

**ESEADE**



Informe Semanal  
Económico

Año 2 – N°51

25/10/2024

# Informe Semanal Económico



**Por Iván Cachanosky**

Director Dpto. de Economía y Cs. Sociales ESEADE





## Escenario con Salida “No Traumática” del Cepo

En nuestro último ISE planteamos un primer posible escenario (de baja probabilidad de ocurrencia) en donde se saldría del cepo en Enero del 2025. En esta ocasión, se planteará un segundo escenario que sería aquel planteado por el gobierno. Este escenario tampoco es el de mayor probabilidad de ocurrencia.

## Alivio (Marginal) en el MULC para los Próximos Años

El FMI cambió su política de sobretasas. Antes del 1° de noviembre, la tasa de interés del préstamo del FMI tenía un componente variable que se movía en sintonía con las tasas de los países desarrollados y varios componentes fijos. El primer componente fijo es el margen que el FMI aplica a todos los préstamos, que venía siendo de 100 puntos básicos. Esta tasa disminuye en 40 puntos, a 60 bps.

## La Actividad Crece 0,2% en Septiembre

El EMAE se expandió un 0,2% mensual en agosto, tras subir un 2,1% mensual en julio. En términos interanuales, la actividad cayó un 3,8% y acumula en los ocho meses del año una disminución del 3,1%.

## Escenario con Salida “No Traumática” del Cepo

En nuestro último ISE planteamos un primer posible escenario (de baja probabilidad de ocurrencia) en donde se saldría del cepo en Enero del 2025. En esta ocasión, se planteará un segundo escenario que sería aquel planteado por el gobierno. Este escenario tampoco es el de mayor probabilidad de ocurrencia.

A diferencia del escenario anterior, la salida del cepo en este escenario ocurre sin un salto discreto del tipo de cambio. La política cambiaria, entonces, seguiría con el *Crawling Peg* al 2% hasta Enero. A partir de Febrero, la inflación se ubicaría por debajo del 2,5%, por lo que el gobierno empieza a bajar el ritmo del *Crawling Peg* a un ritmo de 0,1 puntos porcentuales por mes. El hecho de que empiece a bajar una vez que la inflación rompe el 2,5% se debe a la afirmación del Presidente Milei de que “se va a salir del cepo cuando la inflación del programa macroeconómico sea cero”.

Esto significa, en términos del Presidente, que la inflación del programa macroeconómico es del 2,5% ya que el dólar corre al 2% mensual y la inflación internacional al 0,5%. Aunque no estamos planteando que el gobierno saldría del cepo una vez cruzado ese umbral inflacionario, si esperamos que empiece a bajar el ritmo de depreciación del dólar.

En lo que respecta al cepo cambiario, se irán levantando cada vez más controles de capitales. La “salida del cepo gradual” se produciría con comunicaciones paulatinas del BCRA que irán normalizando los pagos internacionales. Por ejemplo, en el comercio exterior esperamos que para fin de año todas las importaciones se puedan pagar de manera inmediata, mientras que actualmente la mayoría de los bienes se pagan a 30 días. Así, el cepo se terminaría de dismantelar en Julio del 2025. Sin embargo, no habría ningún “evento” sino que lo que nos daría una señal de que se terminó de levantar el cepo es que la brecha es 0%. En este escenario también suponemos una eliminación del impuesto PAIS y del dólar blend a comienzos del año.

Este escenario es por naturaleza optimista. Para que esto ocurra es necesario que la oferta y demanda de dólares en el mercado cambiario se igualen al precio del dólar oficial. En la cuenta corriente, las exportaciones no serán muy diferentes respecto al escenario con salida del cepo en Enero con devaluación (US\$ 85.000 millones). Esto sucede a causa de la mayor inelasticidad de las exportaciones agrícolas y energéticas al tipo de cambio real. Esa elasticidad es mayor en las importaciones. Con un dólar más atrasado y una actividad rebotando, las importaciones escalarían para ubicarse en torno de los US\$ 70.000 millones. Así, el superávit comercial de bienes se reduciría en US\$ 5.000 millones respecto al escenario previo. Lo mismo sucede con el balance de servicios que se deterioraría por un tipo de cambio real efectivo para turismo más apreciado, aunque depende de si el gobierno toma alguna medida para encarecer el dólar turista. Los últimos comentarios dan a entender que no habría un dólar alternativo para turistas.



