



# Informe Macro enero

## ¿Camino a la estabilización?

25 de enero de 2024

El gobierno fue muy exitoso inicialmente al lograr que, tras el salto discreto de 118% del dólar oficial, el CCL baje de \$1.050 a \$930 el 27/12 y la brecha se desplome de 150/190% a 15% (mínimo de cuatro años). Sin embargo, como anticipamos en nuestro [informe anual](#), **la baja de la tasa de interés del 18/12** contribuyó a desandar buena parte de ese camino en el último mes: el CCL rebotó hasta \$1.300 y la brecha escaló a 60%. Un CCL real más alto, intermedio entre el promedio de la última década y los picos de pánico de octubre 2020 y 2023, puede haber recalibrado el *carry trade*. Sin embargo, con **instrumentos en pesos de corto plazo que apenas cubren un tercio de la inflación** y que, en consecuencia, la única alternativa viable sea extender significativamente *duration* para jugar el carry, no es tan obvio el posicionamiento de los inversores. En otras palabras, **la estabilidad del peso no está garantizada** y la brecha podría escaparse del 60%. En el diseño del esquema cambiario el gobierno estableció el 60% como spread tolerable (dólar tarjeta). ¿Qué ocurre si se supera este umbral? **¿Se revisa la política monetaria y viene una suba de tasas?**

Al respecto, no ignoramos que **la estrategia del equipo económico no es estabilizar en un primer momento sino reducir saldos reales**. La baja de redundó en tasas de interés reales súper negativas que se ubican entre -70% y -80% TEA. Era esperable que el gobierno aproveche el cepo cambiario para ejercer la represión financiera, pero cabe preguntarse si la desproporción no posterga demasiado la desaceleración de la nominalidad. Como respuesta a la licuación buscada, el **mercado incrementó marcadamente su preferencia por liquidez**. El M2 Privado crece 179% anual frente a Plazo Fijo avanzando apenas 57,5% anual. En este contexto, mayor liquidez implica mayor velocidad de circulación del dinero, que se manifestó en la violenta suba del CCL del último mes. Junto a la política monetaria laxa, **la absorción de pesos vía colocación de BOPREAL** (\$1,34 billones total), le permiten al gobierno alcanzar su objetivo de achicar tanto saldos reales (el M3 bajó a mínimos de 20 años) como las erogaciones fiscales no indexadas. El ancla fiscal y la consecuente nula emisión de origen fiscal alejan el escenario de espiralización, pero **la ausencia de un ancla nominal** vuelve más largo el camino. A nuestro entender, **el crawling peg en 2% mensual no es tal ancla**, al ser considerado insostenible por los agentes económicos, ya que no se cuenta con reservas para defender la apreciación resultante.

Dada la alta nominalidad de los próximos meses y la casi nula devaluación, **el peso se está apreciando velozmente**, borrando la mejora del tipo de cambio real conseguida tras la devaluación del 13/12. El dólar oficial ya recortó 24% real desde el pico de \$1.079 de hoy alcanzado tras la devaluación a \$822. Si el BCRA mantiene el *crawling peg* al 2% mensual, como ratificó en su informe de [principio de año](#), para fines de abril el tipo de cambio real se ubicaría apenas 5% por encima del nivel pre-devaluación. En consecuencia, creemos que para contrarrestar esta marcada apreciación sobrevendrá una **fuerte aceleración del ritmo de devaluación** e incluso, en el extremo, otro salto discreto si la brecha cambiaria se escapa de 60%. Este sería el canal para que la inflación no tenga una baja tan lineal como la que espera el REM.

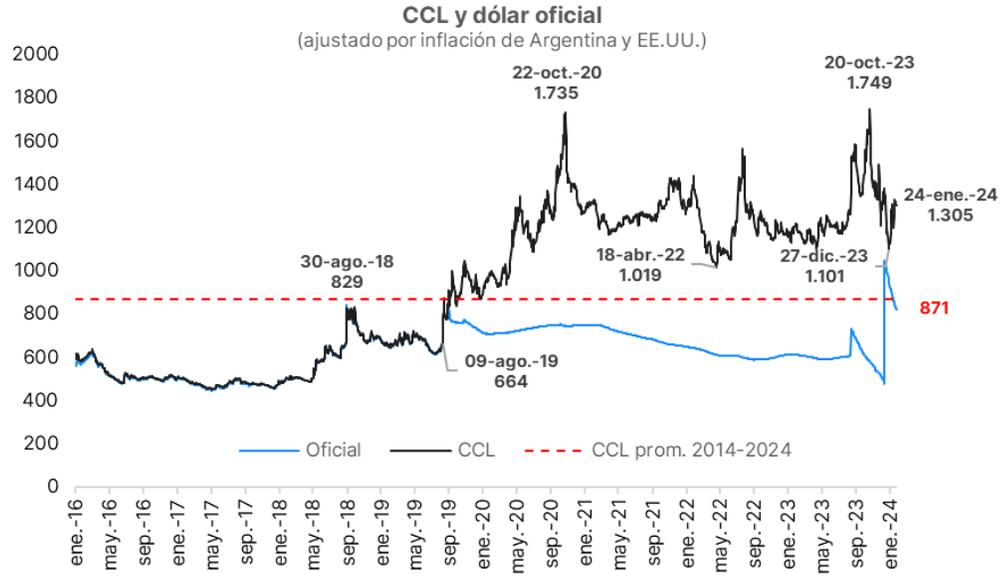
Por ahora, el mercado de futuros descuenta que el ritmo de devaluación sea en febrero 4,1% y se acelere significativamente a 10% en marzo, 11,5% abril y 10,2% en mayo. No debe soslayarse que una **aceleración del crawling**, como la *priceada* en futuros, **requiere una fuerte suba de tasas para evitar un estrangulamiento del mercado de cambios**. Vale recordar que, en un contexto de cepo cambiario, la tasa de interés debe viajar por encima del ritmo devaluatorio para forzar la liquidación de los exportadores. Al respecto, a pesar de que la brecha se amplió significativamente en el último mes, el mercado comenzó a imaginar el salto discreto (¿para unificar?) luego del 30 de abril. El *spread* de precio entre el TV25 (vence el 31/03/25) y el TV24 (vence el 30/04/24) se disparó de un mínimo reciente de -\$7.948 el 27/12 a +\$13.600. Vale recordar que, en un principio, parte de los analistas creía que el gobierno podía buscar la unificación para que la liquidación de la cosecha gruesa sea fluida.

