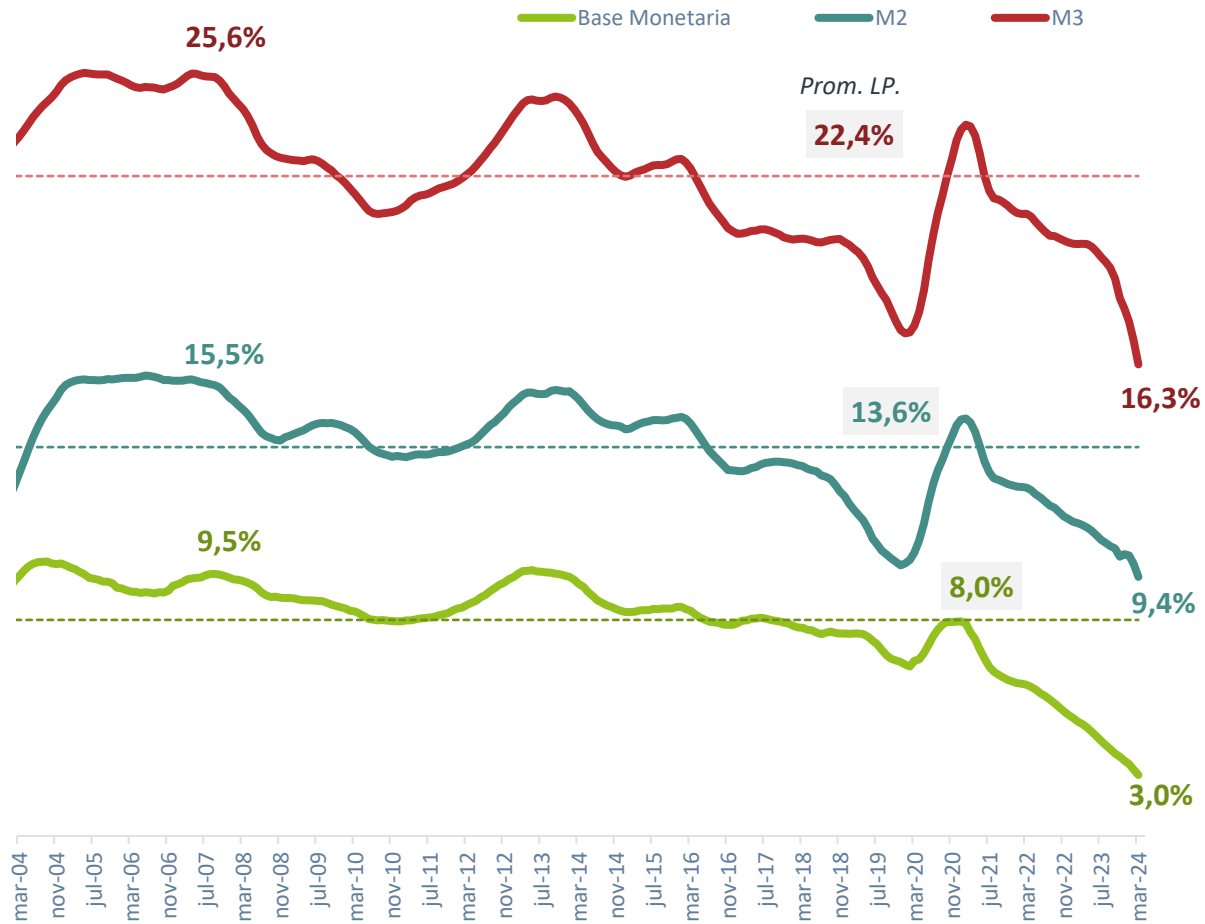
*Pasivos Remunerados y Tasas de Plazo Fijo 30 días minoristas.