Con un déficit o equilibrio en la cuenta corriente, el gobierno necesita que la cuenta capital sea positiva ya sea para financiar el déficit de cuenta corriente, y/o para acumular reservas netas. El esquema planteado en este escenario solo es posible si la entrada de capitales es mayor a lo que esperamos. Para que ocurra la entrada de capitales por diversas fuentes; ya sea con un nuevo crédito del FMI, o una entrada importante de dólares por IED, debería ser mayor que en un escenario de salida del cepo con una devaluación.

En este escenario, la inflación baja del 119%, al 23%, con una inflación mensual en diciembre corriendo al 18% anualizado. Esto se daría por una continuación de la política de equilibrio financiero, que estimamos que lo cumplen a rajatabla, y la desaceleración del *Crawling Peg*. Además, la actividad económica rebotaría más rápido de lo que pensamos en el otro escenario (+5% en 2025).

### CUADRO I: ESCENARIO CON SALIDA “NO TRAUMÁTICA” DEL CEPO

| Fecha  | Tipo de cambio oficial |       |        | Inflación |        | Actividad económica |       |             |
|--------|------------------------|-------|--------|-----------|--------|---------------------|-------|-------------|
|        | ARS/USD                | m/m   | Brecha | m/m       | y/y    | Índice              | m/m   | Var. Anual. |
| ene-24 | 818                    | 27,5% | 49%    | 20,6%     | 254,2% | 142,9               | 0,1%  |             |
| feb-24 | 835                    | 2,0%  | 41%    | 13,2%     | 276,2% | 142,6               | -0,2% |             |
| mar-24 | 850                    | 1,8%  | 26%    | 11,0%     | 287,9% | 140,7               | -1,4% |             |
| abr-24 | 869                    | 2,2%  | 23%    | 8,8%      | 289,4% | 139,2               | -1,0% |             |
| may-24 | 887                    | 2,1%  | 29%    | 4,2%      | 276,4% | 140,0               | 0,5%  |             |
| jun-24 | 904                    | 1,9%  | 45%    | 4,6%      | 271,5% | 139,6               | -0,3% |             |
| jul-24 | 923                    | 2,1%  | 44%    | 4,0%      | 263,4% | 142,0               | 1,7%  |             |
| ago-24 | 942                    | 2,1%  | 37%    | 4,2%      | 236,7% | 142,4               | 0,3%  |             |
| sep-24 | 961                    | 2,0%  | 30%    | 3,5%      | 209,0% | 143,2               | 0,6%  |             |
| oct-24 | 980                    | 2,0%  | 18%    | 3,1%      | 194,3% | 143,7               | 0,3%  |             |
| nov-24 | 999                    | 2,0%  | 13%    | 2,5%      | 167,4% | 144,2               | 0,4%  |             |
| dic-24 | 1.019                  | 2,0%  | 10%    | 2,7%      | 119,0% | 145,1               | 0,6%  | -3,5%       |
| ene-25 | 1.040                  | 2,0%  | 8%     | 2,7%      | 86,5%  | 145,7               | 0,4%  |             |
| feb-25 | 1.059                  | 1,9%  | 8%     | 2,3%      | 68,4%  | 146,3               | 0,4%  |             |
| mar-25 | 1.079                  | 1,8%  | 8%     | 2,0%      | 54,8%  | 146,6               | 0,2%  |             |
| abr-25 | 1.097                  | 1,7%  | 8%     | 1,9%      | 44,9%  | 148,0               | 0,9%  |             |
| may-25 | 1.114                  | 1,6%  | 6%     | 1,7%      | 41,5%  | 148,2               | 0,2%  |             |
| jun-25 | 1.131                  | 1,5%  | 4%     | 1,6%      | 37,4%  | 149,4               | 0,8%  |             |
| jul-25 | 1.147                  | 1,4%  | 0%     | 1,4%      | 34,0%  | 149,9               | 0,3%  |             |
| ago-25 | 1.162                  | 1,3%  | 0%     | 1,8%      | 31,0%  | 150,3               | 0,3%  |             |
| sep-25 | 1.176                  | 1,2%  | 0%     | 1,4%      | 28,4%  | 151,1               | 0,5%  |             |
| oct-25 | 1.189                  | 1,1%  | 0%     | 1,5%      | 26,3%  | 151,5               | 0,3%  |             |
| nov-25 | 1.201                  | 1,0%  | 0%     | 1,3%      | 24,8%  | 151,7               | 0,1%  |             |
| dic-25 | 1.211                  | 0,9%  | 0%     | 1,4%      | 23,1%  | 152,3               | 0,4%  | 5,0%        |

