

“Obsesión inflacionaria”

Dr.LE Hernán Hirsch

Tomo 011 Folio 170

Abril 2024



I. Claves del Escenario Económico

II. Mundo: Prima la cautela

III. Argentina: Recesión con desinflación (aún alta)

- La gran confusión macro: ¿desequilibrios viejos por nuevos?
- Política económica: En la transición del mega-ajuste
- Escenario 2024-2027: ¿Recuperación en V, U o L?

IV. Conclusiones

Clave I: Riesgos por la obsesión inflacionaria

	Inflación		PBI	Tasa de interés		Stock Lebac	TCR
	var% a/a	prom.mens	var% anual	nominal	real	punta- u\$sM	punta
2014	38.0%	2.7%	-1.5%	26.9%	3.2%	17,795	648
2015	26.9%	2.0%	1.1%	32.3%	-1.9%	22,515	770
jun-16	45.7%	3.2%	-5.7%	32.7%	-22.7%	36,116	717
2016	39.4%	2.8%	0.5%	24.8%	1.6%	42,850	703
2017	24.8%	1.9%	2.9%	28.8%	1.4%	64,555	675
2018	47.6%	3.3%	-7.2%	59.4%	3.0%	19,562	943

a precios de
19/4/24

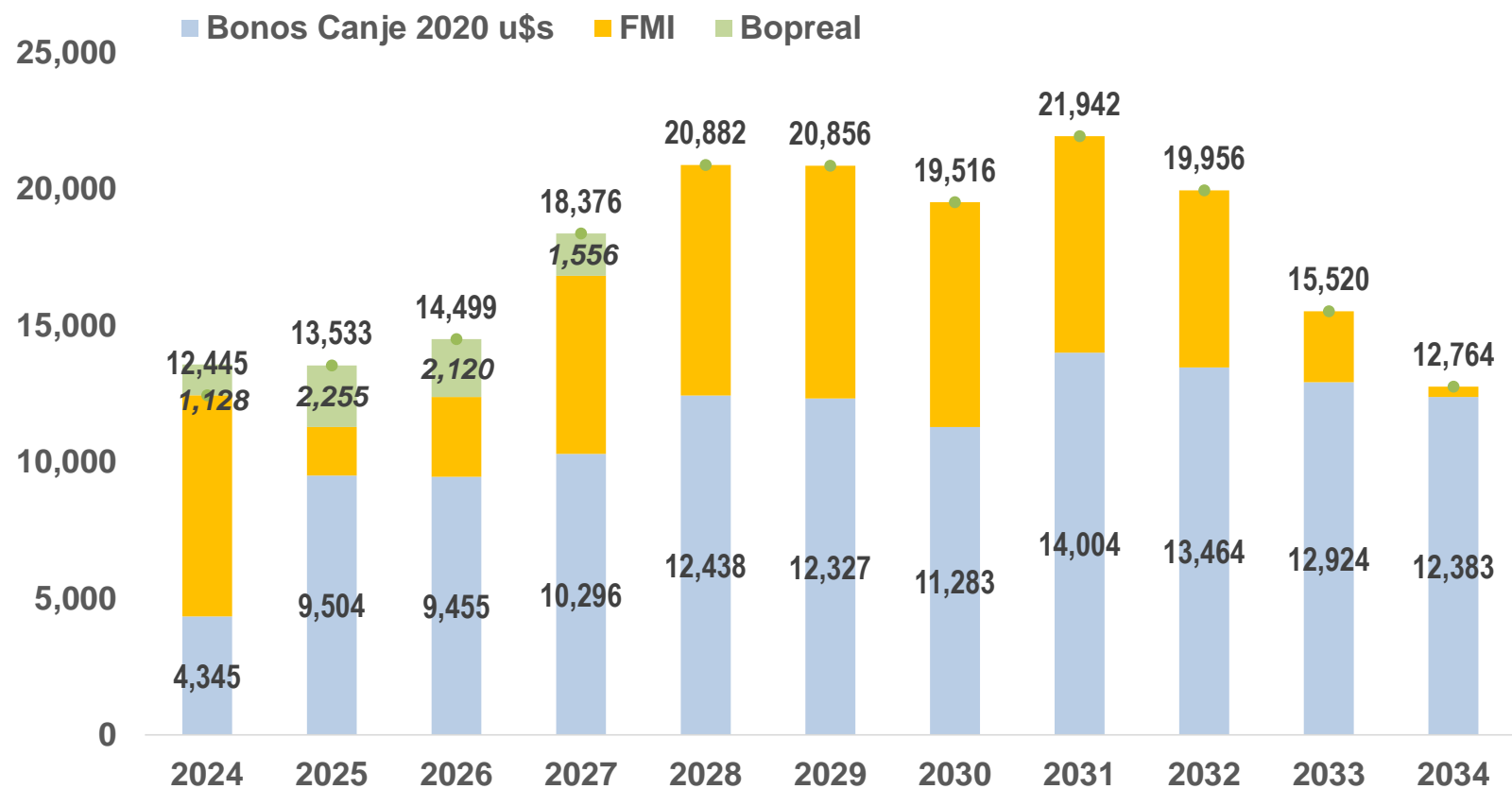
Clave II: La “bala de oro” del inicio de gestión

	TCR	TCN	IPC
La Convertibilidad			
dic-90	614	0.511	2.092
abr-91	741	0.979	3.352
Var%	21%	91%	60%
El Modelo productivo			
dic-01	667	1.000	4.970
jun-02	1866	3.583	6.485
Var%	180%	258%	30%
Situación actual			
nov-23	729	353.9	2816.1
abr-24	872	872.2	5892.8
Var%	20%	146%	109%

✓ La marcha de ayer pudo ser el primer límite al ajuste fiscal

Clave III: Las necesidades de financiamiento en dólares de los próximos años luce muy elevadas, lo cual condiciona la PE

Cronograma de vencimientos de deuda en dólares post reestructuración (FMI y Bonos)



Otras Necesidades Financieras u\$s

	u\$s
Deuda comercial nueva	11,403
Util. y dividendos "encepados"	13,500
Deuda provincial (próx 12 meses)	1,668
Deuda en dólares a atender	26,571

I. Claves del Escenario Económico

II. Mundo: Prima la cautela

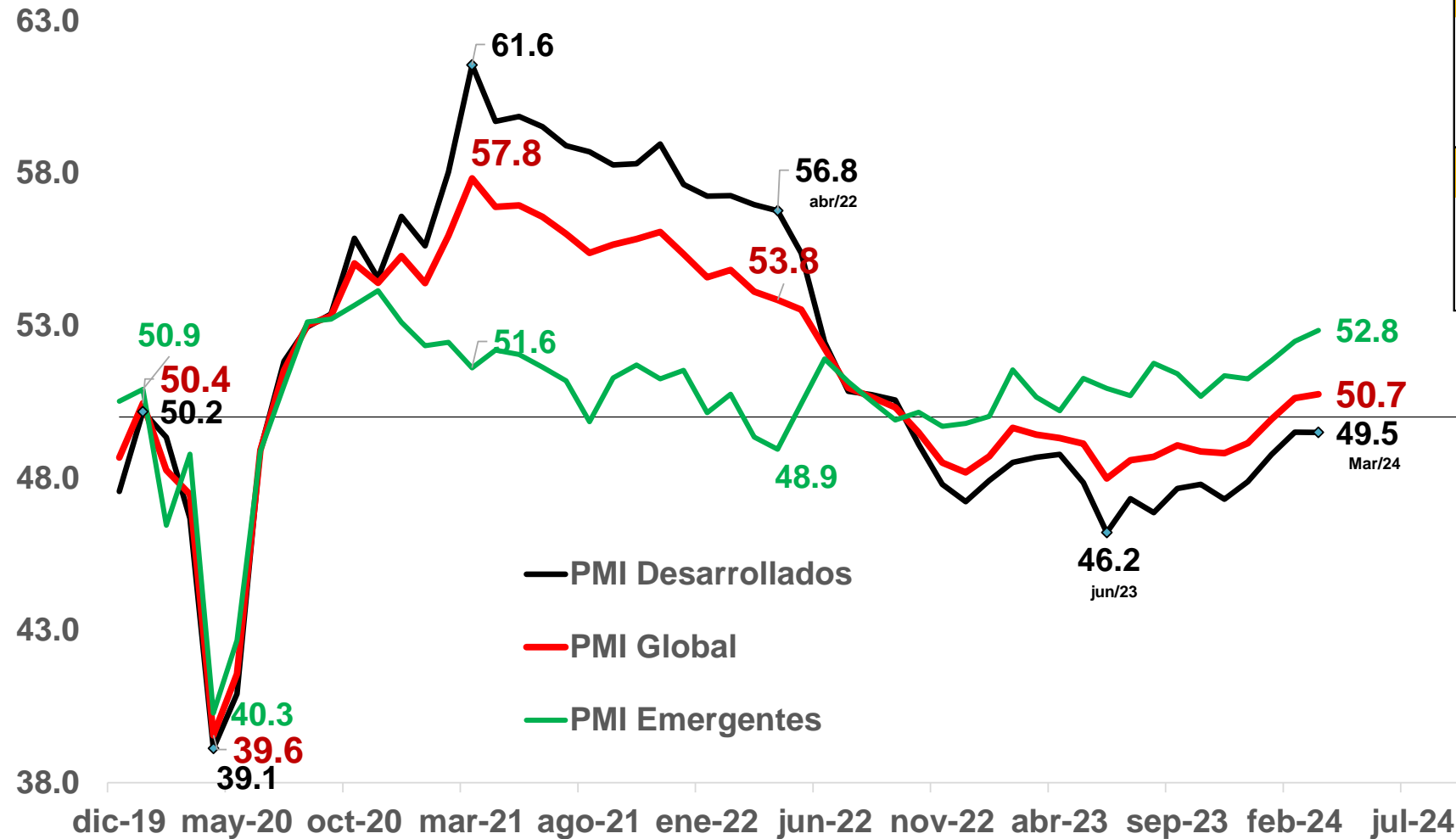
III. Argentina: Recesión con desinflación (aún alta)

- La gran confusión macro: ¿desequilibrios viejos por nuevos?
- Política económica: En la transición del mega-ajuste
- Escenario 2024-: Se imponen cambios, ¿los habrá?

IV. Conclusiones

La economía mundial continúa expandiéndose, con los países emergentes a un ritmo más elevado

El crecimiento Global se modera pero...
PMI Global, Países Desarrollados y Países Emergentes



PMI Global

	dic-22	jun-23	dic-23	mar-24	Dif.
Manufact.	48.2	48.0	49.1	50.7	1.6
EE.UU.	46.2	46.3	50.3	51.9	1.6
Europa	47.8	43.4	44.4	46.1	1.7
China	49.0	50.5	50.8	51.1	0.3
Servicios	49.7	53.5	50.9	52.3	1.5
EE.UU.	49.2	53.9	50.5	51.4	0.9
Europa	49.8	52.0	48.8	51.5	2.7
China	48.0	53.9	52.9	52.7	-0.2

En EE.UU., las señales de desaceleración económica lucen muy tenues

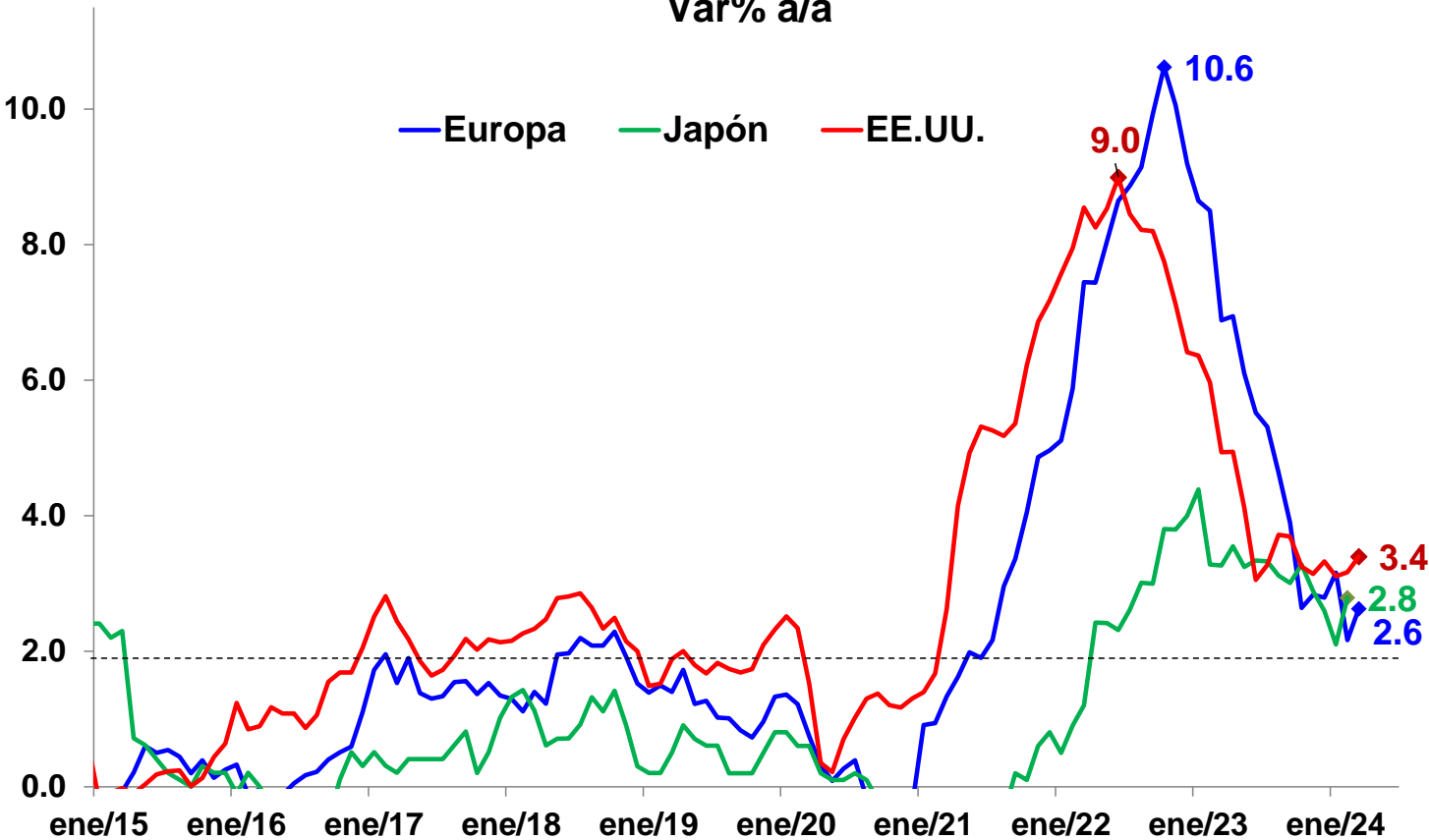
Escasas señales de desaceleración

	IIS-22	IS-23	IIIT-23	IVT-23	ene-24	feb-24	mar-24	abr-24
Ingreso disponible real (% m/m sa)	0.3	0.6	0.0	0.2	0.0	-0.1		
Gasto de consumo personal real (% m/m sa)	0.1	0.2	0.3	0.2	-0.2	0.4		
En servicios	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.6		
Ventas minoristas reales (% m/m sa)	-0.5	0.2	0.3	-0.5	-1.2	0.5	0.3	
Confianza consumidor - Un Mich.	58.3	63.5	69.7	69.9	79.0	76.9	79.4	77.9
PBI real (% m/m sa)	0.3	0.2	0.4	0.2	-0.9	1.0		
Producción industrial (% m/m sa)	-0.2	0.1	0.3	-0.2	-0.8	0.4	0.4	
PMI manufacturero - nivel (puntos)	49.9	48.4	48.9	50.1	50.7	52.2	51.9	
PMI servicios - nivel (puntos)	55.1	52.9	53.6	52.2	53.4	52.6	51.4	
Tasa hipotecaria (%)	6.1	6.4	7.0	7.0	6.6	6.8	6.8	6.9
Gasto privado en construcción (% m/m sa)	-0.6	0.9	0.8	0.5	0.0	0.0		
Permisos de construcción	-3.0	0.5	0.8	-0.2	-0.3	2.3	-4.3	
Ventas de casas nuevas	2.5	1.3	1.1	-0.1	1.7	-0.3		
Precio propiedades (% m/m sa)	-0.4	0.4	0.7	0.3	0.4			
Creación de puestos de trabajo (miles sa)	324	289	213	243	256	270	303	
Construcción (miles sa)	21	21	18	20	26	26	39	