OTRO COSTO DE LA MEJORA DEL BALANCE: UNA FUERTE DESMONETIZACIÓN

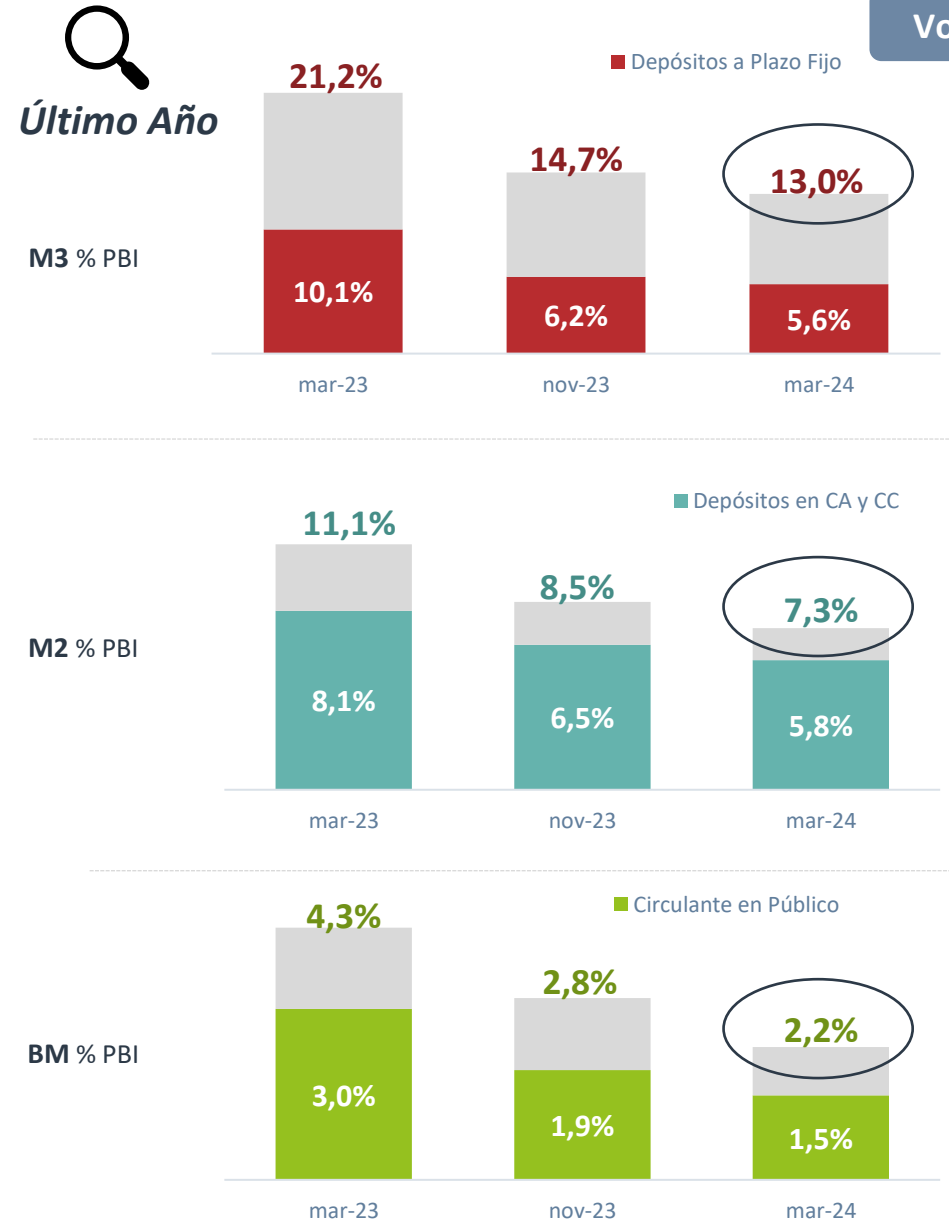
[Volver](#)

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)



¿CÓMO VEMOS EL ESCENARIO HACIA ADELANTE?

