

***“Doble obsesión:
inflación y saneamiento
del BCRA*”**

Dr.LE Hernán Hirsch

Tomo 011 Folio 170

Mayo 2024



I. Claves del escenario local

II. ¿Hay atraso cambiario?

III. Desinflación y recuperación económica (cuando y cómo)

IV. ¿Qué implica el saneamiento del balance del BCRA y la sustitución de deuda del Central por deuda del Tesoro?

V. ¿Qué es y qué implica la competencia de monedas?

VI. Conclusiones

Clave I: La estrategia de salida de crisis: Shock cambiario controlado y shock fiscal, pero sin shock contractual (sin romper contratos)

	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%

Clave II: El ancla fiscal. Notable mejora en el primer cuatrimestre del año

SPN \$ MM	Ene-Abr24 \$ MM	Ene-Abr23 \$ MM	Var.% nom	Var.% a/a Real	Ene-Abr24 % PBI	Ene-Abr23 % PBI	Var.pp del PBI
INGRESOS	24,597	6,887	257.2	-5.5	16.0	15.8	0.1
Tributarios totales	19,973	6,099	227.5	-13.4	13.0	14.0	-1.0
Tributarios sin retenciones	18,446	5,846	215.5	-16.5	12.0	13.4	-1.5
Retenciones a las exportaciones	1,527.2	253.4	502.7	59.4	1.0	0.6	0.4
Impuesto PAÍS	2,250.6	156.4	1338.6	280.6	1.5	0.4	1.1
Rentas de propiedad y otros	4,623.7	787.3	487.3	55.4	3.0	1.8	1.2
GASTO PRIMARIO	20,463	7,908	158.8	-31.5	13.3	18.2	-4.9
Prestaciones sociales	10,180.7	3,673.0	177.2	-26.7	6.6	8.4	-1.8
Salarios	3,189.4	1,042.2	206.0	-19.0	2.1	2.4	-0.3
Bienes y Servicios	686.1	254.5	169.5	-28.7	0.4	0.6	-0.1
Planes sociales	2,695.8	809.7	232.9	-11.9	1.7	1.9	-0.1
Subsidios económicos	2,049.3	814.5	151.6	-33.4	1.3	1.9	-0.5
Energía	1,468.0	589.1	149.2	-34.1	1.0	1.4	-0.4
Transporte y otros	529.7	196.3	169.8	-28.6	0.3	0.5	-0.1
Gastos de capital	396.4	677.3	-41.5	-84.5	0.3	1.6	-1.3
Transferencias a provincias	210.5	228.7	-7.9	-75.6	0.1	0.5	-0.4
Déficit Empresas Públicas	1,055.4	408.0	158.7	-31.6	0.7	0.9	-0.3
Res PRIMARIO (FMI)	4,133	-1,021	-504.7	-207.1	2.7	-2.3	5.0
Intereses netos	2,983	798	273.9	-1.1	1.9	1.8	0.1
RESULTADO FISCAL	1,151	-1,819	-163.3	-116.7	0.7	-4.2	4.9

Pero 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	abr-24	
	Var% real				
INGRESOS	0.7	-6.3	-8.6	-6.5	en var% a/a
Tributarios totales	-5.5	-14.2	-15.3	-14.5	
Tributarios sin retenciones	-11.8	-16.1	-18.3	-16.3	
Retenciones a las exportaciones	90.4	34.2	79.3	33.1	
Impuesto PAÍS	282	309	339	210	
Rentas de propiedad y otros	56.4	50.8	62.5	56.2	
GASTO PRIMARIO	-39.4	-36.4	-26.4	-23.7	
Prestaciones sociales	-31.2	-32.7	-20.3	-22.0	
Salarios	-27.2	-10.7	-16.6	-17.9	
Bienes y Servicios	-32.6	-35.7	-25.9	-17.6	
Planes sociales	-23.1	-16.6	-10.8	3.1	
Subsidios económicos	-64.0	-42.8	-18.5	-14.1	
Gastos de capital	-86.0	-87.9	-86.2	-78.1	
Transferencias a provincias	-72.0	-85.5	-74.9	-73.4	
Déficit Empresas Públicas	-39.9	-43.4	-23.0	-19.5	
Res PRIMARIO (FMI)	2,011	1,233	625	265	en \$ mil M
Intereses netos	1,492	894	348	248	
RESULTADO FISCAL	518	338	277	17	
Memo Items: IPC Nacional, var %	254%	276%	288%	289%	