La tasa de inflación en el mundo tiende a estabilizarse en niveles aún elevados

Inflación: Países Desarrollados

Var% a/a



Inflación en EE.UU.:

Europa

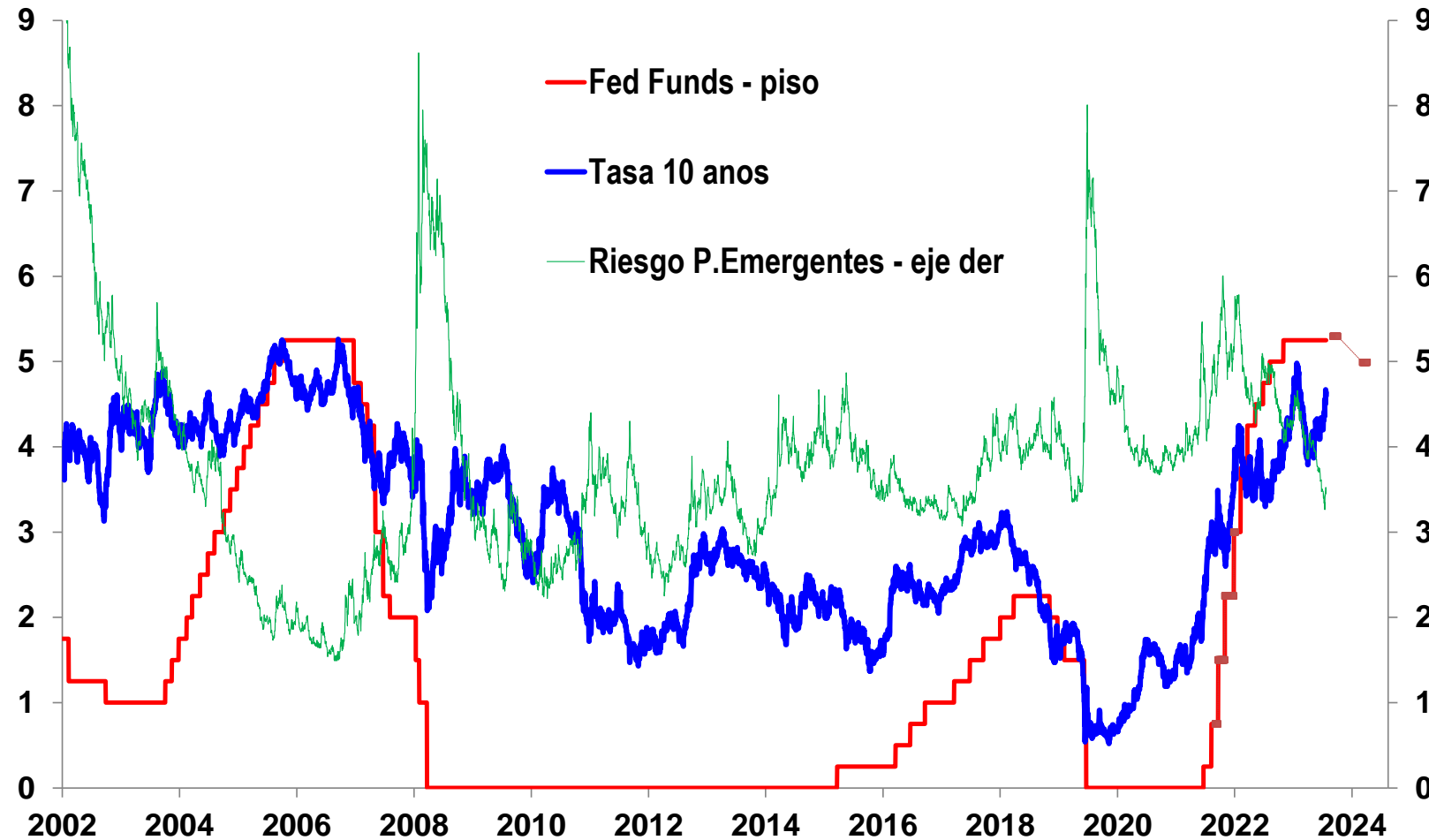
	IPC		IPC "core"		IPC Ss "core"		IPC		IPC "core"	
	m/m	a/a	m/m	a/a	m/m	a/a	m/m	a/a	m/m	a/a
ago/21	0.3	5.2	0.1	4.0	0.1	2.7	0.4	3.0	0.3	1.6
dic/21	0.7	7.2	0.6	5.5	0.4	3.7	0.4	5.0	0.4	2.6
mar/22	1.1	8.5	0.3	6.5	0.5	4.7	2.4	7.4	1.2	3.0
jun/22	1.2	9.0	0.7	5.9	0.7	5.5	0.8	8.6	0.2	3.7
sep	0.4	8.2	0.6	6.6	0.7	6.7	1.2	9.9	1.0	4.8
oct	0.5	7.8	0.4	6.3	0.5	6.7	1.5	10.6	0.6	5.0
nov	0.3	7.1	0.3	6.0	0.5	6.8	-0.1	10.1	0.0	5.0
dic/22	0.1	6.4	0.4	5.7	0.6	7.0	-0.4	9.2	0.6	5.2
ene/23	0.5	6.4	0.4	5.5	0.6	7.2	-0.2	8.6	-0.8	5.3
feb	0.4	6.0	0.5	5.5	0.6	7.3	0.8	8.5	0.8	5.6
mar	0.1	4.9	0.3	5.6	0.4	7.1	0.9	6.9	1.3	5.7
abr	0.4	4.9	0.5	5.5	0.5	6.8	0.6	7.0	1.0	5.6
may	0.1	4.1	0.4	5.3	0.3	6.6	0.0	6.1	0.2	5.3
jun	0.2	3.1	0.2	4.9	0.3	6.2	0.3	5.5	0.4	5.5
jul	0.2	3.3	0.2	4.7	0.4	6.1	-0.1	5.3	-0.1	5.5
ago	0.5	3.7	0.2	4.4	0.4	5.9	0.5	5.2	0.3	5.3
sep	0.4	3.7	0.3	4.1	0.5	5.7	0.3	4.3	0.2	4.5
oct	0.08	3.2	0.2	4.0	0.3	5.5	0.1	2.9	0.2	4.2
nov	0.2	3.1	0.3	4.0	0.46	5.49	-0.6	2.4	-0.6	3.6
dic	0.2	3.3	0.28	3.91	0.38	5.30	0.2	2.9	0.5	3.4
ene	0.31	3.1	0.39	3.87	0.66	5.41	-0.4	2.8	-0.9	3.3
feb	0.44	3.2	0.36	3.76	0.46	5.24	0.6	2.6	0.7	3.1
mar	0.38	3.5	0.36	3.80	0.52	5.39	0.8	2.4	1.1	2.9

La FED mantiene una postura prudente

Powell el 16/04:

- “Los últimos datos de inflación señalan que hace falta más tiempo en la lucha contra la inflación”.
- “Precisamos más tiempo para estar confiados en recortar tasas”

EE.UU: Política Monetaria y tasa de Federal Funds



FED		Tasa Fed esperada al...				
		1-nov	12-dic	31-ene	20-mar	19-abr
Reunión	jun-24	5.16	4.96	4.79	5.19	5.29
	sep-24	4.90	4.66	4.35	4.93	5.16
	dic-24	4.61	4.32	3.96	4.60	4.99
	jun-25	4.16	3.75	3.40	4.06	4.62
5.25-5.50		FOMC	FOMC	FOMC	FOMC	últ. dato

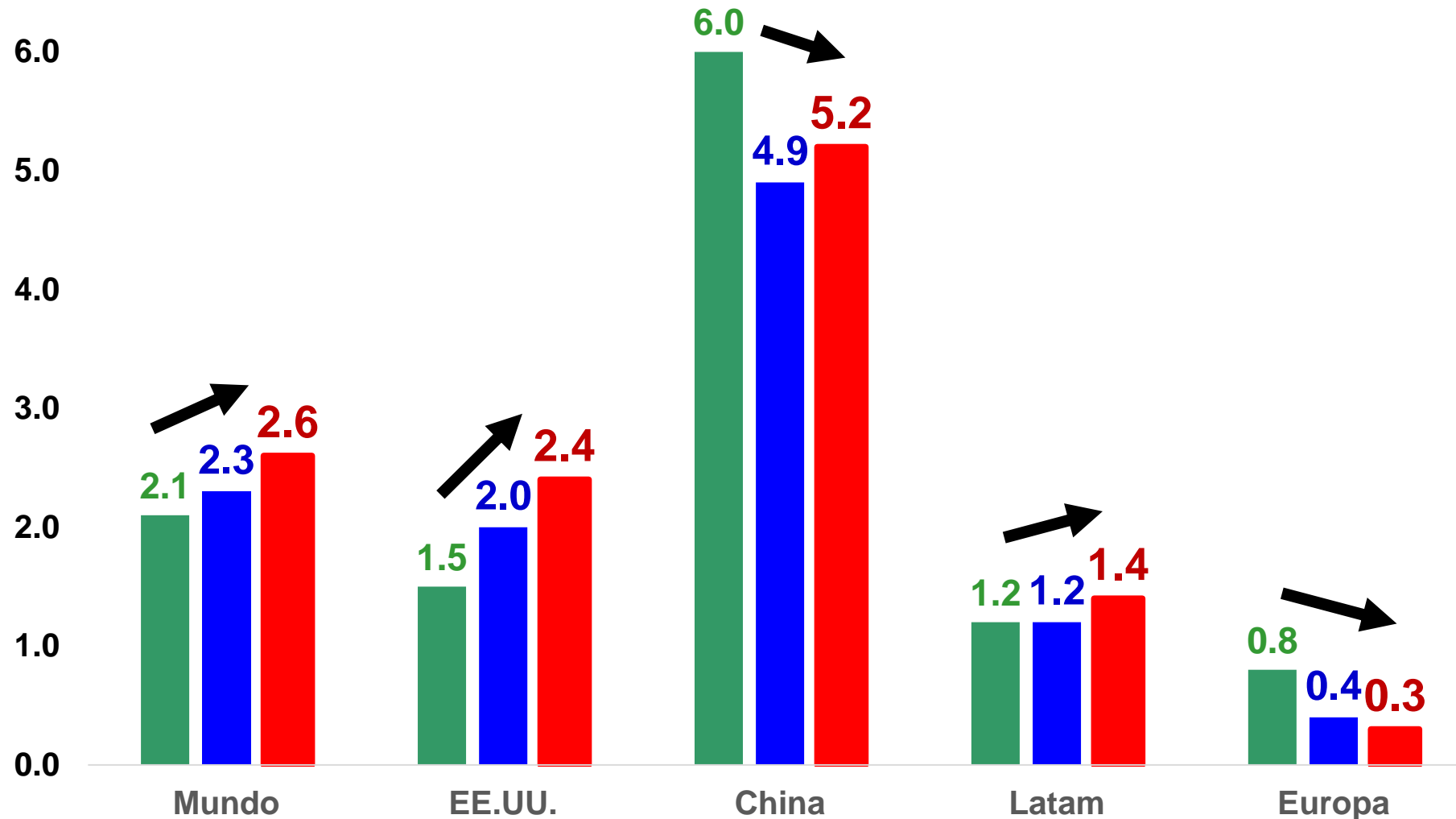
Pese a la aplicación de políticas prudentes el crecimiento global se expande a buen ritmo con EE.UU. firme y una economía china que no se enfría

