



# INFORME MACROECONÓMICO

---

5 de Julio de 2024

## Panorama Macroeconómico



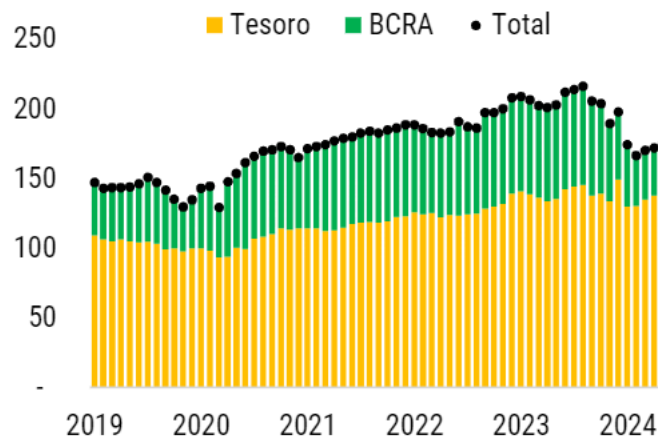


### SIN CAMBIO DE RUMBO

En su conferencia a finales de junio, el Gobierno esencialmente hizo una defensa del rumbo adoptado y no anunció medidas cambiarias ni plazos para la salida del cepo pese a que la brecha cambiaria llegó a un pico de 56% y las principales variables financieras mantuvieron su desempeño negativo con posterioridad a la sanción de la Ley de Bases. Nuevamente, las autoridades reforzaron su compromiso con mantener la devaluación corriendo al 2% mensual y el “dólar exportador” que permite liquidar el 20% de las divisas en el mercado contado con liquidación. Los cambios vinieron del lado de la política monetaria, aunque consistieron mayormente en el ordenamiento y profundización de tendencias previas. Así, el Gobierno decidió profundizar el rumbo elegido, especialmente en el plano fiscal, para recuperar la confianza y no convalidar una nueva devaluación discreta en el dólar oficial.

Al analizar los anuncios, el Ministro de Economía junto con el Presidente del BCRA indicaron que la autoridad monetaria dejará de emitir pasivos remunerados. Esto es, anteriormente, el BCRA emitía dinero para financiar al Tesoro y retiraba luego el excedente monetario a través de distintos instrumentos que se suscriben con pesos y pagan una tasa de interés. Los instrumentos usados, su plazo, nombre (LEBACS, LELIQS, PASES) y características fueron variando, pero su función es la

Deuda bruta Tesoro y BCRA – en bn de ARS constantes.



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA, Mecon e INDEC.

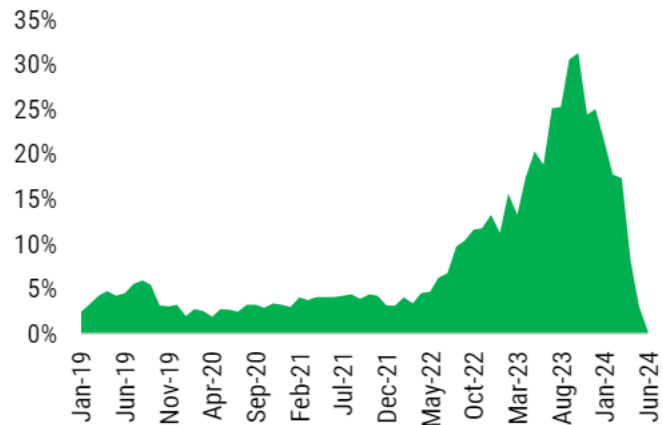
misma. En noviembre de 2023, el BCRA tenía un stock equivalente a 55 millones de pesos de mayo 2024, que implicaba aumentar todos los meses un 30% el stock de pesos en circulación solo en concepto de pago de intereses. De esta manera, una de las metas principales de la nueva administración fue “apagar” los motores de la emisión monetaria, concepto que incluye tanto al déficit fiscal como a los pasivos remunerados. Para lograrlo, se recurrió a bajar la tasa de política monetaria 133% TNA a 80% TNA en los primeros tres meses de gestión en medio de una fuerte aceleración inflacionaria que “licuo” a los pasivos nominados en pesos y a, incluso previo a los anuncios, ir sustituyendo deuda del BCRA por deuda del Tesoro. En efecto, ya en mayo de 2025, los pasivos del BCRA ascendían a 18 billones de pesos (-67%), pero la deuda del Tesoro en pesos pasó de 133 billones de pesos en noviembre de 2023 a 155 billones de pesos (16%). Como puede verse en el gráfico, hubo “pase de manos” de deudas entre el BCRA y el Tesoro, pero también se



observó una reducción en el número final consolidado a partir de las tasas reales de interés negativas.

En las próximas semanas, el Gobierno completará el proceso al eliminar la totalidad de los pasivos monetarios del BCRA, transfiriendo la responsabilidad del pago de los intereses al Tesoro. En principio, diferencia fundamental entre ambas entidades es que el fisco no tiene la capacidad de emitir moneda, y por lo tanto, se refuerza la presión sobre

#### Pago de intereses instrumentos BCRA - % de la BM



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.