I. Claves del escenario local

II. ¿Hay atraso cambiario?

III. Desinflación y recuperación económica (cuando y cómo)

IV. ¿Qué implica el saneamiento del balance del BCRA y la sustitución de deuda del Central por deuda del Tesoro?

V. ¿Qué es y qué implica la competencia de monedas?

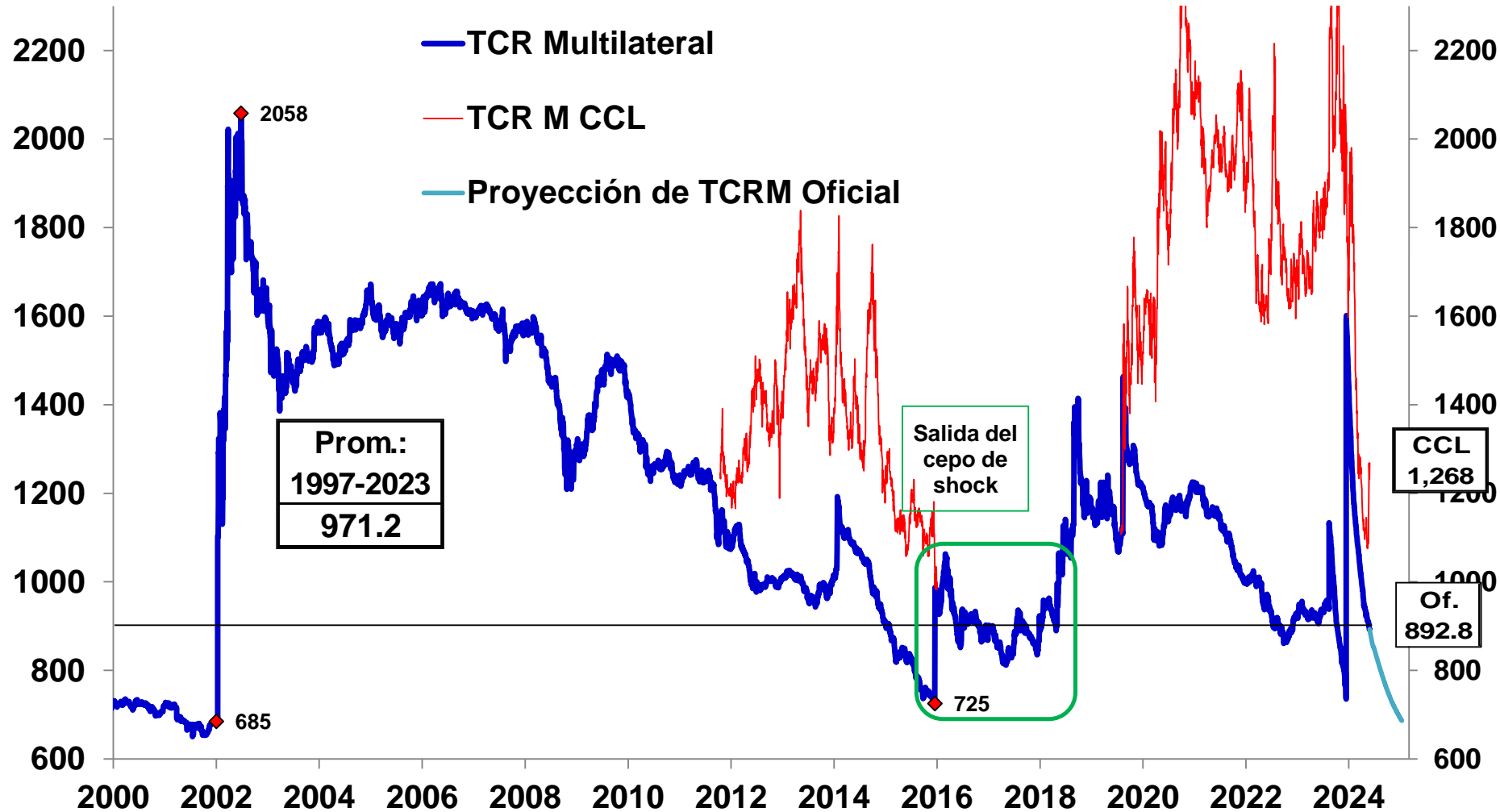
VI. Conclusiones

¿Hay atraso cambiario?