Proyecciones de PBI real (% anual) para 2024 realizadas en

■ dic-22

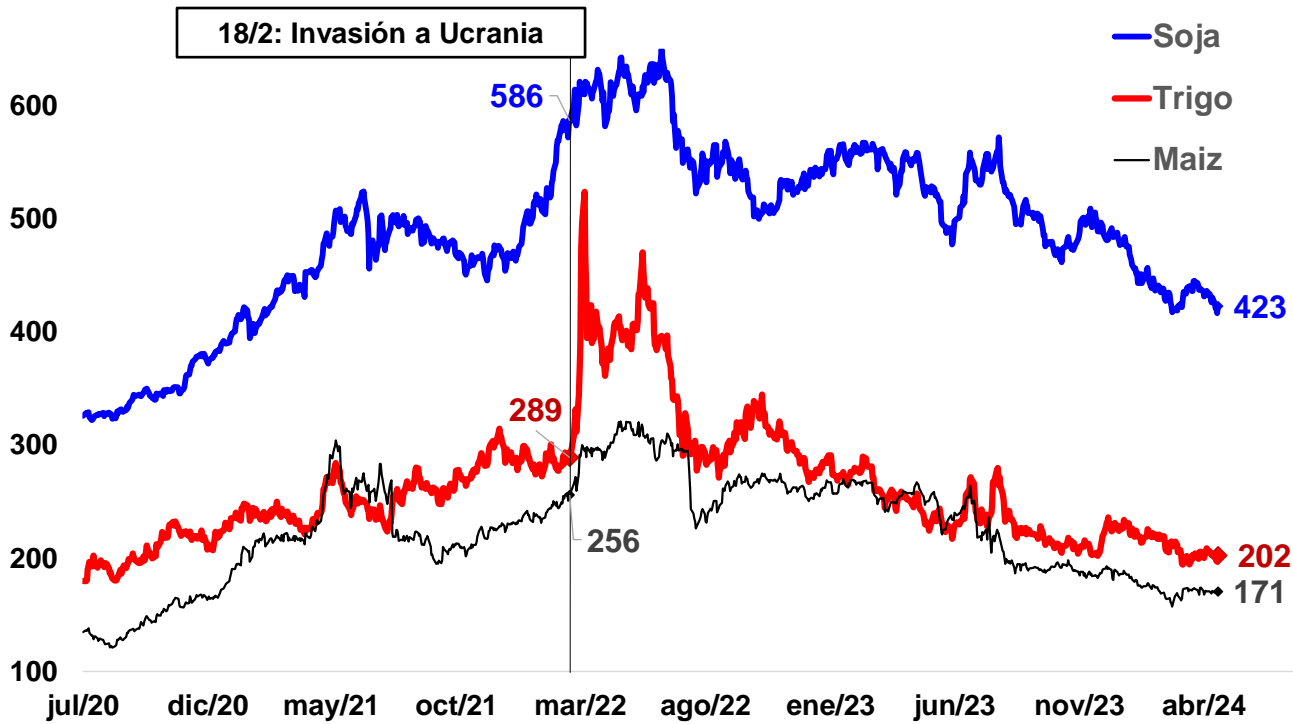
■ feb-24

■ abr-24

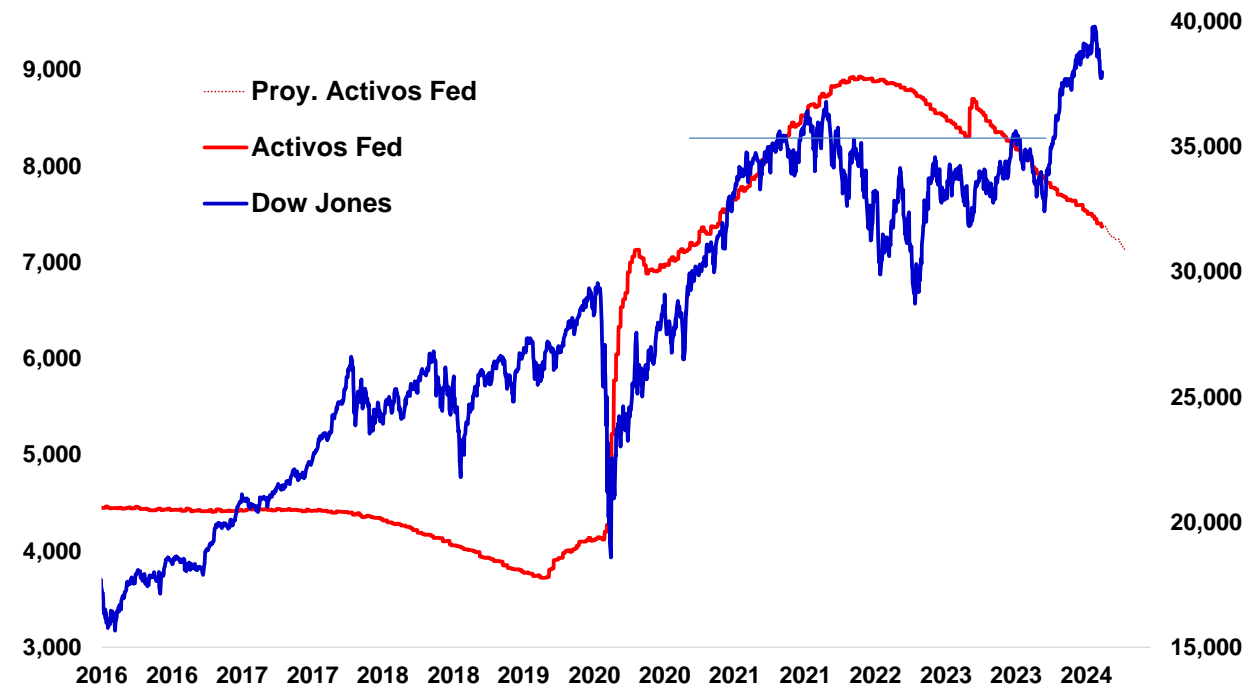


Y los precios de commodities tienden a descender un escalón

Precios de commodities agrícolas



Política Monetaria de EE.UU: Reducción del Balance de la Fed



I. Claves del Escenario Económico

II. Mundo: Prima la cautela

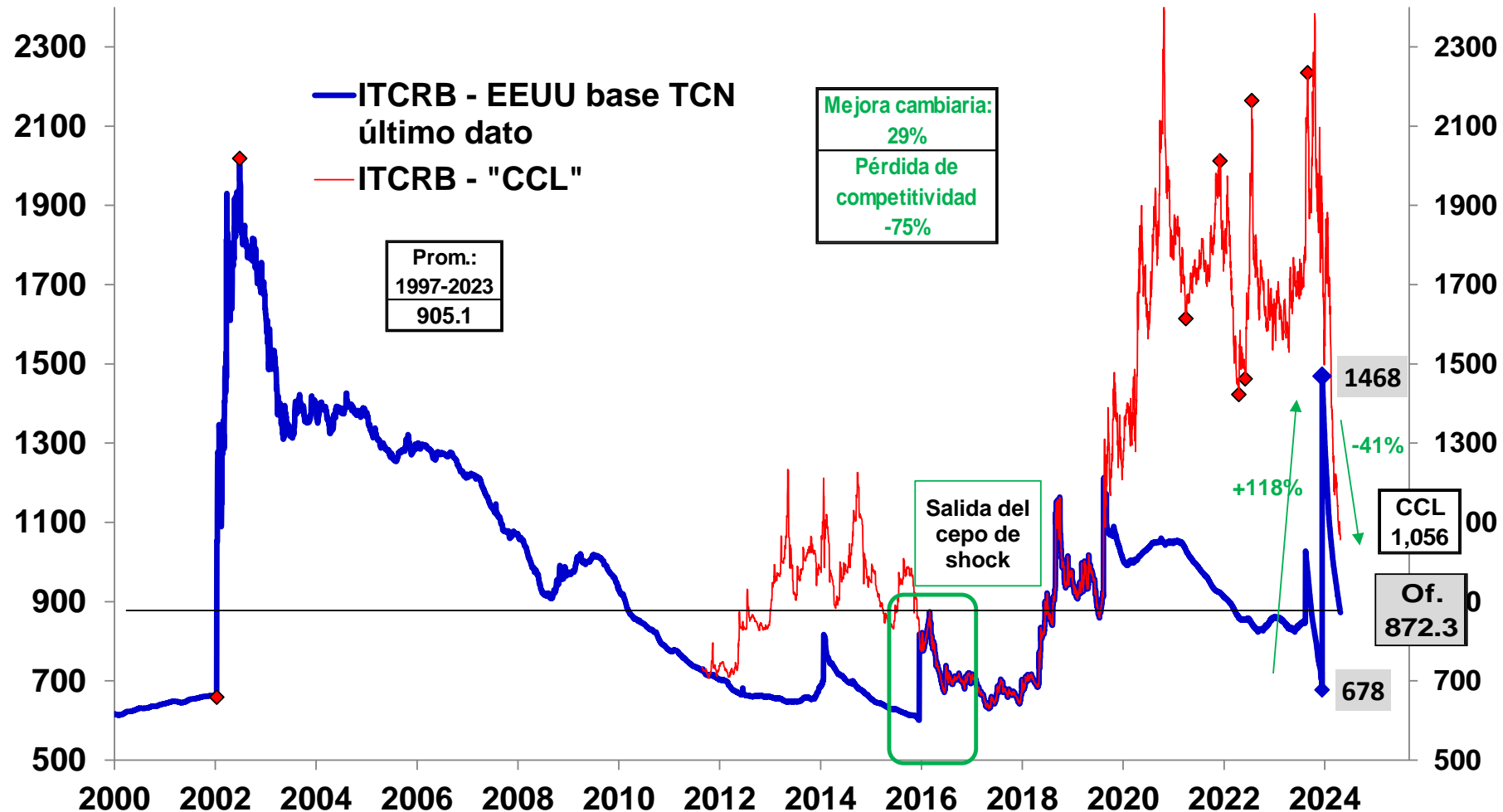
III. Argentina: Recesión con desinflación (aún alta)

- **La gran confusión macro: ¿desequilibrios viejos por nuevos?**
- Política económica: En la transición del mega-ajuste
- Escenario 2024-: Se imponen cambios, ¿los habrá?

IV. Conclusiones

Explosión macro controlada impulsando una mega devaluación para generar un colchón cambiario, con un crawl al 2% mensual para luego anclar expectativas inflacionarias

La devaluación: Dólar y Tipo de Cambio Real TCReal Bilateral Oficial y Contado con Liquidación GGAL - BCRA



Acompañada de (i) un endurecimiento del cepo (MULC y CCL) p/fortalecer las reservas del BCRA, mejorar la capacidad de pago del Gobierno

Reservas Brutas y Líquidas del BCRA

u\$s M	30/12/21	30/12/22	12/12/23	29/12/23	28/02/24	19/04/24	Acum. dde el 12/12 Var% vs. día previo deva Milei
	Fin 2021	Fin 2022	Día previo deva Milei	Fin 2023	Fin Feb 24	Últ.dato	
Reservas Brutas	39,662	44,598	20,920	23,073	27,597	29,846	8,926
Oro certificado	2,250	2,496	2,817	2,824	2,831	3,307	
Oro no certificado	964	1,070	1,207	1,210	1,213	1,417	
DEGs	2,532	2,429	68	68	2,770	2,770	
Swap Chino no activado	20,417	18,670	11,572	11,681	11,535	11,471	
Depósito en el BIS	3,001	3,001	3,001	3,001	1,494	755	
SEDESA títulos	1,782	1,978	1,832	1,832	1,832	1,832	
Reservas "cash"	8,717	14,955	423	2,457	5,922	8,293	7,870
Pasivos Brutos	37,312	35,736	32,365	33,202	32,403	31,722	-642
Encajes Bancarios	12,112	12,088	9,411	9,117	10,054	9,171	
Swap China	20,417	18,670	18,120	18,292	18,062	17,963	
Swap BIS	3,001	3,001	3,001	3,001	1,494	755	
SEDESA	1,782	1,978	1,832	1,832	1,832	1,832	
Prestamo puente				960	960		
Bopreal 2025						2,000	
Reservas Netas	2,350	8,862	-11,445	-10,129	-4,806	-1,876	9,568
Reservas Líquidas	8,717	14,955	423	2,457	5,922	8,293	7,870
Encajes Bancarios	12,112	12,088	9,411	9,117	10,054	9,171	-240
% del total	72%	124%	4%	27%	59%	90%	

... y para contener y estabilizar la brecha cambiaria

Brecha Cambiaria

TCN CCL (GGAL) / TCN Oficial - %



Acompañada de (ii) una política de déficit cero para eliminar el financiamiento monetario al Tesoro, reducir la inflación y el riesgo país

SPN \$ MM	IT24 \$ MM	IT-23 \$ MM	Var.% nom	Var.% a/a Real	IT24 % PBI	IT-23 % PBI	Var.pp del PBI
INGRESOS	17,805	5,020	254.6	-5.1	16.5	15.8	0.7
Tributarios totales	14,465	4,444	225.5	-12.9	13.4	14.0	-0.5
Tributarios sin retenciones	13,247	4,251	211.7	-16.6	12.3	13.4	-1.1
Retenciones a las exportaciones	1,217.3	193.6	528.8	68.3	1.1	0.6	0.5
Impuesto PAÍS	1,740.0	114.1	1424.4	308.1	1.6	0.4	1.3
Rentas de propiedad y otros	3,340.0	576.2	479.6	55.2	3.1	1.8	1.3
GASTO PRIMARIO	13,936	5,710	144.1	-34.7	12.9	18.0	-5.0
Prestaciones sociales	7,169.2	2,681.5	167.4	-28.4	6.7	8.4	-1.8
Salarios	2,294.9	762.6	200.9	-19.4	2.1	2.4	-0.3
Bienes y Servicios	487.2	192.6	153.0	-32.3	0.5	0.6	-0.2
Planes sociales	1,812.2	589.7	207.3	-17.7	1.7	1.9	-0.2
Subsidios económicos	1,096.7	529.7	107.0	-44.6	1.0	1.7	-0.6
Energía	688.4	359.4	91.6	-48.7	0.6	1.1	-0.5
Transporte y otros	368.5	146.6	151.5	-32.7	0.3	0.5	-0.1
Gastos de capital	245.5	500.3	-50.9	-86.9	0.2	1.6	-1.3
Transferencias a provincias	142.6	163.1	-12.5	-76.6	0.1	0.5	-0.4
Déficit Empresas Públicas	687.9	290.8	136.6	-36.7	0.6	0.9	-0.3
Res PRIMARIO (FMI)	3,868	-690	-660.7	-250.1	3.6	-2.2	5.8
Intereses netos	2,735	722	279.0	1.5	2.5	2.3	0.3
RESULTADO FISCAL	1,133	-1,412	-180.3	-121.5	1.1	-4.4	5.5

Acompañada de (iii) una reducción del déficit cuasifiscal del BCRA vía sustitución de PR por deuda del Tesoro Nacional

Dominancia Financiera

en \$ MM	Intereses de PR	Base Monetaria	Pasivos Remunerados	Dominancia Financiera I (Intereses/ B. Monetaria)	Dominancia Financiera II (Intereses/ PR)
	I	II	III	IV	V
31/12/22	563	5,204	10,172	11%	6%
31/01/23	701	5,317	10,668	13%	7%
28/02/23	591	5,220	11,391	11%	5%
31/03/23	807	5,369	12,076	15%	7%
30/04/23	696	5,367	13,596	13%	5%
31/05/23	939	5,576	14,882	17%	6%
30/06/23	1,140	5,886	16,417	19%	7%
31/07/23	1,154	6,393	17,760	18%	6%
31/08/23	1,613	6,622	20,363	24%	8%
30/09/23	1,651	6,828	22,284	24%	7%
31/10/23	2,201	7,237	23,434	30%	9%
30/11/23	2,445	8,974	24,196	27%	10%
31/12/23	2,393	9,608	28,419	25%	8%
31/01/24	2,569	10,924	33,128	24%	8%
29/02/24	2,245	10,541	35,310	21%	6%
31/03/24	1,977	12,464	37,890	16%	5%

Datos "punta", reales a precios de 31/3/24	BCRA + TESORO NACIONAL		
	EN TÉRMINOS REALES		
	En \$ millones del 31/03/24		
	Deuda local del Tesoro en manos privadas	Pasivos remunerados totales del BCRA *	Deuda Consolidada en manos privadas Tesoro + BCRA
	I	I	III=I+II
31/12/22	37,188	47,562	84,750
31/03/23	35,829	43,946	79,775
30/06/23	35,302	47,741	83,043
30/09/23	34,049	49,175	83,224
31/12/23	19,174	44,172	63,346
31/03/24	40,592	37,890	78,482