En cuanto al mercado de cambios, **el BCRA lleva comprados US\$5.612 millones desde que asumió Milei**, la mayor racha registrada. Los determinantes detrás de esta performance son una oferta que reaccionó positivamente a la fuerte suba del tipo de cambio real y reducción de la brecha y una **demanda privada que permanece muy restringida**. Recién a partir del 26/01 tendremos una imagen más fidedigna del MULC cuando alrededor de un tercio de la demanda vuelva a acceder al MULC. **La dinámica del MULC podría tornarse desfavorable para el BCRA** en el corto plazo. A la mayor demanda por cierta normalización de importaciones, la oferta de los exportadores podría disminuir por el salto de la brecha y la apreciación real. En este marco, en el que aumentan las expectativas devaluatorias, **pierde potencia el diferencial positivo entre la tasa de interés y el ritmo devaluatorio**, que busca forzar la liquidación de los exportadores.

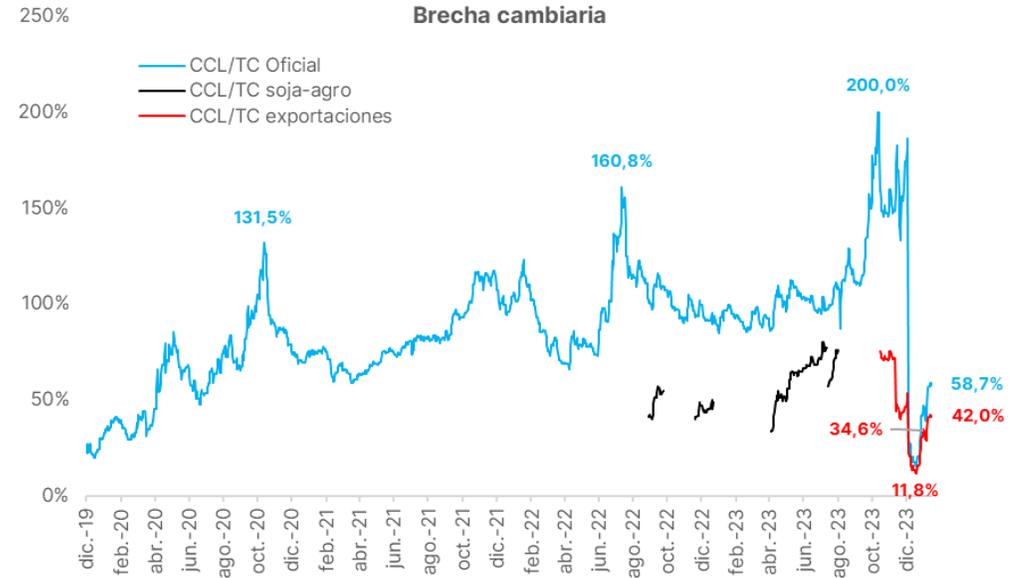
# Informe macro enero: ¿camino a la estabilización?

- 1 Pronóstico reservado para CCL y brecha con esta tasa
- 2 La suba del CCL es el daño colateral del camino elegido
- 3 Baja de tasa y colocación de BOPREAL para reducir saldos reales
- 4 Alta inflación y *crawling* en 2%: fuerte apreciación del peso
- 5 El mercado descrea de la fijación del *crawling* a 2% mensual
- 6 Racha récord para el BCRA ante una demanda muy restringida