Enfoque (1) de análisis de la serie

La devaluación: Dólar y Tipo de Cambio Real

TCReal Multilateral Oficial y CCL GGAL - BCRA



SIMs con TCR Multilateral

TC multilateral	TCN	TCR Multi
17/12/15	14	987
29/2/16	16	1063
30/6/17	17	865
31/12/17	19	896
11/8/23	287	945
14/8/23	350	1133
17/11/23	354	820
10/12/23	364	788
12/12/23	367	735
13/12/23	800	1593
27/5/24	893	893
30/6/24	913	847
31/7/24	931	813
31/8/24	950	782
30/9/24	969	754
31/12/24	1016	692

¿El TCRM de 2017 puede ser “el de equilibrio”?

Pero si al TCRM lo depuramos por productividad ...

Deterioro de la Productividad

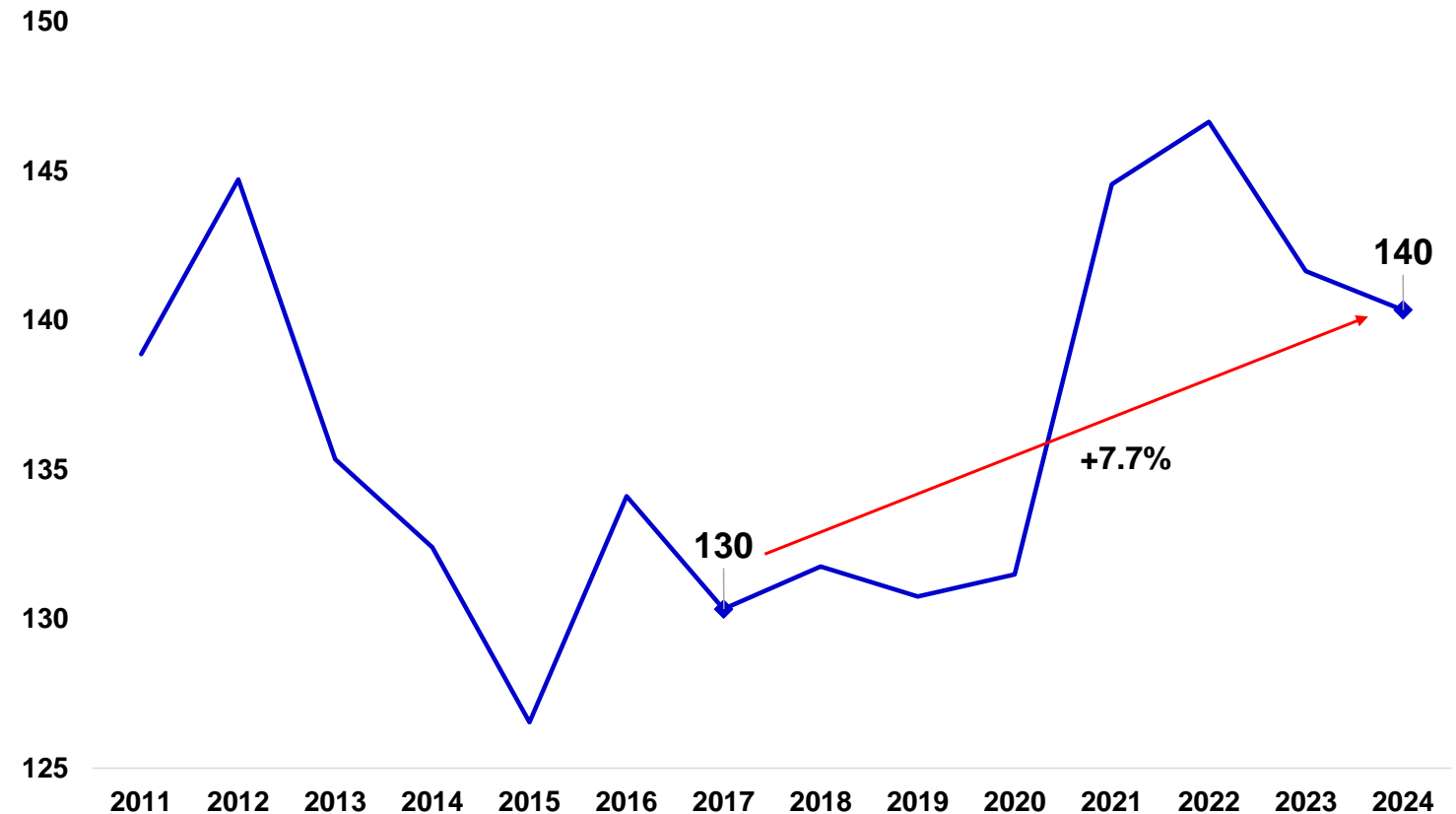
Mejora en los precios de expo e impo

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%

Términos de intercambio

Precios de Expo / Precios de Impo



Enfoque (2) indirecto:

Hay una fuerte recomposición del stock de reservas del BCRA

Reservas Brutas y Líquidas del BCRA

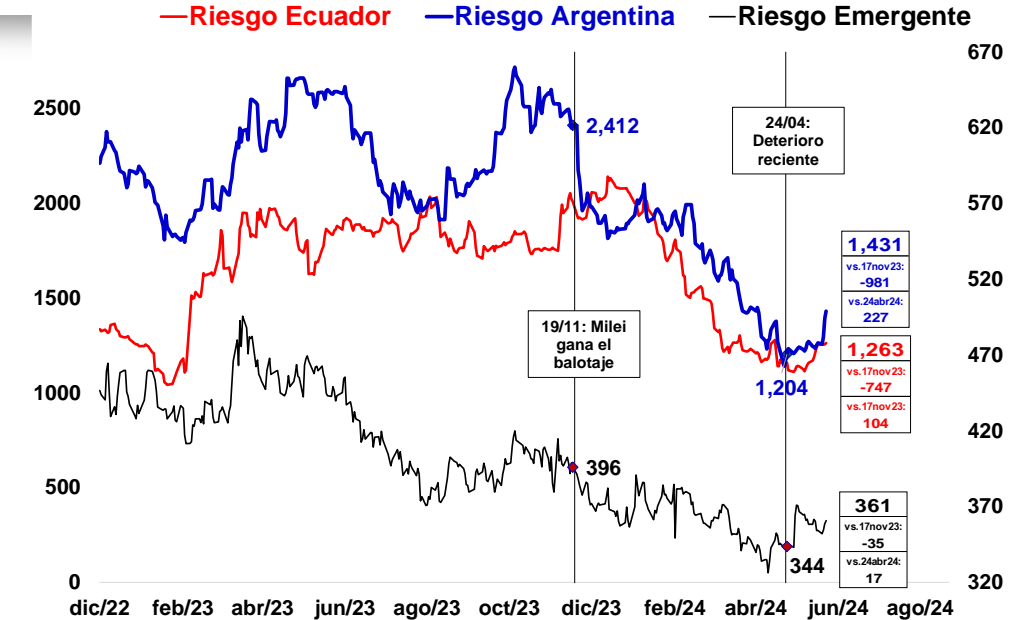
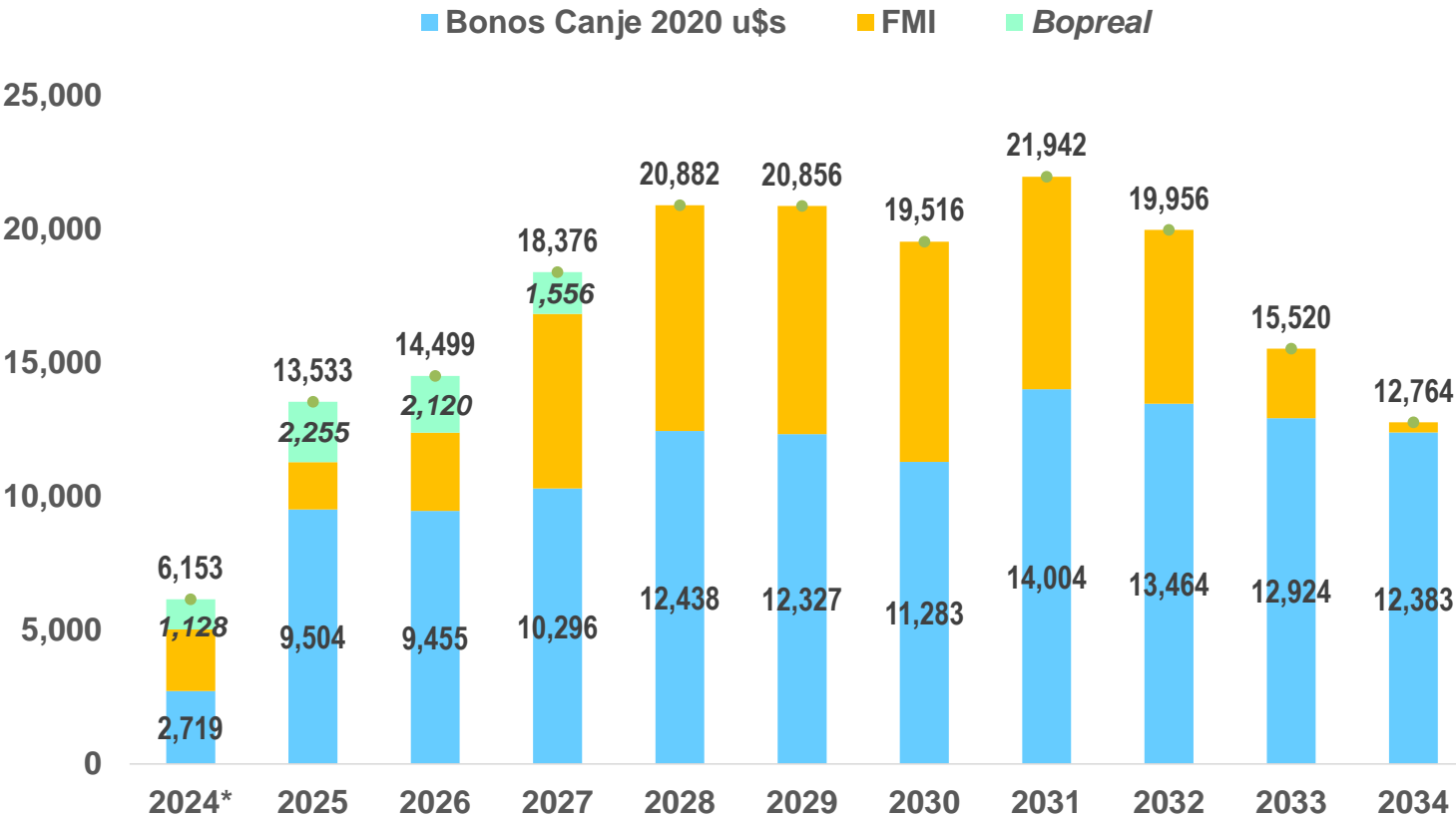
u\$s M	30/12/21	30/12/22	12/12/23	29/12/23	27/03/24	24/05/24	Acum. dde el 12/12 Var% vs. día previo deva Milei
	Fin 2021	Fin 2022	Día previo deva Milei	Fin 2023	Fin Mar 24	Últ.dato	
Reservas Brutas	39,662	44,598	20,920	23,073	27,127	29,113	8,193
Oro certificado	2,250	2,496	2,817	2,824	2,995	3,199	
Oro no certificado	964	1,070	1,207	1,210	1,284	1,371	
DEGs	2,532	2,429	68	68	893	5	
Swap Chino no activado	20,417	18,670	11,572	11,681	11,502	11,464	
Depósito en el BIS	3,001	3,001	3,001	3,001	455	0	
SEDESA títulos	1,782	1,978	1,832	1,832	0	1,832	
Reservas "cash"	8,717	14,955	423	2,457	9,997	11,241	10,818
Pasivos Brutos	37,312	35,736	32,365	33,202	28,324	30,577	-1,788
Encajes Bancarios	12,112	12,088	9,411	9,117	8,898	8,792	
Swap China	20,417	18,670	18,120	18,292	18,011	17,952	
Swap BIS	3,001	3,001	3,001	3,001	455	0	
SEDESA	1,782	1,978	1,832	1,832	0	1,832	
Prestamo puente Bopreal 2025				960	960	2,000	
Reservas Netas	2,350	8,862	-11,445	-10,129	-1,197	-1,464	9,981
Reservas "cash"	8,717	14,955	423	2,457	9,997	11,241	10,818
Encajes Bancarios	12,112	12,088	9,411	9,117	8,898	8,792	-619
% del total	72%	124%	4%	27%	112%	128%	