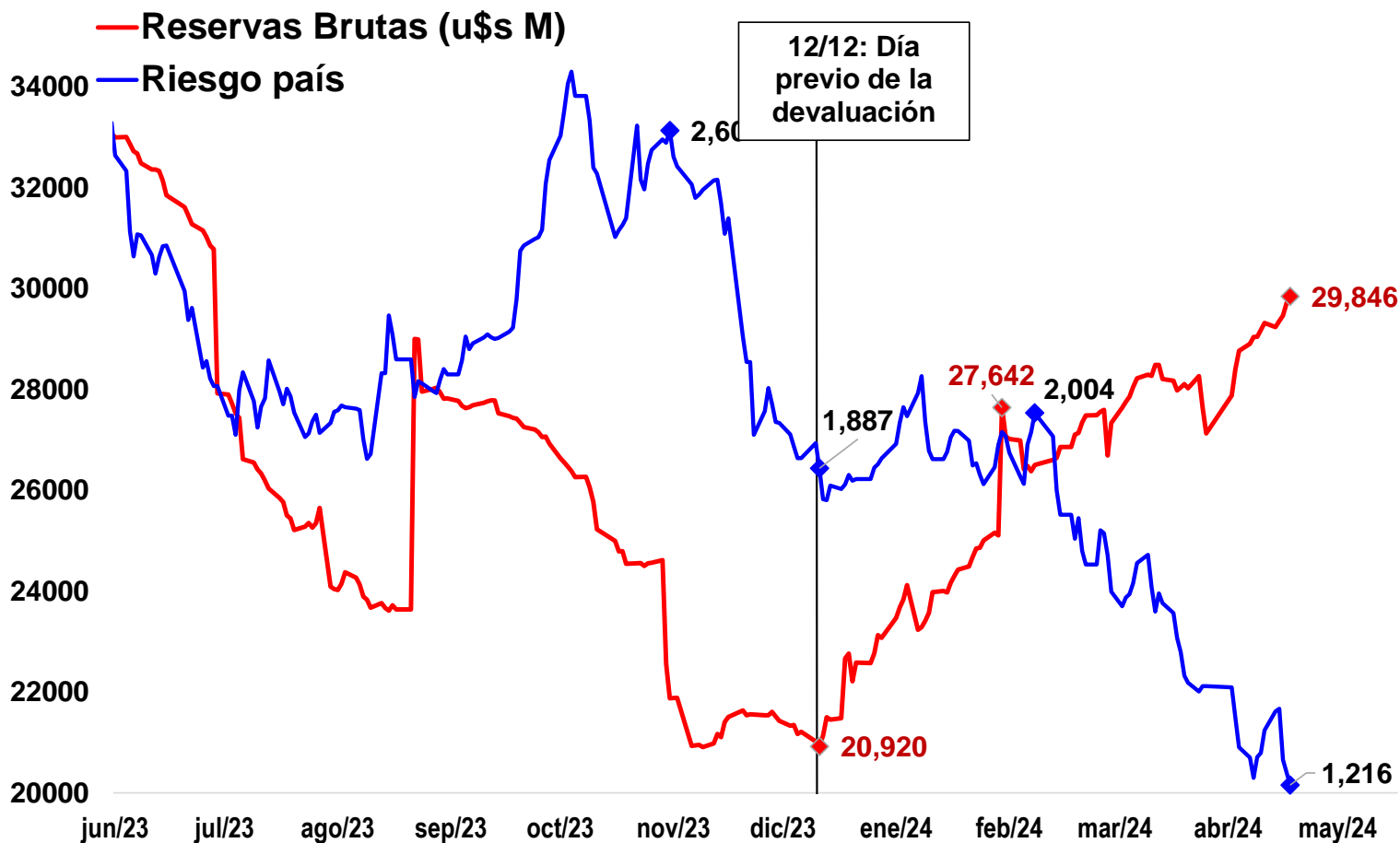
Licuaación inicial (31/12/23-30/09/23):	-14,874 -44%	-5,004 -10%	-19,878 -24%
Política de sustitución de deuda remunerada del BCRA p	21,418 112%	-6,281 -14%	15,136 24%
TOTAL PERÍODO Milei	6,543 19%	-11,285 -23%	-4,742 -6%

* Incluye Leliqs, Pases pasivos, Ledivs, Bopreal y otros menores.

Todo lo cual gatilló una fuerte recuperación financiera: Bonos y Acciones

Reservas Brutas del BCRA y CCL

Datos diarios

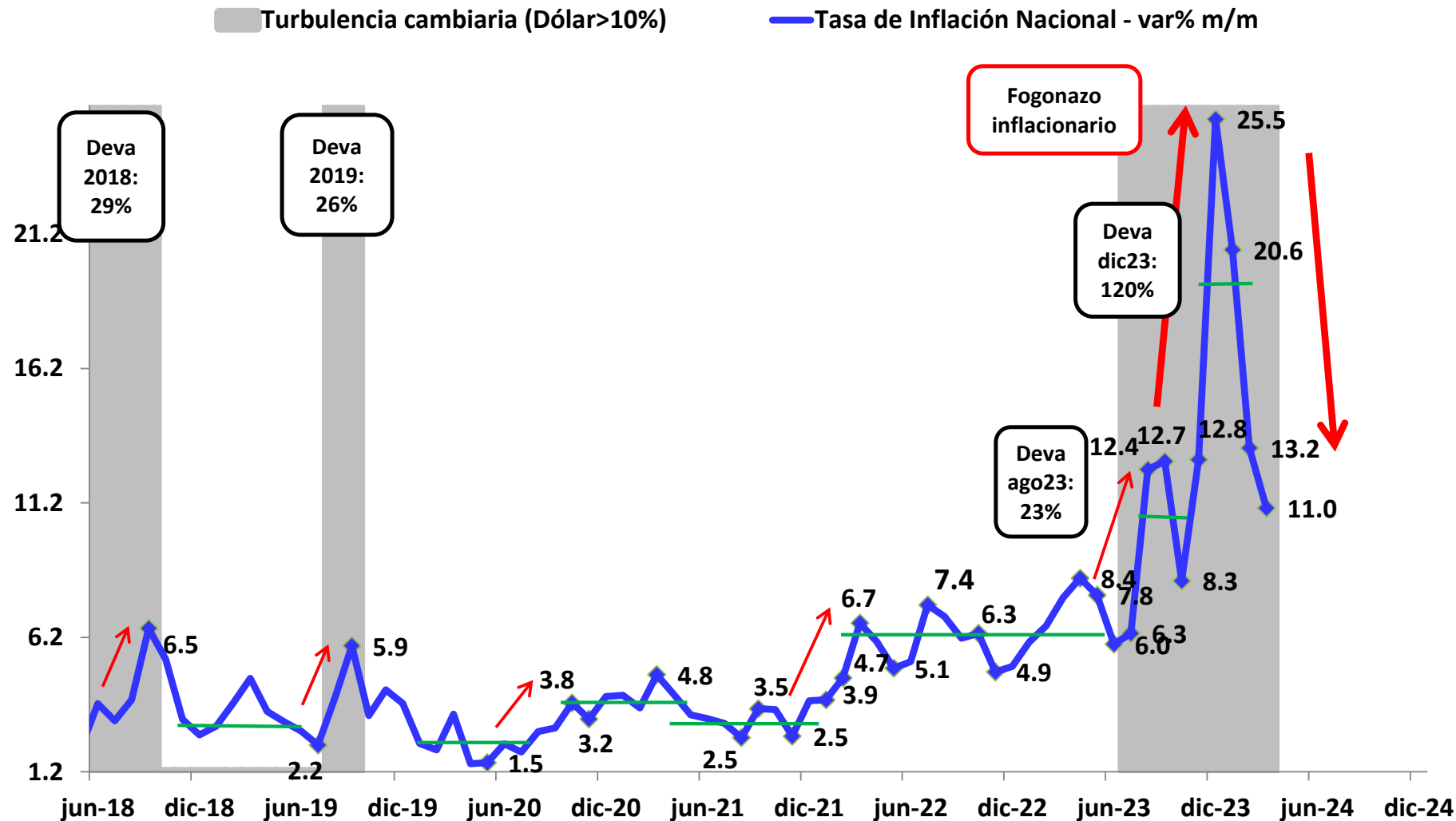


Dinámica Financiera: ¿donde estamos?

	17-nov	22-abr	Var%
	Pre balotage	últ. Dato	22-abr / 17-nov
Dólar Blue	950.0	1035.0	8.9%
Dólar CCL Acciones	876.3	1058.5	20.8%
Brecha Blue	168%	19%	-150%
Brecha MEP GD30	146%	16%	-131%
Merval u\$s	724.5	1116.0	54.0%
Precio AL30D	26.6	60.10	125.9%
Precio GD30D	31.4	63.00	100.6%
Precio AE38D	28.0	54.25	93.5%
Precio AL35D	25.2	50.48	100.3%
Precio TX26	598.5	1685.5	181.6%
Precio TV24	464.0	863.0	86.0%

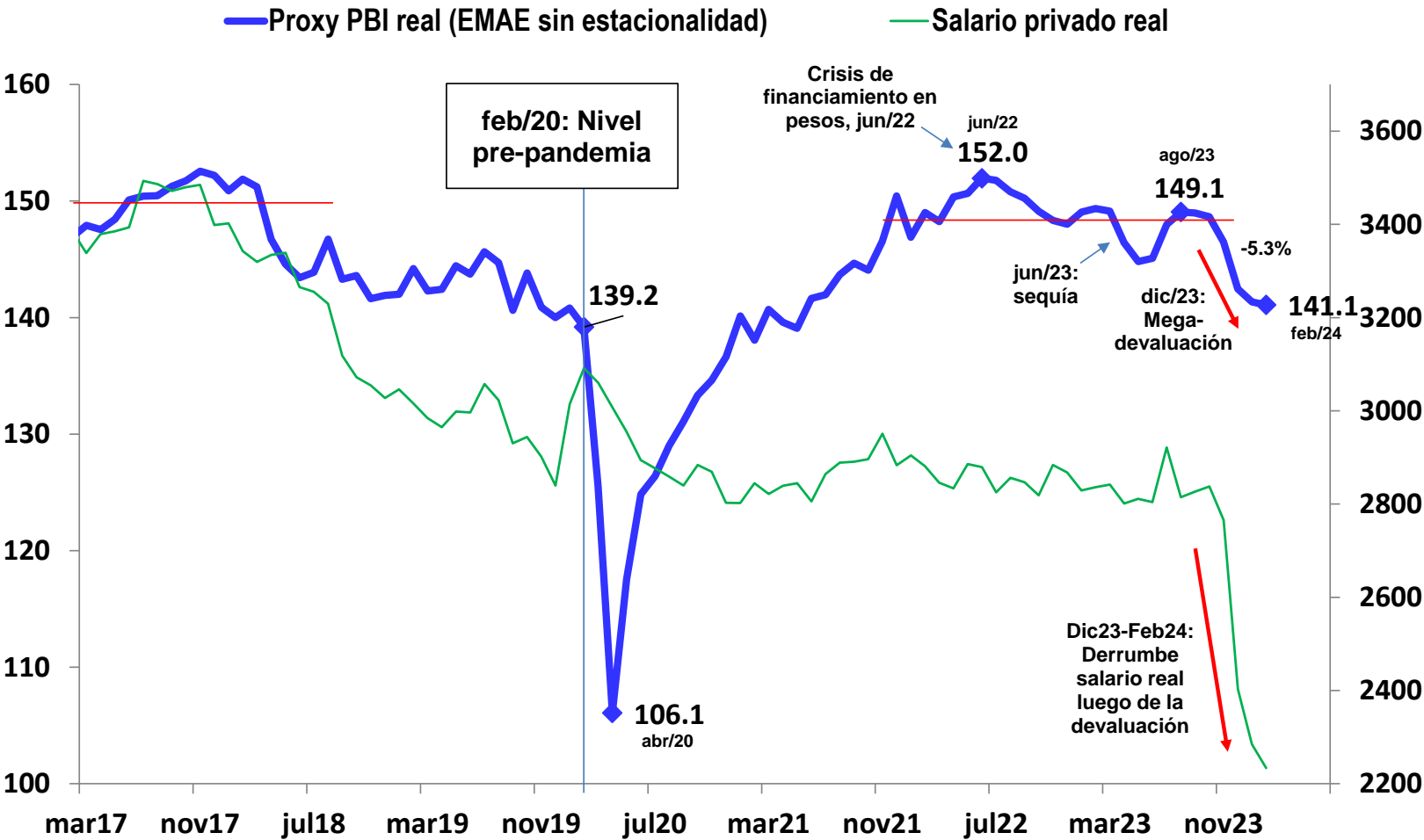
Pero (i) la tasa de inflación no bajo mucho y gran parte de la mejora cambiaria se perdió

Inflación desacelerándose



Pero (ii) por el fogonazo inflacionario y el endurecimiento de la política fiscal se derrumbó el nivel de actividad económica

Actividad Económica: en una recesión



Actividad Económica

EMA - INDEC Variación % a/a	Feb-24 vs.	
	feb-23	feb-18
EMA (Proxy PBI)	-3.2	-4.4
Agricultura, ganadería, caza y sil	5.5	-1.0
Pesca	31.6	3.7
Explotación de minas y canteras	11.7	34.2
Industria manufacturera	-8.4	-8.6
Electricidad, gas y agua	7.6	8.7
Construcción	-19.1	-19.6
Comercio mayorista, minorista y repar	-5.5	-9.2
Hoteles y restaurantes	-0.9	-8.4
Transporte y comunicaciones	-0.4	-8.1
Intermediación financiera	-12.1	-26.8
Act.inmobiliaria, empresarial y otros	-0.2	7.4
Admin. pública y defensa; y otros	1.0	7.7
Enseñanza	1.8	7.6
Servicios sociales y de salud	1.8	5.0
Otras act. comunitarias y otros	-2.1	-8.1