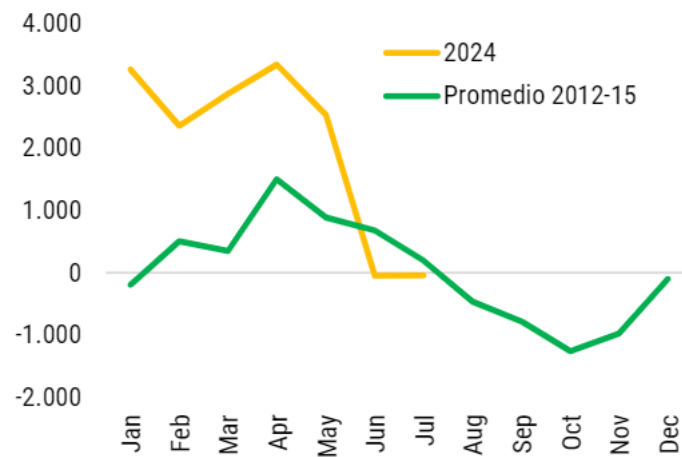
sanear las cuentas públicas dado que los servicios de la deuda, que anteriormente se pagaban con emisión, ahora pasan a pagarse con el presupuesto. Así, la Intención oficial es cerrar no solo la “canilla” del déficit sino también la “canilla” de los pasivos remunerados, cuyos intereses ahora no generan una expansión del dinero en circulación.

Sin embargo, existen varios aspectos para tener en cuenta. Más allá de la carga adicional de los intereses, el Tesoro ahora debe también ir renovando (*roll over*) los vencimientos del stock de la deuda que previamente estaba en manos del BCRA. Vale decir que ese proceso hoy esta asistido por la presencia del cepo cambiario, que obliga a los argentinos a tener más activos en pesos de los que querrían. Ahora bien, si el superávit fiscal más las nuevas colocaciones de deuda son insuficientes para pagar los intereses y los vencimientos puede producirse un “agujero” en el financiamiento, que, o bien debe cubrirse con asistencia del BCRA (emisión), o bien, se debe “reperfilar” la deuda en pesos, como ocurrió hacia el final del Gobierno de Macri. Es decir, el nuevo esquema implicaría la emisión solo bajo condiciones particulares de estricta no-asistencia del BCRA. Por otra parte, se mantienen varias de las desventajas: se trata una deuda en pesos a corto plazo que en ausencia de cepo cambiario podría correr hacia el dólar. En definitiva, el dato a monitorear no es tanto quién tiene la deuda sino la evolución de su stock consolidado (BCRA + Tesoro) y los costos que demanda su servicio, ya sea en términos de austeridad fiscal o emisión. En ese sentido, puede que no todo el stock de pasivos remunerados se mueva del BCRA, que nunca defaulte deuda en moneda local, al Tesoro, que sí lo hizo, dado que se trata de un distinto perfil de riesgo. De esta manera, puede haber una reducción en la deuda consolidada debido a que parte de la deuda terminará convertida en pesos en circulación proceso que incluso ya ha comenzado teniendo en cuenta que desde mayo la base monetaria creció 91% en paralelo al desplome del stock de pases que implicó sacar a circulación ARS 21 billones adicionales (solo parcialmente absorbidos por otras vías).



Si bien resulta importante frenar la emisión monetaria para estabilizar la economía, los anuncios mayormente no atienden directamente a las dificultades en el mercado cambiario, excepto vía la reversión parcial del proceso de baja de tasas implementado hasta ahora. En ese sentido, se debe tener en cuenta que la política monetaria afecta al resto de las tasas de la economía y es esperable que el costo del financiamiento para las empresas suba en los próximos meses.

### Intervención cambiaria BCRA – USD millones



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.

Volviendo a las crecientes dificultades para sostener el ritmo de devaluación del 2% mensual, las ventas de la autoridad monetaria ascendieron a USD 47 millones en junio y USD 38 millones en julio, meses que, como puede verse en el gráfico, en los periodos con cepo son estacionalmente favorables dada la presencia de la cosecha gruesa. Hacia adelante, si no se desea corregir el nivel del tipo de cambio, es fundamental recuperar el acceso al financiamiento internacional, público y privado. Mientras que los ingresos de divisas dependan del comercio exterior, el Gobierno debe mantener una cotización del dólar que le permita obtener un superávit holgado para los pagos de deuda que, además, son significativamente mayores en 2025. Así, más allá del deterioro en la competitividad del tipo de cambio ocasionada por un ritmo inflacionario que todavía sigue muy por encima del 2% mensual de suba del dólar, el resto del mundo también juega un papel relevante. En particular, en Brasil, uno de nuestros principales socios comerciales, el Real se viene depreciando y paso de 4,85 BRL/USD a principio de año a 5,49 BRL/USD en la actualidad. De esta manera, el tipo de cambio real de Argentina se encuentra solo 8% por encima del nivel recibido en diciembre.

En suma, el Gobierno continúa en la ruta de la normalización de la muy compleja herencia recibida y mantiene la idea de salir del cepo solo cuando estén dadas las condiciones para que no implique un salto del dólar. En este marco, refuerza el compromiso en el plano fiscal, uno de los frentes donde tuvo mejores resultados, mientras termina de ordenar el pasaje de la deuda desde el BCRA al Tesoro. En ese sentido, algunas versiones periodísticas señalan que se habría logrado superávit financiero en junio, un mes estacionalmente muy complicado por el pago de aguinaldos. Sin embargo, en el plano cambiario la ansiedad del mercado parece ir en aumento teniendo en cuenta que en 2025 hay elecciones y además se deben refinanciar vencimientos de capital con privados por algo más de USD5.000 millones que difícilmente pueden atenderse sin acceso al mercado. Con los meses estacionalmente más complicados en materia de liquidación de



exportaciones por delante, será clave para el Gobierno poder recuperar el acceso a dólares financieros para poder convencer de que la trayectoria actual del tipo de cambio es sostenible.

¿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? Hacer [click acá](#)



Informe Macroeconómico  
Publicación de distribución mensual, destinada al Movimiento CREA.

Coordinación del informe:  
Santiago Giraud

Economista a Cargo:  
Francisco Anzoategui

Víste nuestra página web: [www.crea.org.ar](http://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](mailto: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/>