Pero la acumulación de reservas del BCRA fue 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	1,990
ene-24	4,613	1,450	3,163	3,272	1,386
feb-24	4,121	1,688	2,433	2,358	-2,666
mar-24	4,335	2,594	1,741	2,882	775
abr-24 ^e	4,708	3,295	1,412	3,345	1,284
may-24 ^e	5,033	3,806	1,227	3,554	1,272
Total	17,325	6,455	10,870	14,753	4,042

Enfoque III: Es éste el TCR necesario para hacer frente a los elevados pagos de deuda en dólares de los próximos años

Cronograma de vencimientos de deuda en dólares (capital e interés, incluye FMI, Bonos del Canje de 2010 del Tesoro y Bopreal del BCRA)



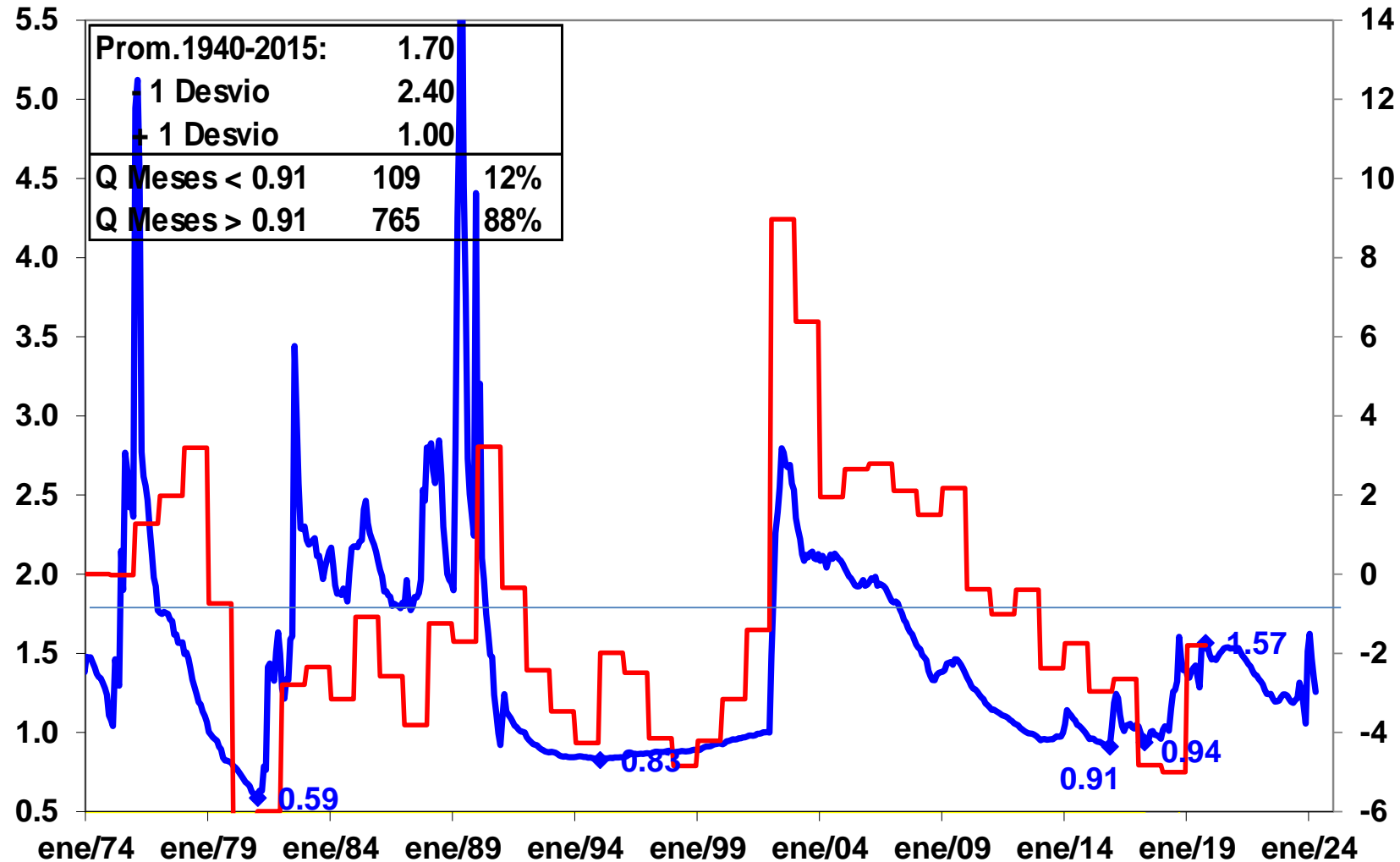
Vencimientos de deuda del Gobierno Nacional y el BCRA