Y marzo volvería a ser un mes de caída del nivel de actividad económica

Mapa de Actividad Económica: Indicados adelantados
Var% interanual

	EMAE (PBI)	PoIEco				Indicadores de Demanda					Indicadores de Oferta							% de Alzas		
		TCN var% m/m	Salario Real	Jubilaciones real	Obra pública	Ventas CAME	IVA DGI real	Patentamiento Autos	Patentamiento Motos	Patentamiento Máquinas	Índice Prod. Industrial	Producción de autos	ISAC	Despacho de Cemento	índice Construya	Impuestos Seg Social	Transporte de granos		Resto CABA	Demanda energía
	INDEC	BCRA	RIPTE	Mecon	Mecon	CAME	AFIP	DNRP	DNRP	DNRP	INDEC	ADEFA	INDEC	AFCP	Grupoconstruy	AFIP	MECON	CABA	CAMMESA	
ene/23	2.9	5.6	-5.6	-13.3	26.2	3.2	17.2	15.6	21.0	33.1	6.3	18.8	2.7	9.3	0.5	3.3	-52.9	58.9	4.0	89%
feb/23	0.1	5.5	-4.0	-14.8	70.2	-0.3	17.5	4.7	0.3	-11.8	-1.6	-1.6	-6.6	-4.5	-10.7	0.4	-68.5	44.5	12.7	47%
mar/23	1.2	5.7	-3.1	-12.0	21.2	-0.9	26.0	15.4	8.4	-1.8	3.4	7.7	1.4	6.4	-9.1	4.3	-59.8	25.7	28.6	63%
abr/23	-4.2	6.4	-1.7	-13.9	-7.1	-0.1	10.4	8.9	-1.4	-2.7	1.7	-9.2	-4.0	-1.0	-12.4	0.9	-56.1	11.0	-1.0	42%
may/23	-6.1	7.1	-2.2	-16.1	34.9	-0.1	16.1	13.5	-3.1	-11.6	1.0	-7.4	-2.9	-1.5	-9.2	1.6	-42.5	14.2	-7.8	32%
jun/23	-4.8	7.4	-0.7	-12.3	13.5	-2.8	22.9	13.0	-7.5	-17.1	-2.5	10.1	-2.8	-2.2	-7.5	-0.8	-37.4	19.0	-7.7	32%
jul/23	-1.7	7.1	2.3	-11.4	38.1	-3.6	19.9	13.3	4.7	-20.0	-4.0	-1.6	-5.8	-6.9	-13.2	6.4	-44.9	23.7	-1.3	32%
ago/23	0.0	20.9	-1.5	-15.7	-36.1	-3.6	20.3	2.9	22.9	-19.9	-3.1	2.3	-3.0	-1.5	-11.7	2.7	-17.8	22.6	-0.2	42%
sep/23	-0.7	8.8	-3.9	-14.9	0.6	-4.1	15.2	-3.4	3.0	-26.0	-3.3	-1.7	-4.5	-7.8	-9.0	-5.0	-41.5	15.7	6.3	26%
oct/23	1.0	0.1	-1.2	-17.3	-12.7	-5.1	-1.5	29.1	32.5	-3.5	-0.7	-6.3	3.0	-0.6	4.9	-8.2	-45.0	17.0	2.3	37%
nov/23	-0.9	1.0	-7.0	-22.7	-5.3	-0.7	4.3	6.8	16.2	-4.2	-4.9	4.8	-2.1	-11.0	-4.7	-7.6	-29.5	17.4	-2.5	32%
dic/23	-4.5	79.3	-19.9	-32.3	-42.6	-2.9	-6.7	-5.5	13.5	-9.3	-12.9	-11.9	-12.2	-13.3	-17.4	-20.1	-36.9	14.9	-9.7	11%
ene/24	-4.3	29.0	-22.2	-40.5	-85.9	-13.7	-15.1	-32.5	-20.3	-46.5	-12.2	-0.7	-21.8	-20.0	-28.2	-26.1	70.8	2.4	-3.7	10%
feb/24		2.0	-24.3	-43.9	-87.6	-28.5	-10.1	-17.9	-14.1	-39.9	-9.9	-4.3	-21.0	-23.7	-25.6	-21.8	136.3	-7.2	7.9	14%
mar/24						-25.5	-19.6	-35.4	-40.9	-56.4		-6.1	-24.0	-43.1	-40.0	-22.4	96.4			7%

Pero (iii) por la recesión y la menor licuación del gasto por la caída de la inflación, el ajuste fiscal comienza a debilitarse

SPN var% a/a	ene-24	feb-24	mar-24
	Var% real		
INGRESOS	0.7	-6.3	-8.6
Tributarios totales	-5.5	-14.2	-15.3
Tributarios sin retenciones	-11.8	-16.1	-18.3
Retenciones a las exportaciones	90.4	34.2	79.3
Impuesto PAÍS	282	309	339
Rentas de propiedad y otros	56.4	50.8	62.5
GASTO PRIMARIO	-39.4	-36.4	-26.4
Prestaciones sociales	-31.2	-32.7	-20.3
Salarios	-27.2	-10.7	-16.6
Bienes y Servicios	-32.6	-35.7	-25.9
Planes sociales	-23.1	-16.6	-10.8
Subsidios económicos	-64.0	-42.8	-18.5
Energía	-77.2	-44.5	-14.1
Transporte y otros	-17.1	-40.2	-36.6
Gastos de capital	-86.0	-87.9	-86.2
Transferencias a provincias	-72.0	-85.5	-74.9
Déficit Empresas Públicas	-39.9	-43.4	-23.0
Res PRIMARIO (FMI)	2,011	1,233	625
Intereses netos	1,492	894	348
RESULTADO FISCAL	518	338	277

Pero (iv) la acumulación de reservas del BCRA es a costa de generar nueva deuda de los importadores con el exterior

u\$s M	Impo devengadas	Impo pagadas	Impo. no pagadas	Compra de dólares del BCRA	Demanda de activos locales por cepo (\$ bill)
	1	2	3	4	5
dic-23	4,255	723	3,532	2,896	1,813
ene-24	4,613	1,450	3,163	3,272	1,367
feb-24	4,121	1,688	2,433	2,358	-2,619
mar-24 ^e	4,335	2,061	2,274	2,882	1,022
abr-24 ^e	4,370	2,241	2,129	2,102	1,656
Total	17,325	5,922	11,403	13,509	3,239

I. Claves del Escenario Económico

II. Mundo: Prima la cautela

III. Argentina: Recesión con desinflación (aún alta)

- La gran confusión macro: ¿desequilibrios viejos por nuevos?
- **Política económica: En la transición del mega-ajuste**
- Escenario 2024-: Se imponen cambios, ¿los habrá?

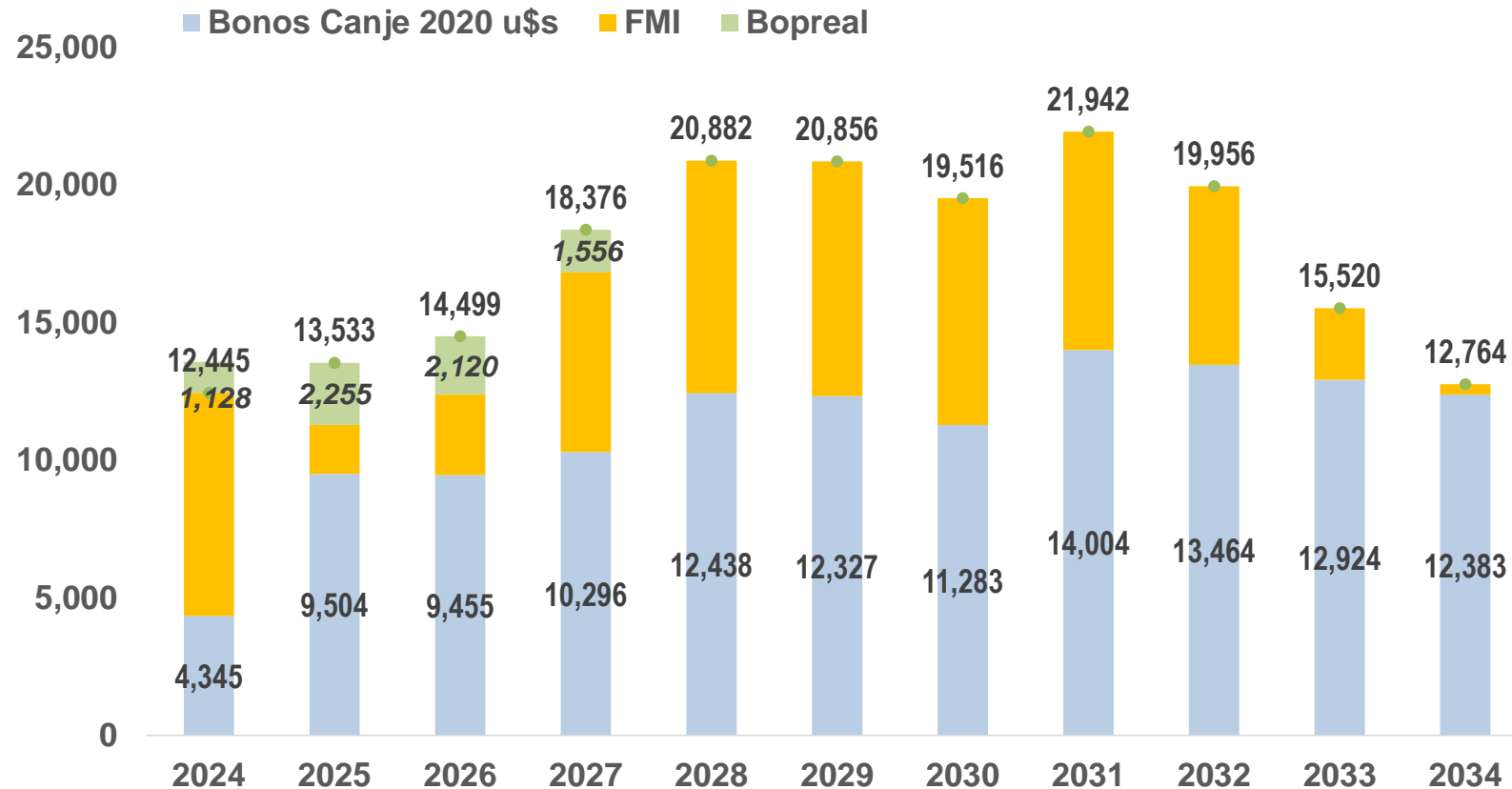
IV. Conclusiones

Señales recientes de política económica del Gobierno

Política	Sesgo
<u>Fiscal</u>	-Contractiva con objetivo equilibrio fiscal
<u>Comercial</u>	-Apertura para rubros puntuales de alimentos cuyos precios quedaron desfazados internacionalmente
<u>Ingresos</u>	-Nueva Fórmula de Movilidad por DNU que frena la licuación pero congela las pérdidas pasadas. -Ajustes de tarifas por delante (transporte, luz y gas). -Algunos “topes” sobre paritarias -Reversión de la suba de las prepagas a la tasa de inflación
<u>Monetaria</u>	-Fortalecimiento del balance del BCRA con control de la emisión monetaria (no contractiva)
<u>Reformas Estructurales</u>	-DNU, Paquete Fiscal y Ley Bases h/ Pacto de Mayo

Para salir del cepo se requiere un mínimo de acceso al mercado voluntario de deuda para evitar reincidir en el cepo de nuevo

Cronograma de vencimientos de deuda en dólares post reestructuración (FMI y Bonos)



Otras Necesidades Financieras u\$s

	u\$s
Deuda comercial nueva	11,403
Util. y dividendos "encepados"	13,500
Deuda provincial (próx 12 meses)	1,668
Deuda en dólares a atender	26,571

Es probable que avance el Paquete Fiscal

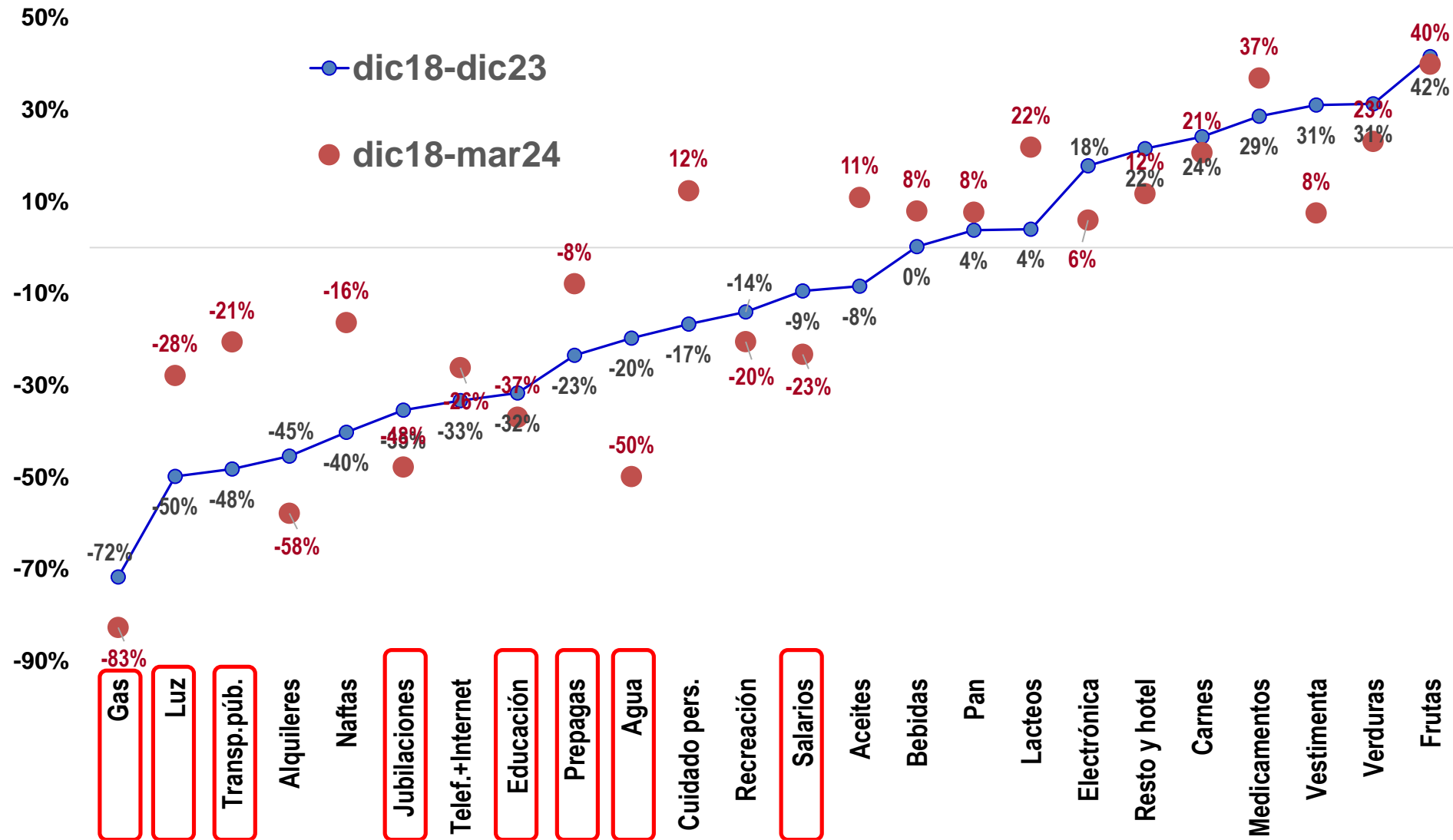
Paquete Fiscal impulsado por el Gobierno

% del PBI	Total	Nación	Pcias
Impuesto a las Ganancias	1.50%	0.60%	0.90%
Monotributo	0.05%	0.03%	0.01%
Moratoria + BBPP + Blanqueo	-0.02%	-0.01%	-0.01%
Transferencia de inmuebles	-0.02%	-0.01%	-0.01%
PAQUETE FISCAL TOTAL	1.51%	0.62%	0.89%