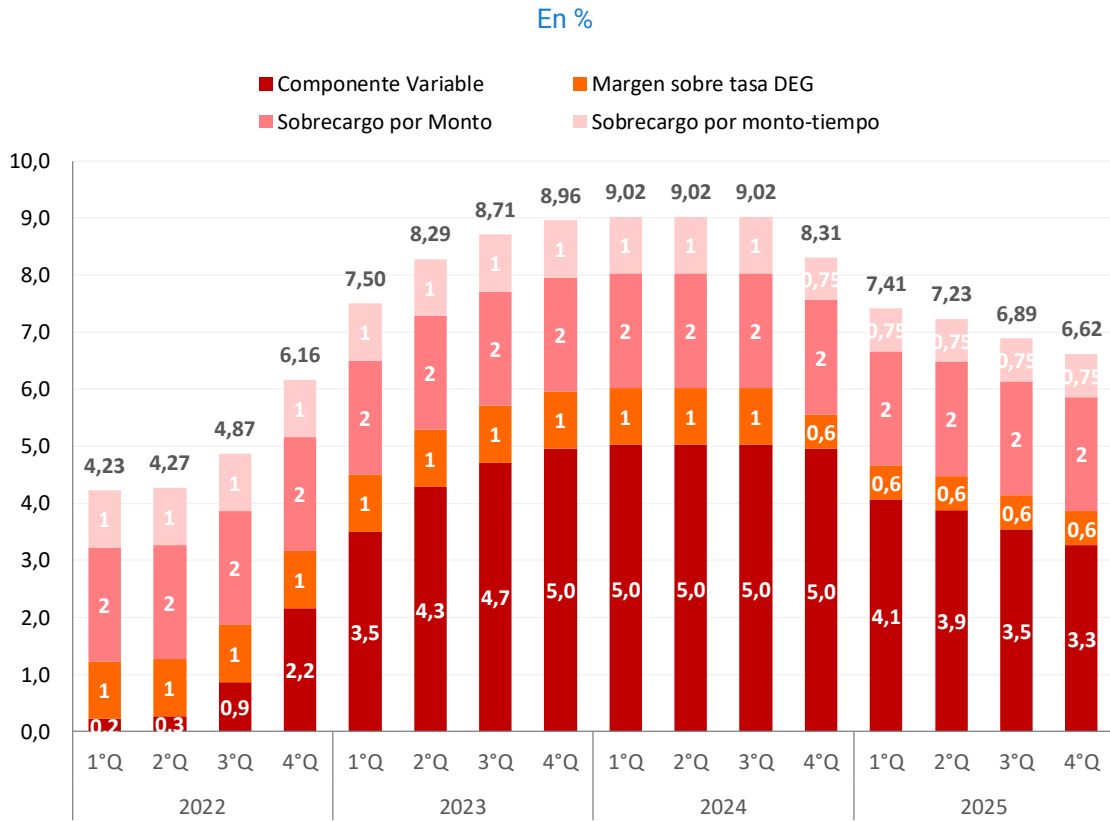
Fuente: elaboración propia en base a BCRA

### Alivio (Marginal) en el MULC para los Próximos Años

El FMI cambió su política de sobretasas. Antes del 1° de noviembre, la tasa de interés del préstamo del FMI tenía un componente variable que se movía en sintonía con las tasas de los países desarrollados y varios componentes fijos. El primer componente fijo es el margen que el FMI aplica a todos los préstamos, que venía siendo de 100 puntos básicos. Esta tasa disminuye en 40 puntos, a 60 bps. Además, existe una sobretasa que se aplica a los créditos con un plazo superior a 51 meses (4 años y 3 meses) en caso de que se trate de un EFF, como es el caso de Argentina. Esta tasa se redujo de 100 a 75 puntos básicos. También

se aumentó el margen a partir del cual se cobra el sobrecargo por monto. Pasó de cobrarse para créditos que superen el 187,5% de la cuota al 300% de la cuota.