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

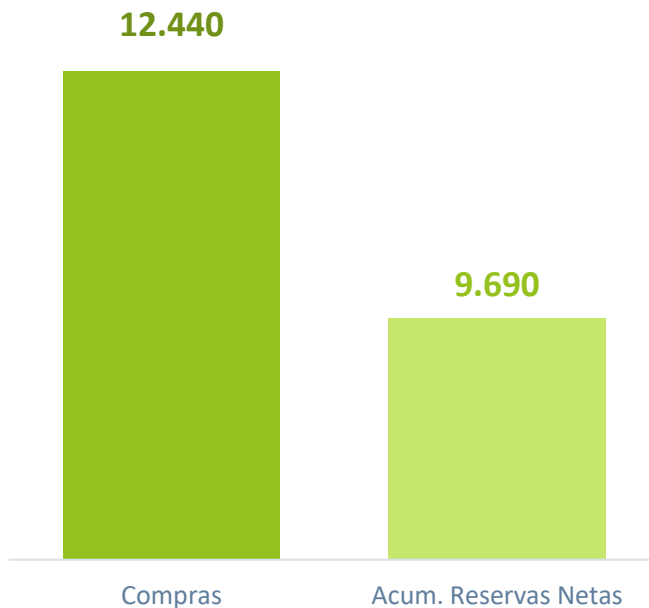
CLAVES

- **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

PRIMEROS CUATRO MESES DE LA GESTIÓN MILEI: MEJORA DEL BALANCE DEL BCRA: CRECEN LAS RESERVAS, AUNQUE AUMENTA LA DEUDA

Compras BCRA y Reservas Netas
USD M, del 10/12 al 5/4.



Las reservas netas pasaron de **-11.200** a **-1.510** USD M

SUBA DE LA DEUDA EN USD

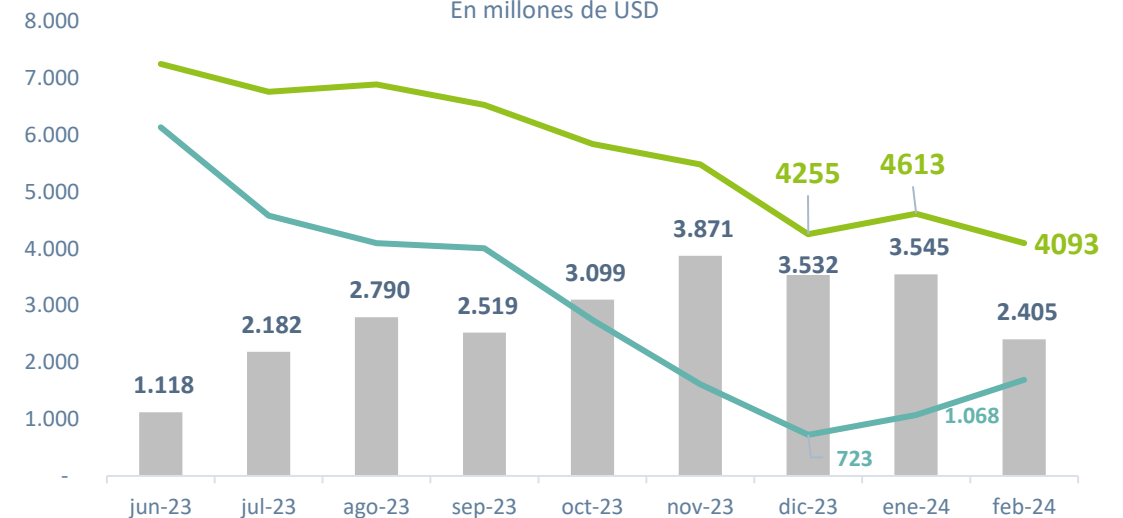
USD 7.981 M de BOPREAL

NUEVO ↑ DE LA DEUDA COMERCIAL

USD 9.500 M desde la inauguración del esquema de pago de importaciones en 4 cuotas

Importaciones devengadas y pagadas (diferencia)

En millones de USD



ABECEB