SPN var% a/a	ene-24	feb-24	mar-24
	Var% real		
INGRESOS	0.7	-6.3	-8.6
Tributarios totales	-5.5	-14.2	-15.3
Tributarios sin retenciones	-11.8	-16.1	-18.3
Retenciones a las exportaciones	90.4	34.2	79.3
Impuesto PAÍS	282	309	339
Rentas de propiedad y otros	56.4	50.8	62.5
GASTO PRIMARIO	-39.4	-36.4	-26.4
Prestaciones sociales	-31.2	-32.7	-20.3
Salarios	-27.2	-10.7	-16.6
Bienes y Servicios	-32.6	-35.7	-25.9
Planes sociales	-23.1	-16.6	-10.8
Subsidios económicos	-64.0	-42.8	-18.5
Energía	-77.2	-44.5	-14.1
Transporte y otros	-17.1	-40.2	-36.6
Gastos de capital	-86.0	-87.9	-86.2
Transferencias a provincias	-72.0	-85.5	-74.9
Déficit Empresas Públicas	-39.9	-43.4	-23.0
Res PRIMARIO (FMI)	2,011	1,233	625
Intereses netos	1,492	894	348
RESULTADO FISCAL	518	338	277

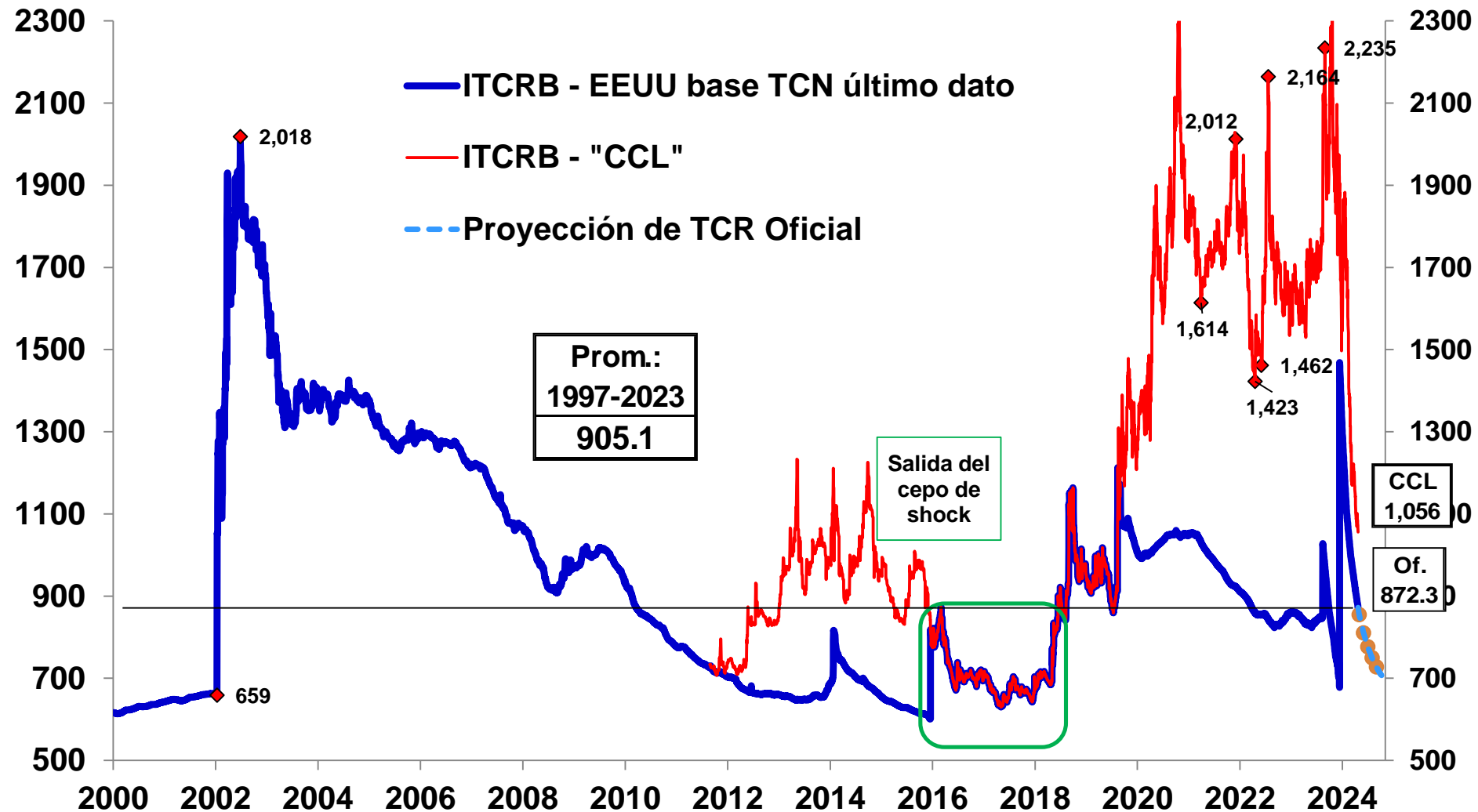
Hay una corrección de precios relativos que va a demorar el proceso de desinflación...

Precios de Bienes y Salarios vs. Índice General de Precios



Una política cambiaria que va a seguir apreciando el Tipo de Cambio Real

Una dinámica de apreciación cambiaria TCReal Bilateral Oficial y Contado con Liquidación GGAL - BCRA



I. Claves del Escenario Económico

II. Mundo: Prima la cautela

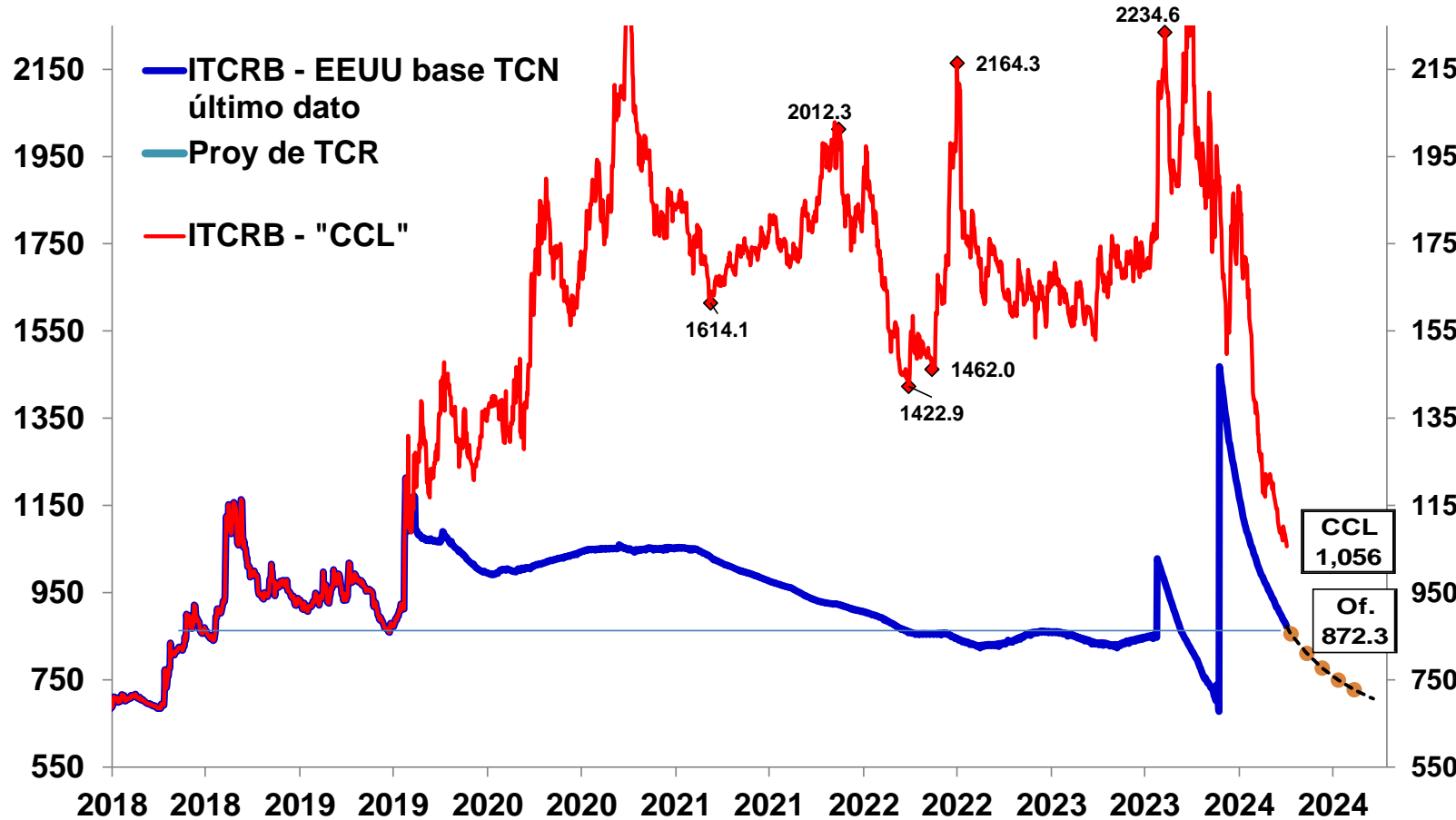
III. Argentina: Recesión con desinflación (aún alta)

- La gran confusión macro: ¿desequilibrios viejos por nuevos?
- Política económica: En la transición del mega-ajuste
- **Escenario 2024-: Se imponen cambios, ¿los habrá?**

IV. Conclusiones

Riesgo de apreciación real cambiaria por desinflación amarreta

Una dinámica de apreciación cambiaria
TCReal Bilateral Oficial y Contado con Liquidación GGAL - BCRA



SIMS con TCR Bilateral \$/u\$s

\$/u\$s	TCN	TCR Oficial	Comentarios
17/12/15	14	818	Salida del cepo
29/2/16	16	874	Estabilización post cepo
31/12/17	19	682	Estabilización post cepo
11/8/23	287	853	Pre deva Massa
14/8/23	350	1028	Deva Massa
17/11/23	354	752	Balotaje
10/12/23	367	722	Pre Megadeva
12/12/23	367	678	Pre Megadeva
13/12/23	800	1468	Megadeva Milei
22/4/24	872	872	HOY
30/4/24	877	855	Fin de abril 24
31/5/24	895	811	Fin de mayo 24
30/6/24	912	777	Fin de junio 24
31/7/24	931	750	Fin de julio 24

¿El TCR de 2017 puede ser “de equilibrio”?

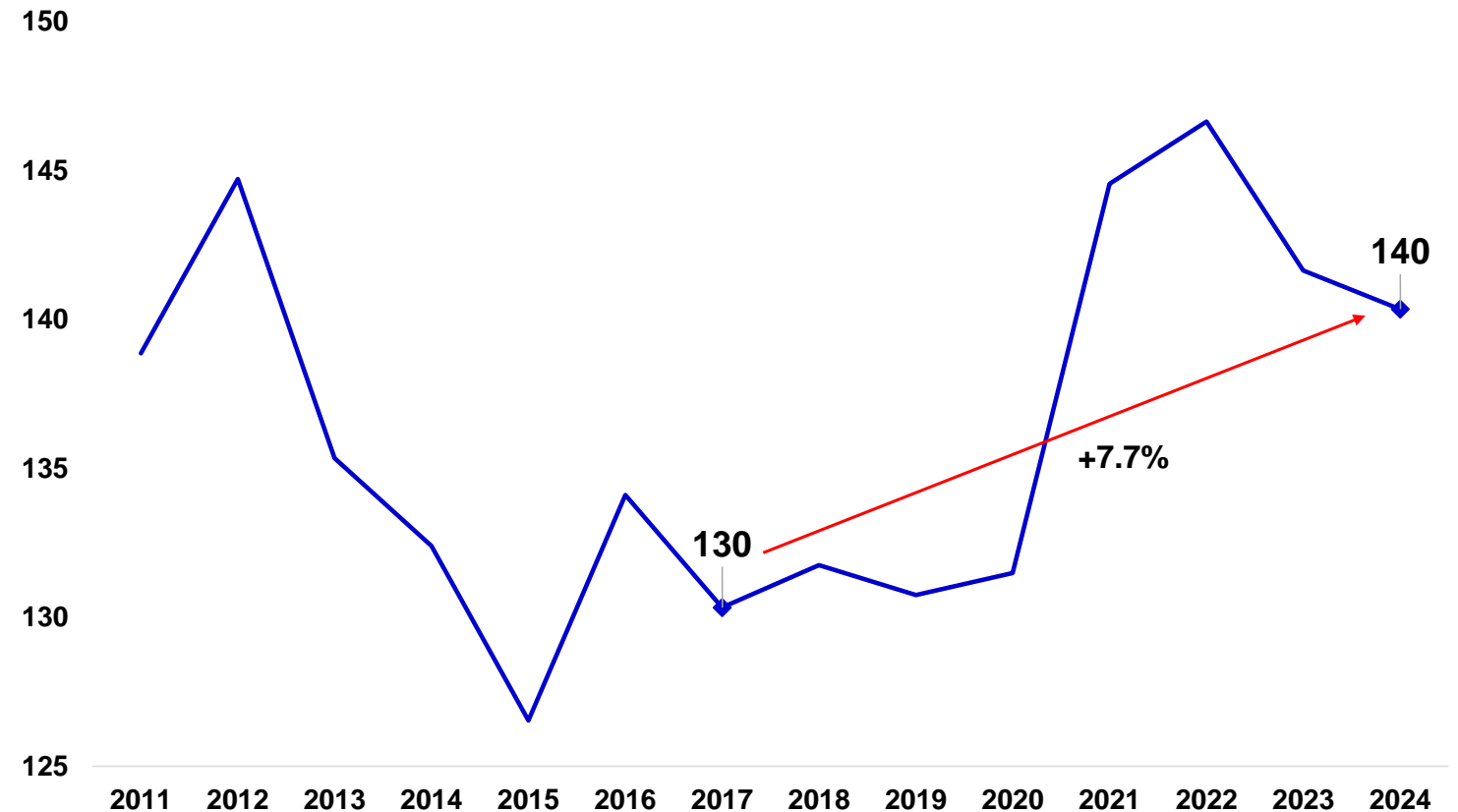
Deterioro de la Productividad

Var 2017-2023 - var %

	Producti- vidad *
Brasil	5.6%
China	23.5%
EE.UU.	8.8%
Chile	3.1%
India	9.6%
Promedio Comercio	12.6%
Argentina	-13.3%