**GRÁFICO I: TASA DE INTERÉS DE LA DEUDA CON EL FMI**

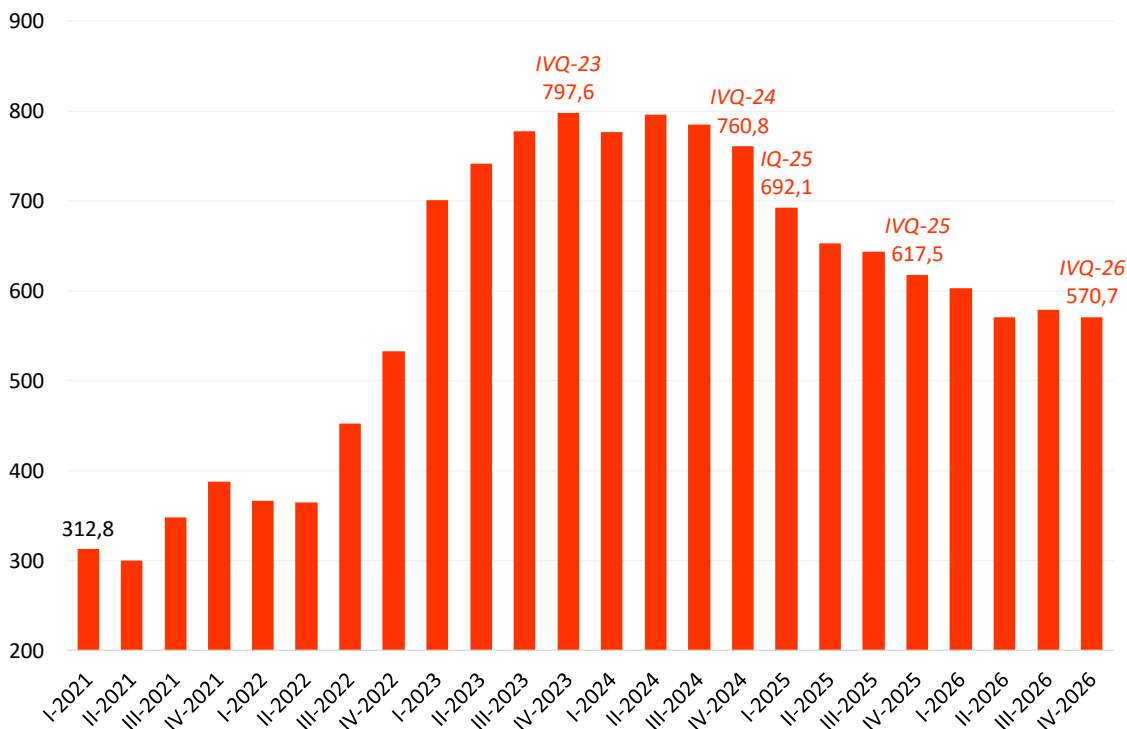


Fuente: elaboración propia en base a FMI

La baja de tasas implica que los pagos de intereses van a disminuir el año que viene respecto al 2024. Igualmente, el mayor alivio no es la baja en los sobrecargos sino la baja en la tasa de interés de la FED. El ahorro respecto al 2024 es de US\$ 500 millones, de los cuáles US\$ 240 millones corresponden a la baja en los sobrecargos.

GRÁFICO II: FLUJO DE PAGO DE INTERESES AL FMI

En Millones de U\$S



Fuente: elaboración propia en base a FMI

La Actividad Crece 0,2% en Septiembre

El EMAE se expandió un 0,2% mensual en agosto, tras subir un 2,1% mensual en julio. En términos interanuales, la actividad cayó un 3,8% y acumula en los ocho meses del año una disminución del 3,1%.