## CCL oscilando entre “pánico” y promedio histórico

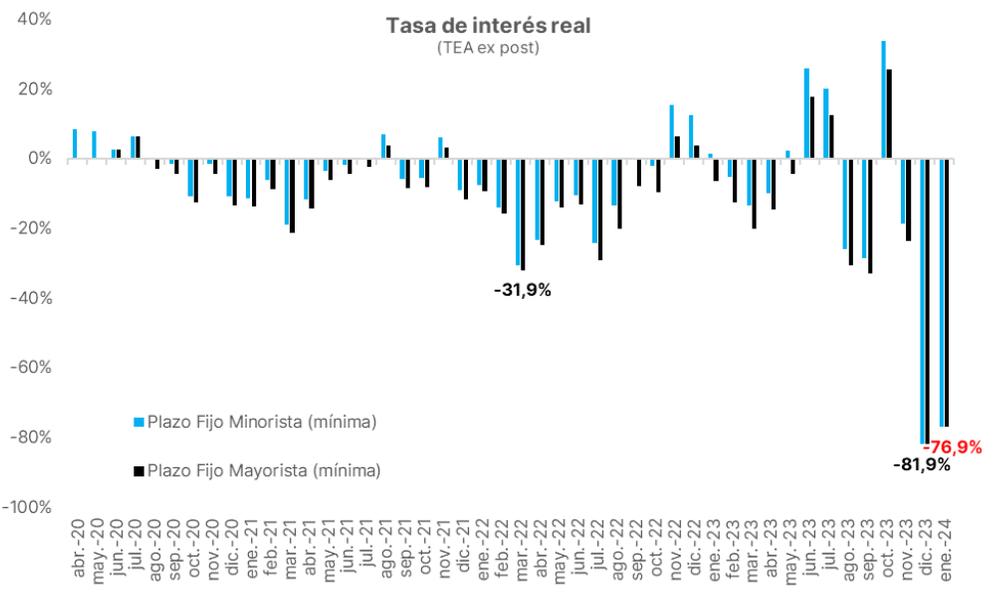


## ¿60% es el límite tolerable para la brecha?

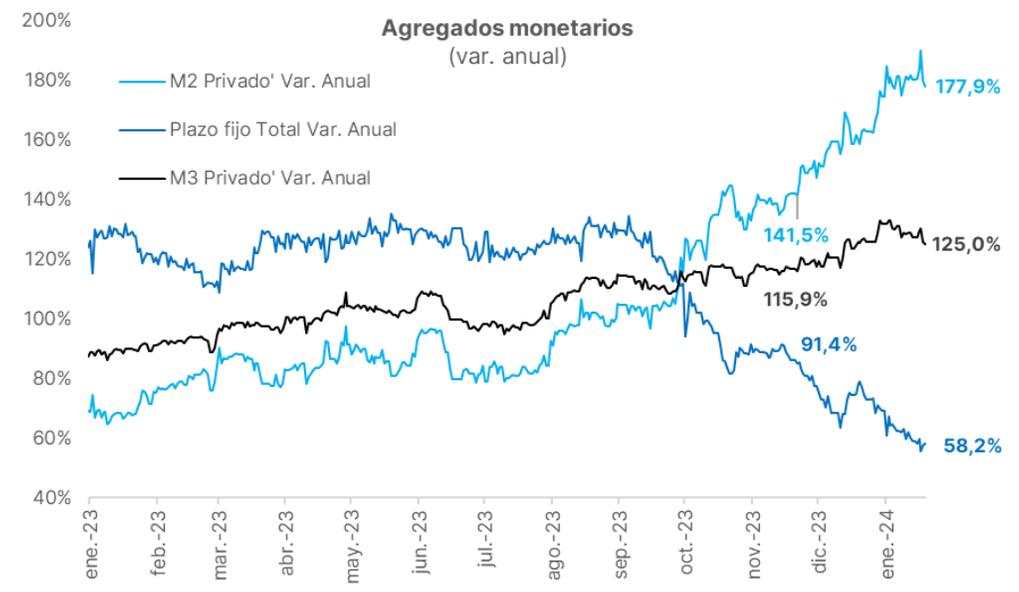


El éxito inicial de la gestión Caputo fue que, tras convalidar un salto discreto de 118% del dólar oficial el 13/12, el CCL bajó de \$1.050 a \$930 el 27/12. El correlato de la reconfiguración cambiaria fue una **brecha comprimiendo desde el rango 150-190% luego del ballottage a un mínimo de cuatro años de 15%**. En su momento, la orientación del nuevo gobierno hacia una economía de mercado, desde el lado de los *fundamentals*, y la alta estacionalidad de la demanda de dinero sumado al flujo de liquidación de exportadores en el esquema 80/20%, desde lo coyuntural, contribuyeron a este escenario. Sin embargo, tal como señalamos en nuestro Informe [“La cautela de corto no opaca el optimismo de largo plazo”](#), la **baja de la tasa de interés** (la de política monetaria recortó de 254,8% a 171,5% TEA) en un contexto de aceleración inflacionaria nos hacía pensar que niveles tan bajos de CCL y de brecha cambiaria tenían los días contados. En otras palabras, la tasa de interés en pesos en el rango 7-9% mensual frente a una inflación de 20/25% en diciembre y enero **difícilmente hiciera atractivo el carry**. Así, entre el 27/12 y el 24/01 (19 ruedas), el CCL escaló 40%, borrando el *carry* de 4/5 meses en el camino, y ensanchando la **brecha cambiaria hasta 55/60%**. Como en toda estrategia de *carry*, luego de la fuerte suba, la recalibración obliga a pensar si el nuevo nivel es más propicio para rearmarlo, lo que en términos macro se traduciría en mayor estabilidad para el peso. El CCL de \$1.300 se encuentra equidistante a precios de “pánico” como los de octubre 2020 y 2023 (\$1.725 y \$1.738 de hoy) y al promedio de los últimos diez años de \$871. Si el programa “cierra”, podría pensarse que hay que vender este CCL “caro”, equivalente a decir que la inflación va a ganarle a la suba del principal dólar financiero. Sin embargo, al no existir instrumentos de corto plazo que copien la inflación, no resulta tan obvio el posicionamiento de los inversores. A modo de ilustración, para obtener un instrumento que medianamente replique la inflación en la curva CER, debemos **extender duration hasta el TX31** (*yield* de -1,8% real y *modified duration* de 5), lo cual implica un **alto riesgo precio** solo tolerable para perfiles agresivos. En consecuencia, cabe esperar que **la volatilidad del CCL se mantenga**, sobre todo al acercarnos a la caída estacional de la demanda de dinero de febrero, y que la brecha incluso supere el 60%. Cuando el gobierno ubicó al dólar tarjeta con una brecha de 60% sobre el oficial en el nuevo esquema cambiario, suponemos que lo estableció como un umbral tolerable. Cabe pensar cuál será la reacción del equipo económico si ese mojón es traspasado. ¿Suba de tasas?