Mejora en los precios de expo e impo

Términos de intercambio Precios de Expo / Precios de Impo

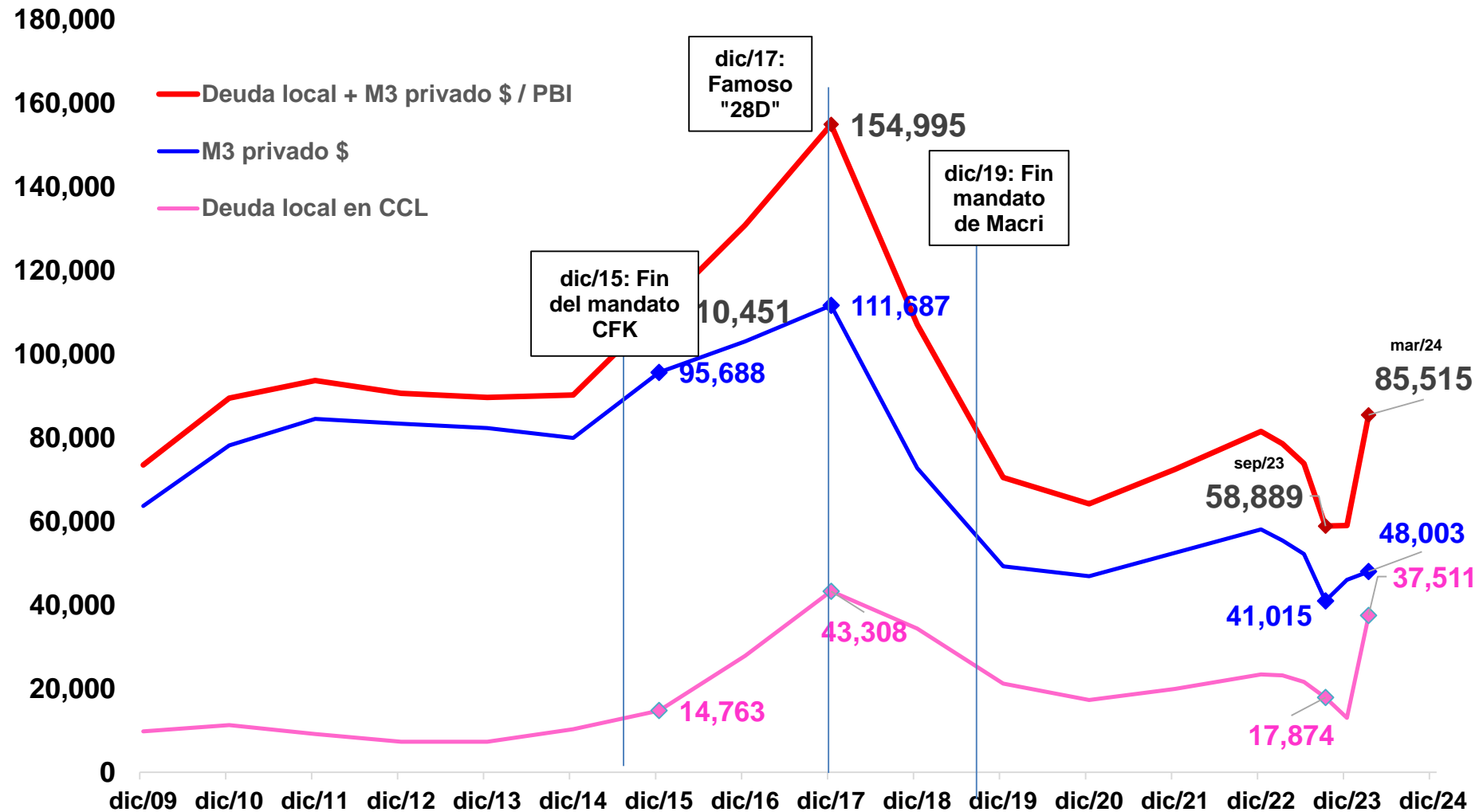


Potencial impacto de la Política Cambiaria, Fiscal, Monetaria y de Ingresos impulsadas por el Gobierno

	Actividad e Inflación						Política Cambiaria		Política Fiscal		Política de Ingresos				Política Monetaria	
	PBI mensual Var% a/a		PBI mensual Var% m/m		Inflación Var% m/m		TCN 3500 Var% m/m		Gasto primario Var% m/m		Salario real Var% m/m		Jubilaciones Real Var% m/m		Base Monetaria Var% m/m	
	2015/16	2023/24	2015/16	2023/24	2015/16	2023/24	2015/16	2023/24	2015/16	2023/24	2015/16	2023/24	2015/16	2023/24	2015/16	2023/24
sep-23	2.9%	-0.7%	-0.8%	-0.1%	1.7%	12.7%	1.3%	8.8%	0%	2%	-0.1%	0.4%	11%	21%	2%	3%
oct-23	2.6%	1.0%	0.1%	-0.2%	1.7%	8.3%	1.3%	0.1%	0%	0%	-0.4%	0.4%	-2%	-8%	2%	10%
nov-23	3.8%	-0.9%	-0.5%	-1.4%	2.0%	12.8%	1.5%	1.0%	-6%	-5%	0.7%	-2.5%	-2%	-11%	3%	9%
dic-23	1.1%	-4.5%	-1.0%	-2.8%	3.9%	25.5%	18.3%	79.3%	-11%	26%	-2.0%	-11.5%	-4%	3%	5%	11%
ene-24	0.6%	-4.0%	0.7%	-0.8%	4.1%	20.6%	19.5%	29.0%	12%	-45%	-2.0%	-0.5%	-4%	-17%	-3%	11%
feb-24	1.2%	-3.2%	-0.5%	-0.2%	4.0%	13.2%	8.7%	2.0%	-2%	-1%	-2.5%	-2.9%	-4%	-12%	-3%	5%
mar-24	0.5%		-0.6%		3.3%	11.0%	0.8%	2.0%	4%	6%	-2.3%	-0.9%	12%	15%	7%	9%
abr-24	-2.7%		-0.9%		6.5%		-3.3%	2.0%	-9%		-0.2%		-6%	-25%	1%	
may-24	-3.2%		-0.4%		4.2%		-2.0%		4%		-0.9%		-4%	2%	2%	
jun-24	-5.7%		-0.2%		3.1%		-0.2%		-5%		-1.4%		-3%	1%	4%	
jul-24	-5.3%		0.1%		2.0%		5.7%		4%		1.5%		-2%	-2%	5%	
ago-24	-1.9%		0.8%		0.2%		-0.5%		7%		1.6%		0%	-3%	1%	
sep-24	-2.7%		-0.4%		1.1%		1.7%		0%		0.5%		13%	-2%	2%	
oct-24	-4.0%		0.0%		2.4%		0.6%		10%		1.1%		-2%	-2%	2%	
nov-24	-0.8%		0.5%		1.6%		1.1%		-17%		0.2%		-2%	-2%	3%	
dic-24	0.5%		0.9%		1.2%		3.3%		27%		-0.1%		-1%	-2%	4%	

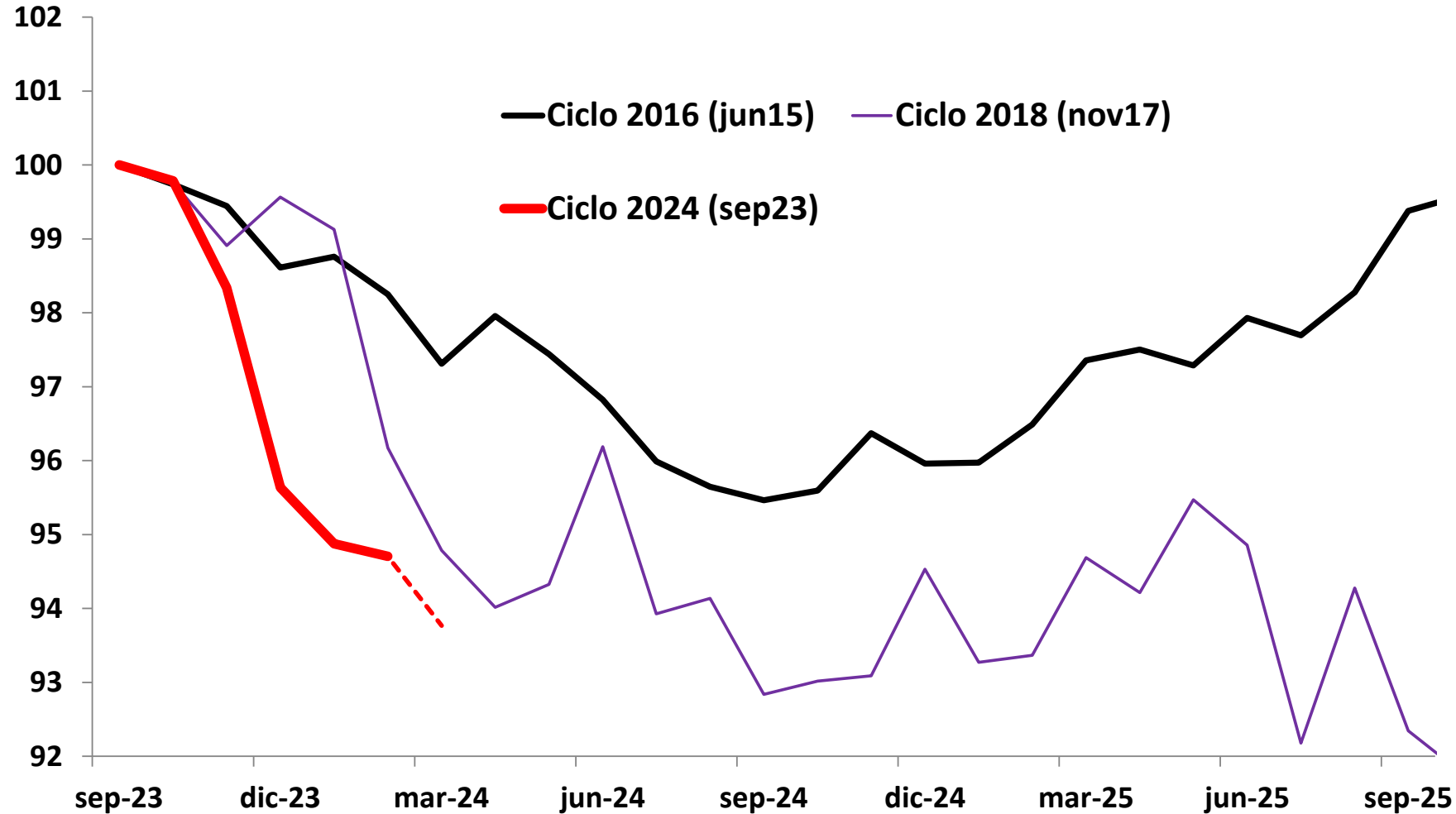
Una política fiscal que va tratar de anclar la política económica actual

Deuda en manos del sector privado en % del PBI



Recesión y recuperación en “V”, “U” o “L”

Recesiones Comparadas: PBI total En un nuevo Ciclo Económico Contractivo



Proyecciones PBI real

	PBI real	
	t/t desest. anualizada	a/a interanual
mar-23	1.9	1.4
jun-23	-9.7	-5.0
sep-23	9.2	-0.8
dic-23 e	-7.3	-1.4
mar-24 p	-14.6	-0.2
jun-24 p	-0.5	3.5
sep-24 p	1.5	-3.6
dic-24 p	6.2	-1.9
2022	5.0	
2023	-1.6	
2024	-4.3	
2025	2.0	

I. Claves del Escenario Económico

II. Mundo: Prima la cautela

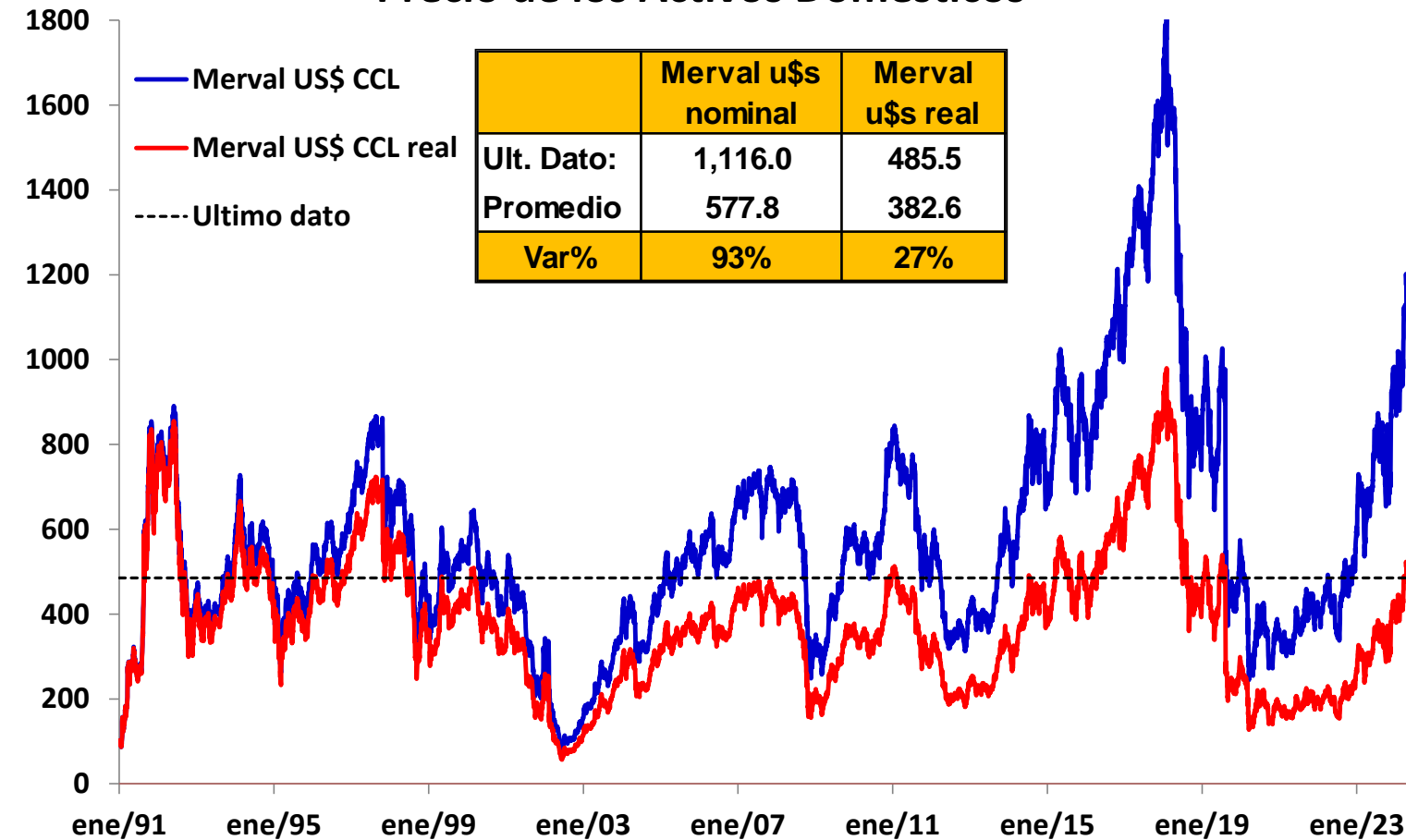
III. Argentina: Recesión con desinflación (aún alta)

- La gran confusión macro: ¿desequilibrios viejos por nuevos?
- Política económica: En la transición del mega-ajuste
- Escenario 2024-: Se imponen cambios, ¿los habrá?