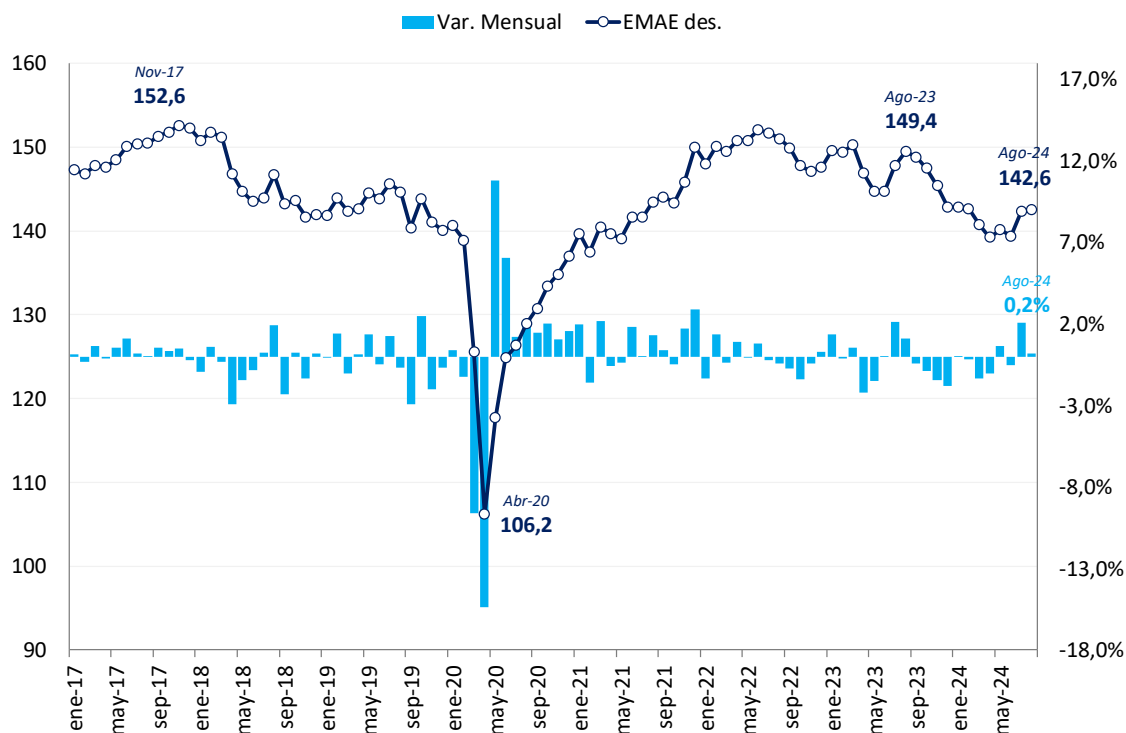
El sector que más incidió positivamente fue Explotación de minas y canteras ya que creció 6%ia, seguido por el sector agropecuario que marcó una suba interanual de 4,5%. Pesca, si bien incide poco en el EMAE, creció 17,1%. En cuanto a los sectores más castigados, la construcción cae 18%ia y acumula una caída del 19,9%ia, afectado en gran medida por el freno en la obra pública y el encarecimiento en los costos de construcción. La industria y el comercio cayeron 6,7%ia y 7,9% respectivamente.

El dato es una sorpresa positiva ya que se esperaba una caída en el mes de septiembre (IGA-OJF esperaba -0,6% m/m). El ISAC y el IPI del INDEC habían mostrado señales ambiguas (-2,5% y +1,5% respectivamente). Para septiembre, los datos de producción siderúrgica y despacho de cemento dan buenas señales, aunque el índice Construya muestra una caída mensual del 5,4%.

Con el dato de agosto, corregimos al alza la proyección de actividad económica para el 2024, pasando de una caída del 3,9% a una del 3,6%.

### GRÁFICO III: ACTIVIDAD ECONÓMICA

Serie Desestacionalizada – Ene-17 a Ago-24



Fuente: elaboración propia en base a FMI

## Iván Cachanosky

Director del Departamento de Economía y Ciencias Sociales

Director de la Maestría en Economía y Ciencias Políticas