### El gobierno fuerza al máximo la represión financiera

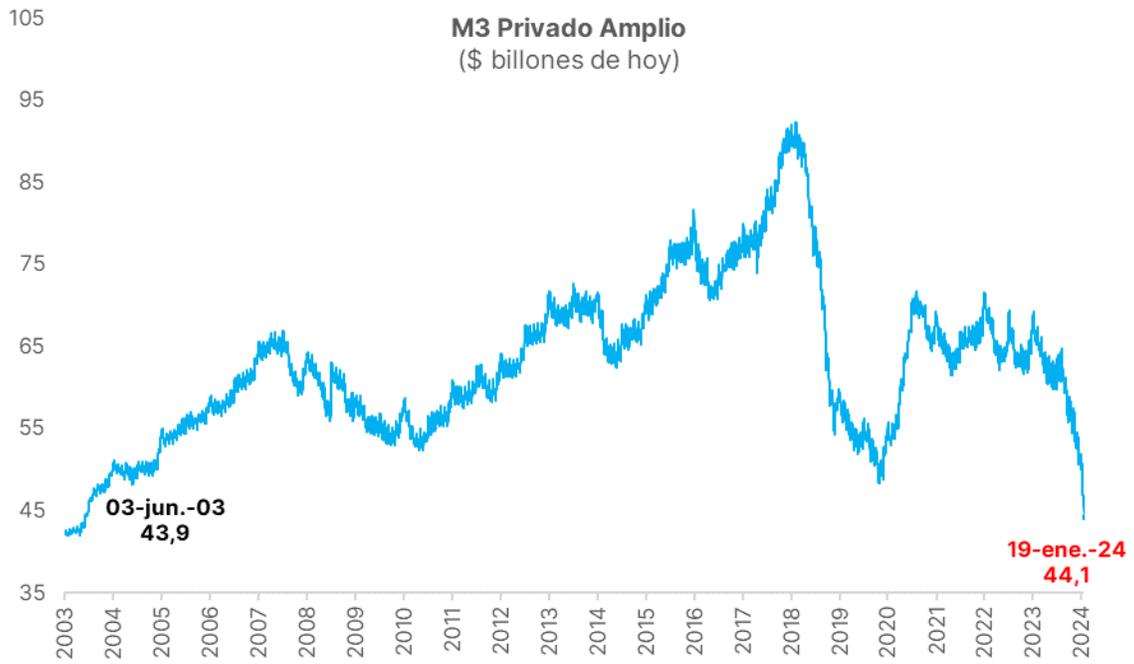


### Tasa muy negativa redunda en boom de liquidez

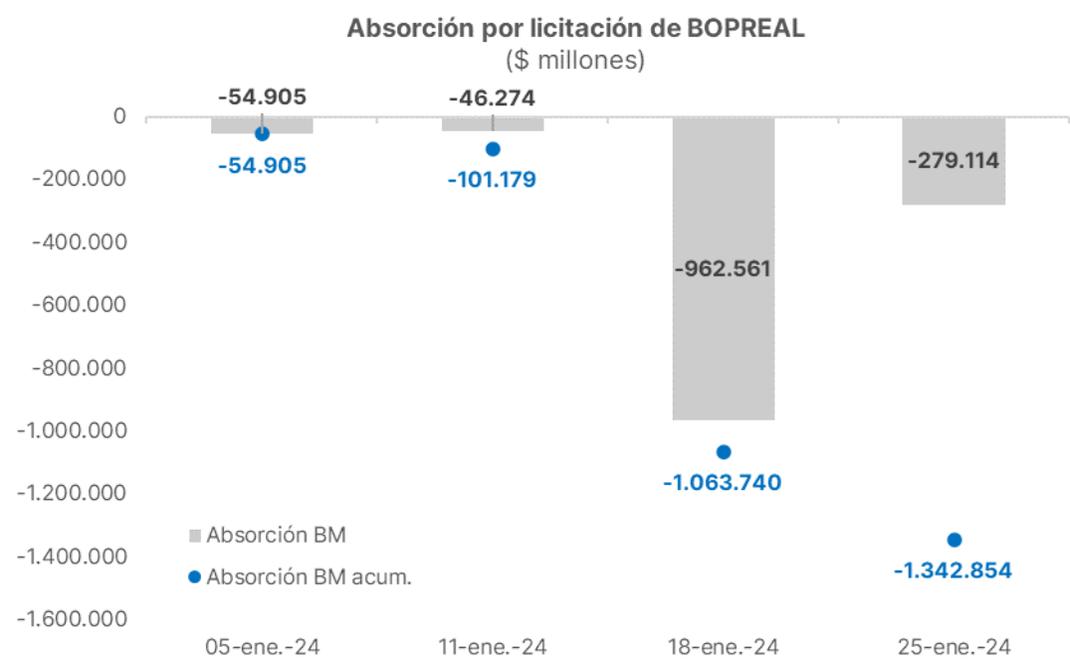


Va quedando claro que **la estrategia del equipo económico no es estabilizar en un primer momento sino licuar**. La baja de la tasa de política monetaria del 18/12 redundó en una depresión de los rendimientos de los Money Market y Plazo Fijo a 129/141% y 187% de TEA, equivalente a 7/7,5% y 9% mensual. Con este recorte, la tasa de interés real *ex ante* de PF se hundió a un mínimo de -77% TEA en enero (tomando una expectativa de 23%, inferior al 25% del REM). Es entendible que el gobierno aproveche el cepo cambiario para ejercer la represión financiera (tasas de interés negativas), pero cabe preguntarse si la desproporción en la magnitud no conlleva riesgos de aceleración (o nula desaceleración). A modo de referencia, en los cuatro años de cepo de Alberto Fernández, **la tasa de interés *ex post* más baja fue -32% TEA**. Como era de esperarse, ante una tasa tan baja, el **mercado incrementó marcadamente su preferencia por liquidez**. Así fue como se intensificó el desarme de Plazo Fijo, que venía desde fines de septiembre, y en los treinta días desde la baja de tasa cayeron 3,3% mensual frente a un devengamiento de 9%. La contracara fue una explosión de liquidez, medida en el M2 privado, de 9,8% mensual. Puesto en términos anuales, para evitar el efecto estacional de diciembre, **el M2 Privado crece 177,9% anual frente a Plazo Fijo avanzando apenas 58,2% anual**. En este contexto, mayor liquidez implica mayor velocidad de circulación del dinero, que la vimos reflejada en la violenta suba del CCL del último mes. Vale recordar que la velocidad de circulación del M2 Privado alcanzó un récord histórico en diciembre 2023, superando a noviembre 2019, luego de una marcada aceleración en el segundo semestre del año. El gobierno está logrando su cometido de licuar en términos reales tanto la cantidad de dinero como las erogaciones fiscales no indexadas, lo que a su vez **implica estirar el camino hacia la estabilización**. El ancla fiscal (superávit primario propuesto de 2% del PBI, luego de un déficit de 3% en 2023) y la consecuente nula emisión monetaria de origen fiscal alejan el escenario de espiralización, pero **la ausencia de un ancla nominal** vuelve más largo el camino. A nuestro entender, **el crawling peg en 2% mensual no es tal ancla**, al ser considerado insostenible por los agentes económicos, ya que no se cuenta con reservas para defender la apreciación resultante.