IV. Conclusiones

Notable recuperación financiera: Bonos y Acciones

Mercado de Acciones: Precio de los Activos Domésticos



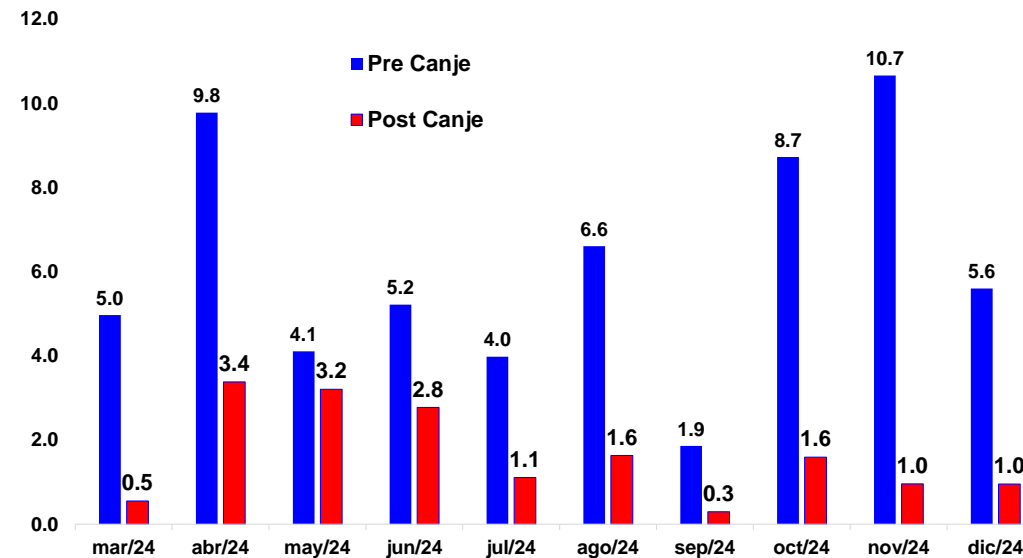
Dinámica Financiera: ¿donde estamos?

	17-nov	22-abr	Var%
	Pre balotage	últ. Dato	22-abr 17-nov
Dólar Blue	950.0	1035.0	8.9%
Dólar CCL Acciones	876.3	1058.5	20.8%
Brecha Blue	168%	19%	-150%
Brecha MEP GD30	146%	16%	-131%
Merval u\$s	724.5	1116.0	54.0%
Precio AL30D	26.6	60.10	125.9%
Precio GD30D	31.4	63.00	100.6%
Precio AE38D	28.0	54.25	93.5%
Precio AL35D	25.2	50.48	100.3%
Precio TX26	598.5	1685.5	181.6%
Precio TV24	464.0	863.0	86.0%

Aunque la menor probabilidad de dolarización redujo el tipo de cambio esperado la expectativa de devaluación volverá a subir

El incremento de la expectativa de devaluación aumentará la presión en el mercado de cambios

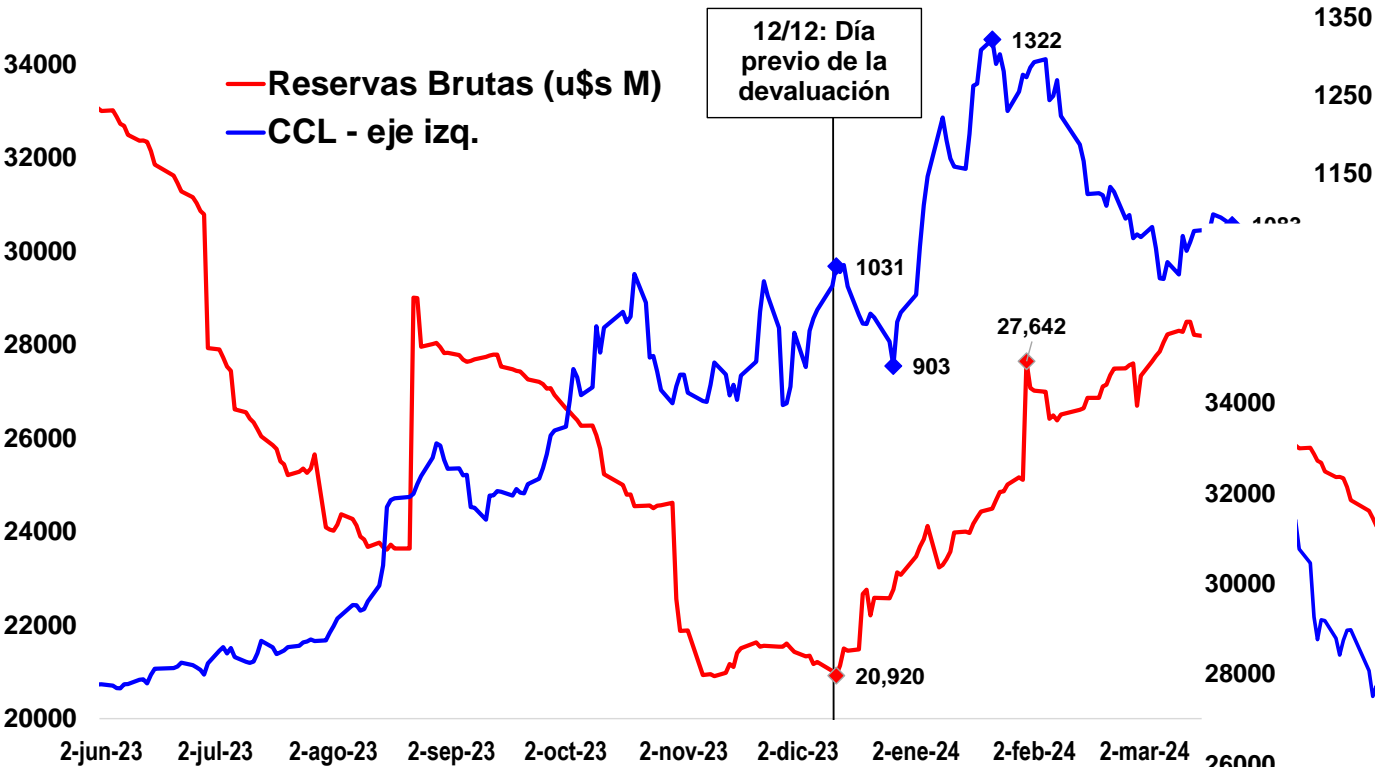
Vencimientos de deuda pública local
en \$ billones



Con una fuerte recomposición de las reservas brutas y netas del BCRA

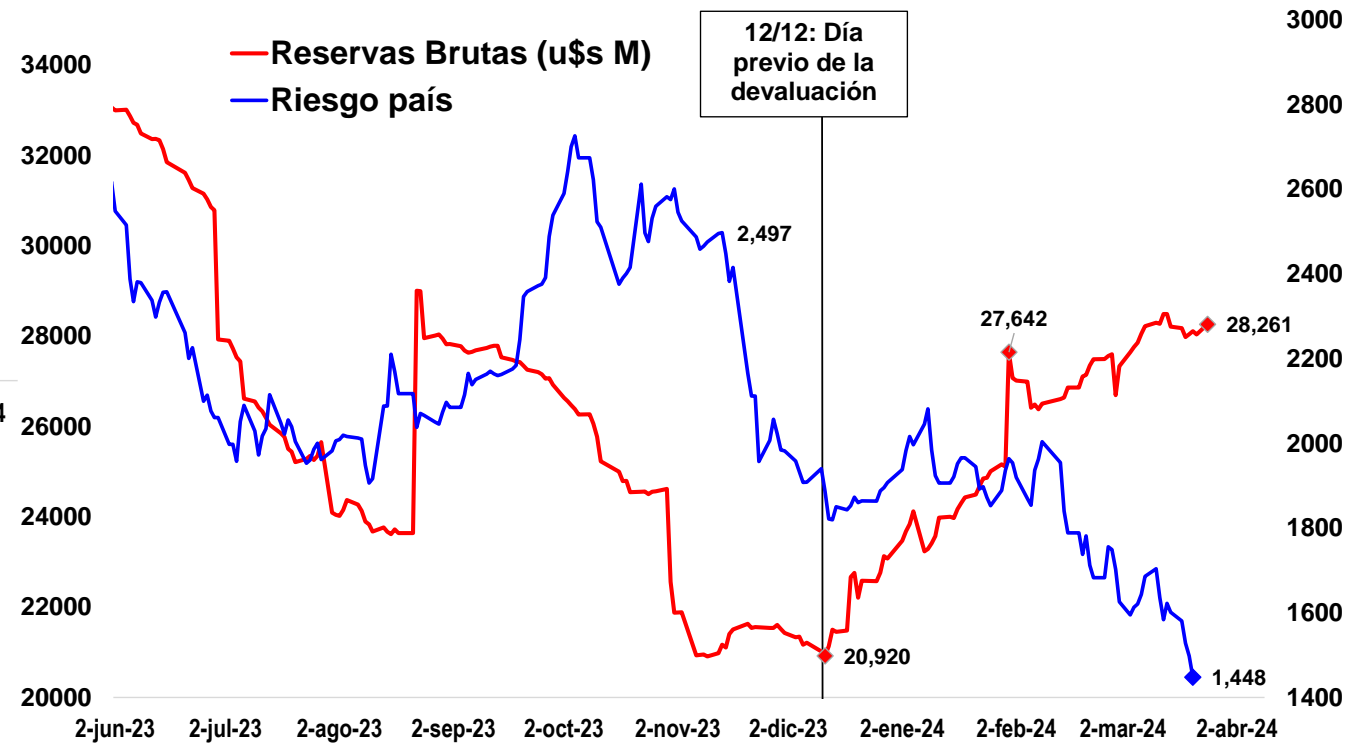
Reservas Brutas del BCRA y CCL

Datos diarios



Reservas Brutas del BCRA y CCL

Datos diarios



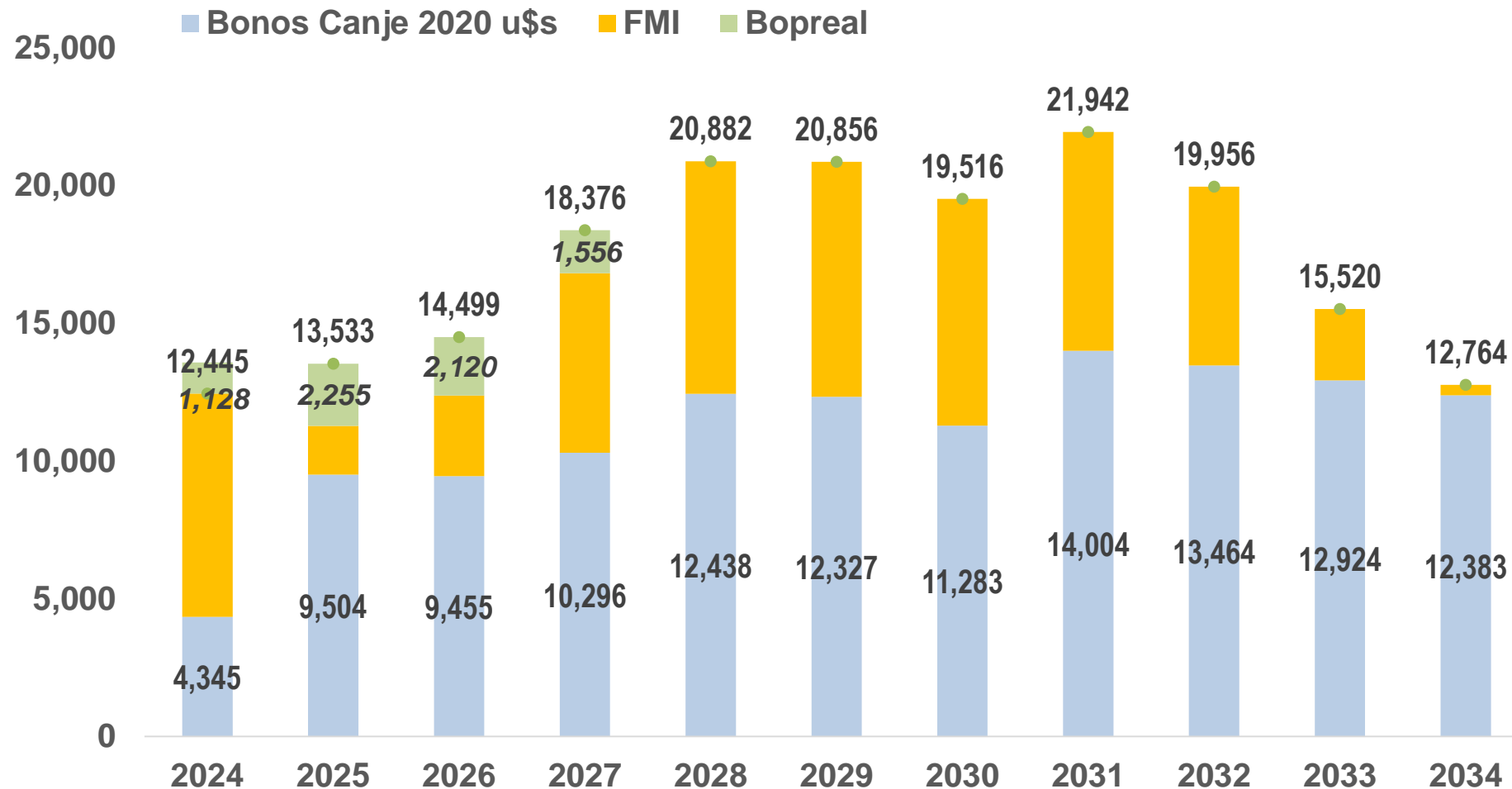
El Gobierno cumpliría holgadamente las metas acordadas con el FMI del IT24 y del IIT24

Seguimiento del cumplimiento de las Metas acordadas con el FMI

	IT24		IIT24	
	Meta	Estimación	Meta	Estimación
Acumulación de Reservas (u\$s M) (acumulado desde el 10/12)	6.0	7.1	9.2	10.6
Resultado primario del SPN (\$ mil M) (acumulado desde el 1/01)	962	3,711	1,925	5,852
Deuda flotante de la AN(mil M) (promedio de las últimas dos semanas previas al cierre del trimestre)	5,265	3,850	5,265	4,235
Financ Monetario del BCRA al Tesoro (\$ mil M) (acumulado desde el 10/12)	0.0	-1.3	0.0	-2.1

Con de vencimientos de la deuda en dólares elevados e inminentes que impone decisiones pronto

Cronograma de vencimientos de deuda en dólares post reestructuración (FMI y Bonos)



Con una política monetaria con múltiples dominancias por el exceso de pesos existente ...

Política Monetaria del BCRA: Dominancia creciente y ya completa

En miles de millones de pesos corrientes

	Base Monetaria		Oferta de Base Monetaria							Prest. S Priv	Depósitos Total \$
		Billetes	Var.BM	Compra de u\$s	Lelics/Ps	Intereses	LeNoPa	Gobierno	Compra de bonos		
2023 :											
12/12	4,845	3,232								6,596	17,642
20/03	5,076	3,659								7,525	20,914
Var \$M:	231	427	231	-67	161	2,136	-1,975	-309	446	929	3,272
V%/ %tot	4.8	13.2								14.1	18.5
2024 :											
12/12	9,928	5,818								15,281	34,842
20/03	11,250	7,105								18,569	56,591
Var \$M:	1,322	1,287	1,322	8,836	-1,510	7,615	-9,125	-8,279	2,275	3,288	21,749
V%/ %tot	13.3	22.1								21.5	62.4