### Fuerte licuación de la cantidad de dinero

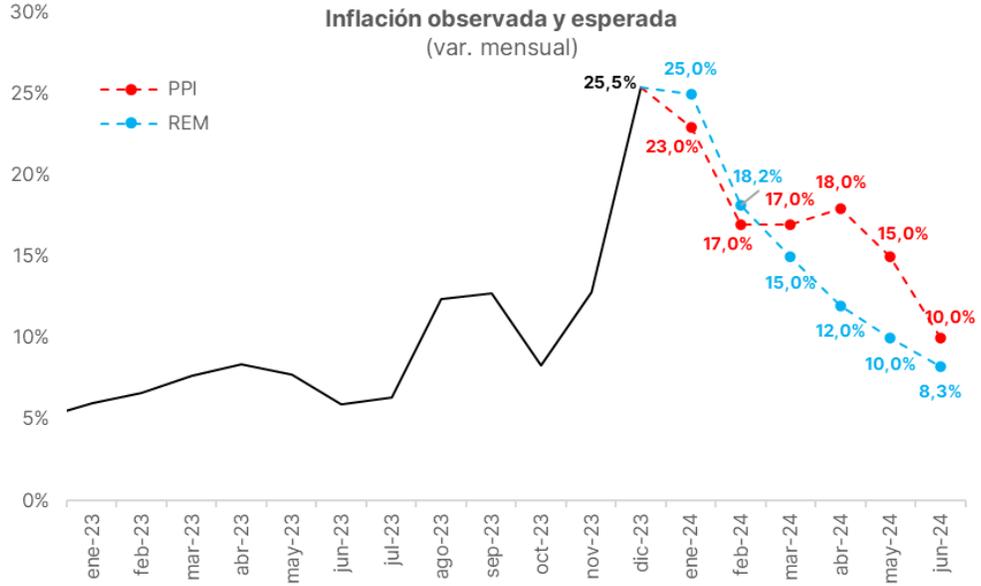


### El BOPREAL como instrumento clave de absorción

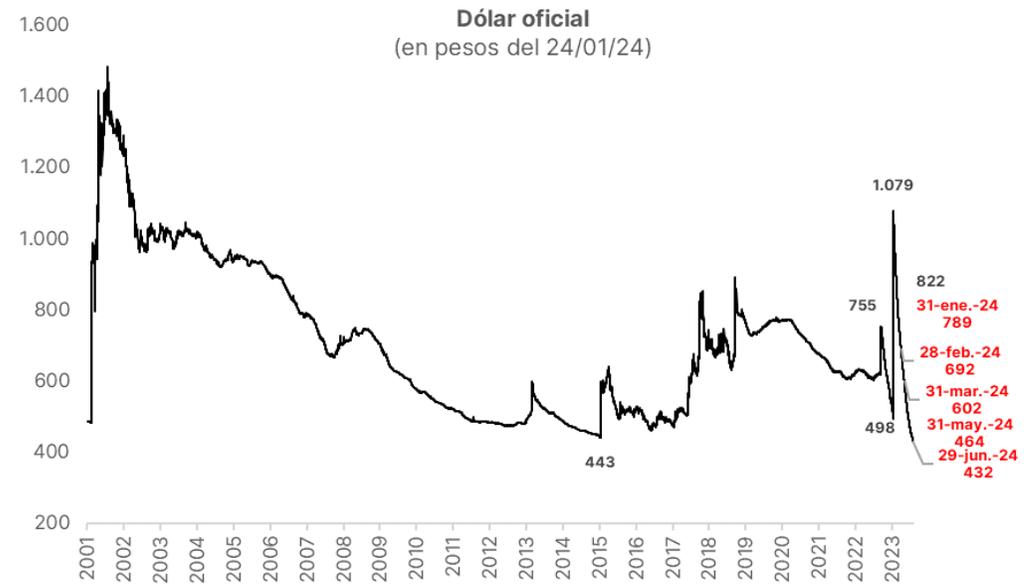


El gobierno tiene un poderoso elemento adicional para reducir la cantidad de dinero en términos reales además de una tasa de interés real negativa récord, **el BOPREAL**. Este bono cumple con el objetivo dual de solucionar una parte de la deuda de los importadores con proveedores del exterior (en torno a US\$26.000 millones según el Padrón del BCRA) al mismo tiempo que **absorbe pesos al ser suscripto con depósitos del Sector Privado No Financiero**. La muestra más elocuente de este fenómeno fue la exitosa licitación del 11/01, en la cual por los US\$1.179 millones de valor nominal suscriptos, los privados entregaron \$962.561 millones de pesos a cambio. Así fue como el 18/01, fecha de liquidación, nuestra medida de M3 Privado amplio (que incluye los Pases Pasivos de los FCI en el BCRA) **se contrajo \$885.000 millones o 2% del stock** de \$44 billones. En la misma línea, semejante contracción monetaria es tan contundente que alteró considerablemente el crecimiento de los agregados monetarios entre el 17/01 y el 18/01: el M3 Privado desaceleró de 130,6% a 126% anual y el M2 Privado de 189,9% a 179,9%. Medido en términos reales, **el M3 Privado alcanzó su nivel más bajo desde junio 2003** (cuando el tamaño de la economía era 34% inferior al actual). Vale ponderar que todo esto ocurrió con una adjudicación total de US\$1.179 millones de VN de BOPREAL (de un total US\$1.644 millones de VN), en la que el sector privado suscribió con \$1,34 billones. **De ser exitosa la colocación del instrumento** (la serie 1 sería emitida por hasta US\$5.000 millones de VN), **se magnificarían los efectos**. El fin último aparenta ser **reducir la cantidad de pesos que pueden correr contra el dólar** en una eventual liberalización cambiaria. Desde el lado de la hoja de balance del BCRA, la operación implica un cambio de pasivo en pesos “licuable” de corto plazo, como los Pases Pasivos (el desarme de depósitos del sector privado tiene como contrapartida un desarme de Pases en manos de los bancos), por un pasivo en dólares de largo plazo (*modified duration* de 2,9) como los BOPREAL. En el actual contexto de expectativas de devaluación crecientes no se espera que los importadores desarmen LEDIV para ir a BOPREAL sino depósitos en pesos.

**Se espera que la inflación alta persista**



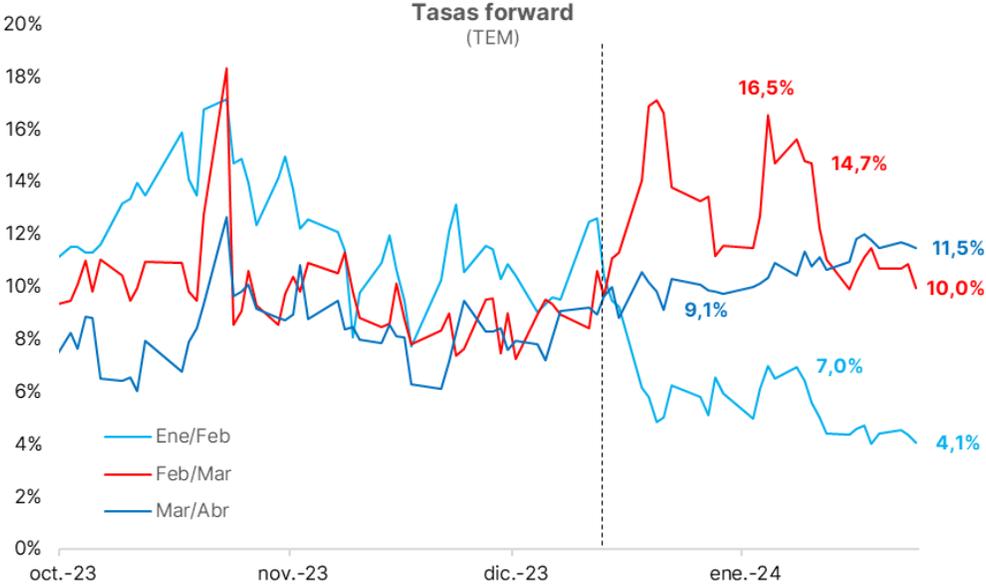
**Fuerte apreciación del peso ante un *crawling* fijado en 2%**



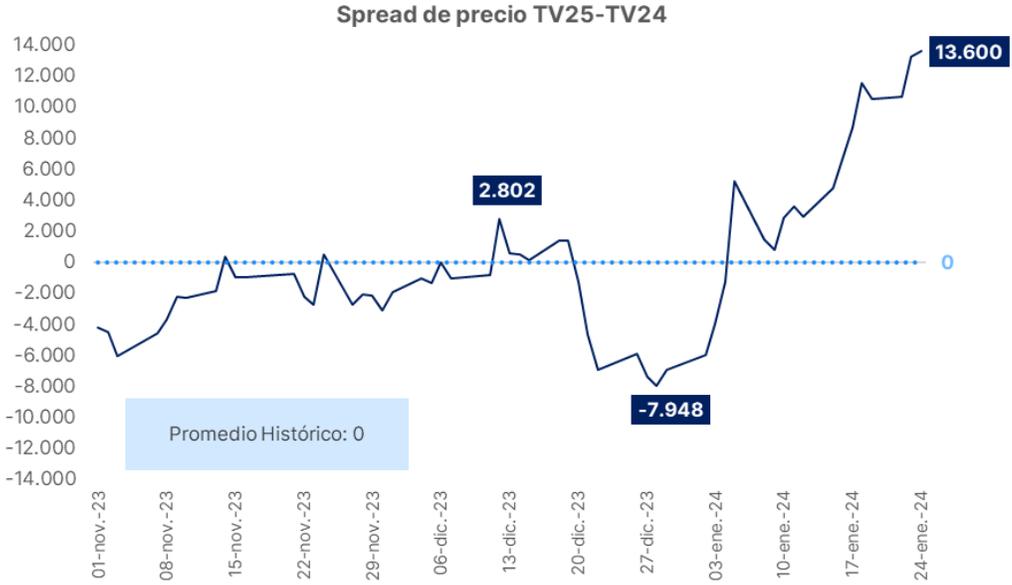
Tras el salto discreto récord del dólar oficial de 118%, la inflación se disparó a 25,5% en diciembre, récord desde febrero 1991. De acuerdo con las mediciones de alta frecuencia, la inflación no habría espiralizado, sino que habría iniciado una tendencia a la baja. En base a las encuestas privadas, estimamos que la inflación de enero podría rondar 23% mensual, en contraposición con el 25% esperado por el REM de diciembre (llevado a cabo antes de conocerse el dato oficial). A su vez, destacamos que **somos menos optimistas que el mercado respecto a la desaceleración inflacionaria de los próximos meses**. Mientras el REM prevé una baja lineal para alcanzar 8,3% en junio, nosotros proyectamos que se llegaría a 10% recién en junio. Nuestro *view contrarian* con el mercado se justifica en que 1) la **baja de la tasa** de interés no estabiliza, estirando el período de alta inflación, 2) una **fuerte aceleración del ritmo de devaluación** e incluso, en el extremo, la posibilidad de otro salto discreto en el horizonte si la brecha cambiaria se escapa de 60% y 3) los **aumentos de tarifas energéticas** serían en tres tramos hasta abril y serían más agresivos de lo previsto (Caputo habló de eliminar subsidios en tres años y Rodríguez Chirillo en tres meses, sin quedar claro el camino a optar).

Dada la alta nominalidad de los próximos meses y la prácticamente nula devaluación, **el peso se está apreciando velozmente**, borrando la mejora del tipo de cambio real conseguida tras la devaluación del 13/12, que lo llevó al nivel más alto desde la salida de la Convertibilidad. Así, **el dólar oficial ya recortó 24% real desde el pico de \$1.079 de hoy alcanzado tras la devaluación a \$822**. Mirando hacia adelante, panorama puede ensombrecerse. En su informe "Objetivos y Planes para 2024", el BCRA ratificó que sostendrá el ritmo de devaluación en 2% mensual "más allá del período de sinceramiento de precios relativos". Es decir, el ritmo devaluatorio podría mantenerse hasta, por lo menos, abril, considerando que la suba de tarifas energéticas se repartiría en tres tramos hasta entonces. En definitiva, el objetivo del equipo económico es proveer un ancla nominal que complemente la fuerte ancla fiscal anunciada, contribuyendo ambas a contener las expectativas de inflación, de lo que somos escépticos. **Si el BCRA mantiene el *crawling peg* al 2% mensual, para fines de abril el tipo de cambio real se ubicaría 5% por encima del nivel pre-devaluación del 13/12 y 7% por debajo si lo sostiene hasta mayo**. Detalle no menor, **un tipo de cambio real bajo conspira contra de la meta de acumulación de reservas de US\$10.000 millones** desde que asumió Milei del acuerdo con el FMI.

Se descuenta aceleración del *crawling* a partir de marzo



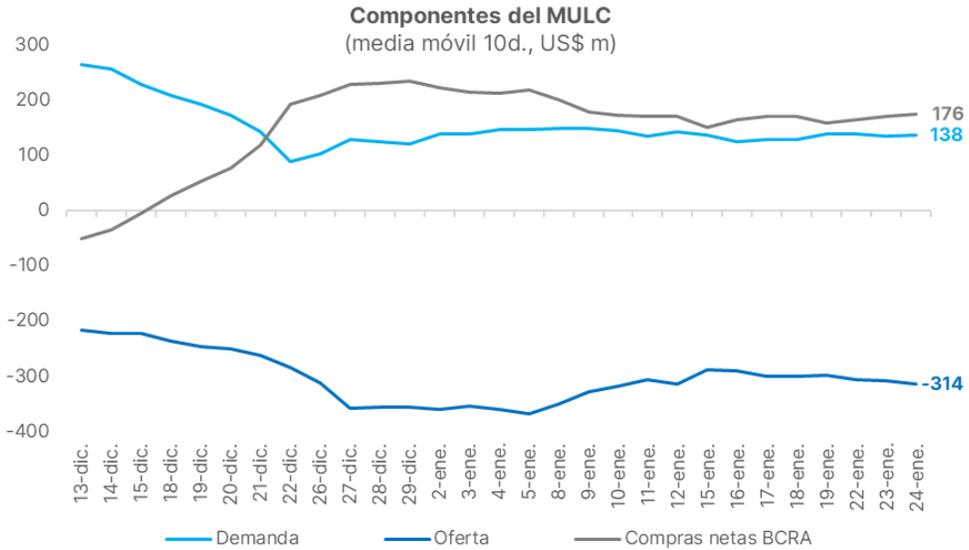
¿Se posterga la unificación cambiaria?



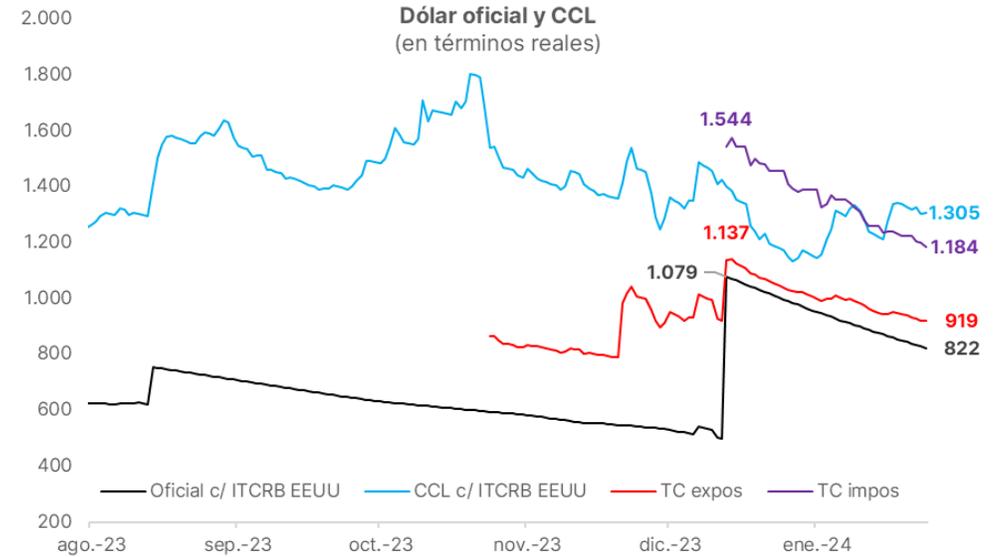
Difícilmente el CCL suba sólo 2% mensual, en línea con el oficial, sino posiblemente acompañe más de cerca a la nominalidad. Por lo tanto, dado este *crawling peg*, la brecha cambiaria tiene mucho más espacio para agrandarse que para mantenerse en estos niveles. Con una brecha cerca de niveles récord de la actual gestión, **el mercado descree que el gobierno sea capaz de mantener el *crawling peg* fijado en 2% mensual por mucho tiempo más**, más bien se espera que el BCRA reaccione una vez que se tense el MULC. En este sentido, el mercado de futuros descuenta que el ritmo de devaluación sea en febrero 4,1% (puede entenderse como un sostenimiento del 2%) y se acelere significativamente desde entonces: marzo 10%, abril 11,5% y mayo 10,2%. Sin embargo, recortar la brecha desde “abajo” acelerando el *crawling peg* a un ritmo superior a 10% luce poco probable bajo el esquema actual de tasas. La razón detrás de esto es que los exportadores no tendrían incentivos para liquidar, ya que la valorización de los bienes en pesos superaría el costo de apalancamiento (7/9% mensual en pesos). Por lo tanto, para evitar una parálisis del MULC, **una fuerte aceleración del *crawling***, como la *priceada* por futuros, **tendría que darse en tándem con una fuerte suba de tasas**.

El apetito por cobertura cambiaria, producto del ensanchamiento de la brecha, también se reflejó en la curva *dollar-linked*. Los bonos ajustables por el tipo de cambio oficial (excluyendo el TDF24) pasaron de rendimientos positivos de entre 18% y 44% el 27/12, día en que la brecha tocó un mínimo desde octubre 2019 de 15,2%, a negativos entre 11% y 25,6% (con excepción del TV24 que rinde +4,8%) al cierre del 24/01. Lo curioso del movimiento dentro de la curva *dollar-linked* es que los instrumentos más largos exhibieron las mayores subas. En consecuencia, el *spread* de precio entre el TV25 (vencimiento en marzo 2025) - TV24 (vence el 30 de abril) se disparó de un mínimo reciente de -\$7.948 alcanzado el 27/12 a +\$13.600. Esto deja entrever que si bien el mercado espera una fuerte aceleración del *crawling peg* a partir de marzo (descontado en futuros), **no ve un nuevo salto discreto hasta después de abril** (*priceado* en curva *dollar-linked*). Creemos que el mercado estaría poniendo en precios que el gobierno demorará la devaluación final que derive en la unificación cambiaria. Vale recordar que, en un principio, se pensaba que la unificación sería en abril antes de que ingrese la liquidación de la cosecha gruesa.

## La dinámica del MULC sigue siendo favorable para el BCRA



## De un tipo de cambio alto a uno no tan alto



El BCRA lleva comprados **US\$5.612 millones** desde que asumió Milei, **la mayor racha positiva para 31 ruedas que se tiene registro**. Las razones detrás de esta performance son una **oferta que reaccionó positivamente a la devaluación** del 13/12, la cual llevó al tipo de cambio efectivo para los exportadores a un récord de \$1.137 de hoy y al oficial a \$1.079, el más alto desde la salida de la Convertibilidad, y una **demanda privada que sigue muy restringida**. Al respecto, el volumen operado en el mercado de dólar spot de MAE, *proxy* de la oferta de los exportadores, saltó de un promedio diario de US\$263 millones en las 29 jornadas previas a la devaluación (excluimos los dos días pre evento cambiario dado un volumen atípicamente bajo a la espera del salto discreto) a US\$325 millones en las 29 posteriores (+24%). A su vez, el BCRA dispuso un nuevo esquema para que las importaciones pactadas a partir del 13/12 vayan accediendo escalonadamente al MULC, lo que se resume en: i) importaciones de energía tienen acceso inmediato, ii) alimentos y productos farmacéuticos tienen acceso 30 días luego del ingreso aduanero, iii) autos en 180 días, y iv) el resto de los bienes irán obteniendo divisas por el 25% de lo importado en 30, 60, 90 y 120 días. **Recién a partir del 26 de enero la demanda comenzaría a normalizarse de a poco**, ya que se cumpliría el plazo de 30 días de las primeras SEDI (permisos de importación que reemplazan a las SIRA) pactadas el 27/12. Por ende, por primera vez en el gobierno de Milei la autoridad monetaria dejaría de acaparar prácticamente toda la demanda al triplicarse el flujo de importaciones que volverían a acceder al MULC.

En definitiva, la dinámica del MULC podría tornarse desfavorable para el BCRA en el corto plazo. Es decir, que se desacelere significativamente su ritmo de compras o, en el extremo, volverse vendedor neto. ¿Qué podría contribuir para que esto suceda? Sumado a una mayor demanda por la cierta normalización de las importaciones, **la oferta de los exportadores podría disminuir** en un contexto que la brecha se disparó a niveles récord de esta gestión (aumenta la expectativa de una nueva devaluación) y el tipo de cambio real dejó de ser tan alto. Precisamente, el tipo de cambio efectivo de los exportadores cayó 19% real desde el 13/12 de \$1.137 a \$919 de hoy y seguiría hundiéndose ante un *crawling peg* al 2% mensual y una inflación rondando 15/20% en los próximos meses. En este marco, **pierde potencia el diferencial entre el ritmo de devaluación y el costo de apalancamiento** (7/9% mensual) **para que los exportadores liquiden**. En tanto, los importadores tienen mayores incentivos para acceder al mercado oficial que hace un mes. El tipo de cambio efectivo de las importaciones, que tiene en cuenta la cobertura de ROFEX *matcheada* a la fecha de acceso al MULC y el impuesto PAÍS de 17,5%, recortó 23% desde el 13/12 de \$1.544 de hoy a \$1.184. Así, el tipo de cambio de los importadores que, en un principio, era más caro que el CCL dejó de serlo con la disparada de este, dejando un descuento para importar de 9,3% (récord).

# Nuestro Equipo

## **Pedro Siaba Serrate**

**Head of Research & Strategy**

[psiabaserrate@portfoliopersonal.com](mailto:psiabaserrate@portfoliopersonal.com)

## **Lucas Caldi**

**Corporate Credit Team Leader**

[lcaldi@portfoliopersonal.com](mailto:lcaldi@portfoliopersonal.com)

## **Diego Ilan Méndez**

**Analyst**

[dmendez@portfoliopersonal.com](mailto:dmendez@portfoliopersonal.com)

## **Lautaro Casasco Herrera**

**Intern**

[lherrera@portfoliopersonal.com](mailto:lherrera@portfoliopersonal.com)

## **Emiliano Anselmi**

**Chief Economist**

[eanselmi@portfoliopersonal.com](mailto:eanselmi@portfoliopersonal.com)

## **Melina Eidner**

**Economist**

[meidner@portfoliopersonal.com](mailto:meidner@portfoliopersonal.com)

## **Natalia Denise Martin**

**Analyst**

[nmartin@portfoliopersonal.com](mailto:nmartin@portfoliopersonal.com)

## **Martín Cordeviola**

**Analyst**

[mcordeviola@portfoliopersonal.com](mailto:mcordeviola@portfoliopersonal.com)



El presente documento es propiedad de PP Inversiones S.A. ("PPI"), no pudiendo su contenido ser modificado, transmitido, copiado, y/o distribuido sin el consentimiento expreso de PPI. El presente tiene un carácter exclusivamente informativo y se basa en información proveniente de fuentes públicas. Nada en este documento podrá ser interpretado como una oferta, invitación o solicitud de ningún tipo para realizar actividades con valores negociables u otros activos financieros. PPI no efectúa declaración alguna, ni otorga garantía alguna, sobre la veracidad, integridad y/o exactitud de la información sobre la cual se basa este informe. El presente no constituye asesoramiento en inversiones. El receptor deberá basarse exclusivamente en su propia investigación, evaluación y juicio independiente para tomar una decisión relativa a la inversión en valores negociables. PPI es un Agente de Liquidación y Compensación - Integral registrado bajo la matrícula n° 686 y Agente de Colocación y Distribución Integral de FCI registrado bajo la matrícula n° 73, en todos los casos de la CNV.