u\$s M	jul-24	ago-24	sep-24	oct-24	nov-24	dic-24
Nación + BCRA	6,630	3,128	333	371	1,178	333
Gobierno Nacional	3,563	967	167	167	967	167
Capital	2,022	167	167	167	167	167
FMI	678	0	0	0	0	0
Bonos del Canje	1,178	0	0	0	0	0
Intereses	1,541	800	0	0	800	0
FMI	0	800	0	0	800	0
Bonos del Canje	1,541	0	0	0	0	0
BCRA	3,067	2,162	167	204	212	167
Capital	3,067	2,117	167	167	167	167
Bopreal	167	167	167	167	167	167
Swap China	2,900	1,950	0	0	0	0
Intereses	0	45	0	38	45	0
Bopreal	0	45	0	38	45	11

Enfoque IV: ¿Es éste el TCR que permite generar el superávit de cuenta corriente necesario para pagar la deuda y/o para no afectar el aparato productivo?

Tipo de Cambio Real vs Resultado de Cuenta Corriente

TCReal EE.UU. - Base dic/2001- Cuenta Corriente en % PBI (eje der)

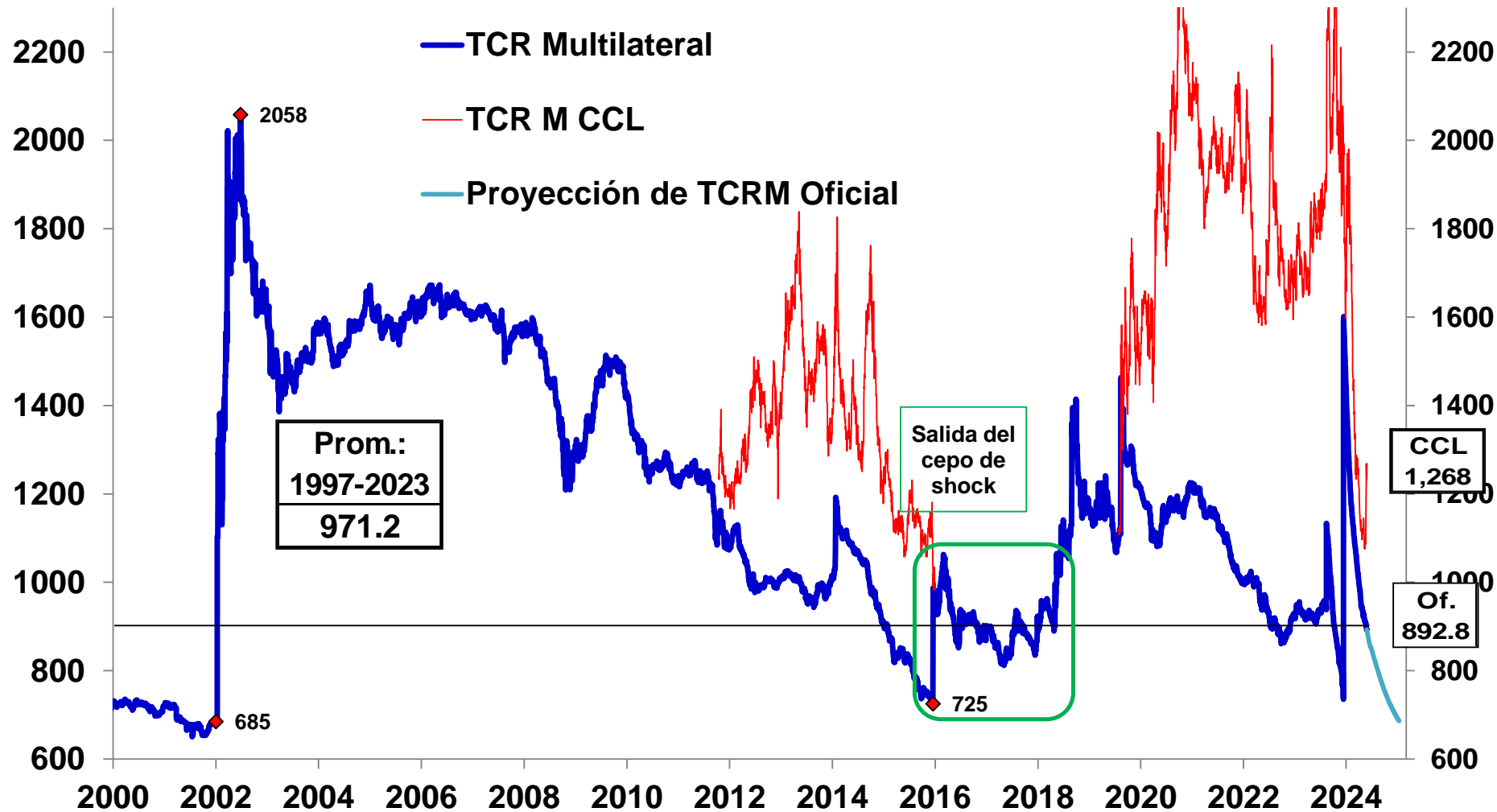


Enfoque IV: ¿Es éste el TCR que permite estimular un crecimiento de las exportaciones?

Cantidades exportadas var% a/a

var% a/a	abril	I Cuat
Exportación	21.6	19.8
Productos primarios (PP)	80.8	49.6
Manufacturas de origen agropecuario (MOA)	25.0	27.2
Manufacturas de origen industrial (MOI)	-12.6	-7.0
Combustibles y energía (CyE)	43.2	25.7

La devaluación: Dólar y Tipo de Cambio Real TCReal Multilateral Oficial y CCL GGAL - BCRA



SIMs con TCR Multilateral

TC multilateral	TCN	TCR Multi
17/12/15	14	987
29/2/16	16	1063
30/6/17	17	865
31/12/17	19	896
11/8/23	287	945
14/8/23	350	1133
17/11/23	354	820
10/12/23	364	788
12/12/23	367	735
13/12/23	800	1593
27/5/24	893	893
30/6/24	913	847
31/7/24	931	813
31/8/24	950	782
30/9/24	969	754
31/12/24	1016	692

- I. Claves del escenario local
- II. ¿Hay atraso cambiario?
- III. Desinflación y recuperación económica (cuándo y cómo)**
- IV. ¿Qué implica el saneamiento del balance del BCRA y la sustitución de deuda del Central por deuda del Tesoro?
- V. ¿Qué es y qué implica la competencia de monedas?
- VI. Conclusiones

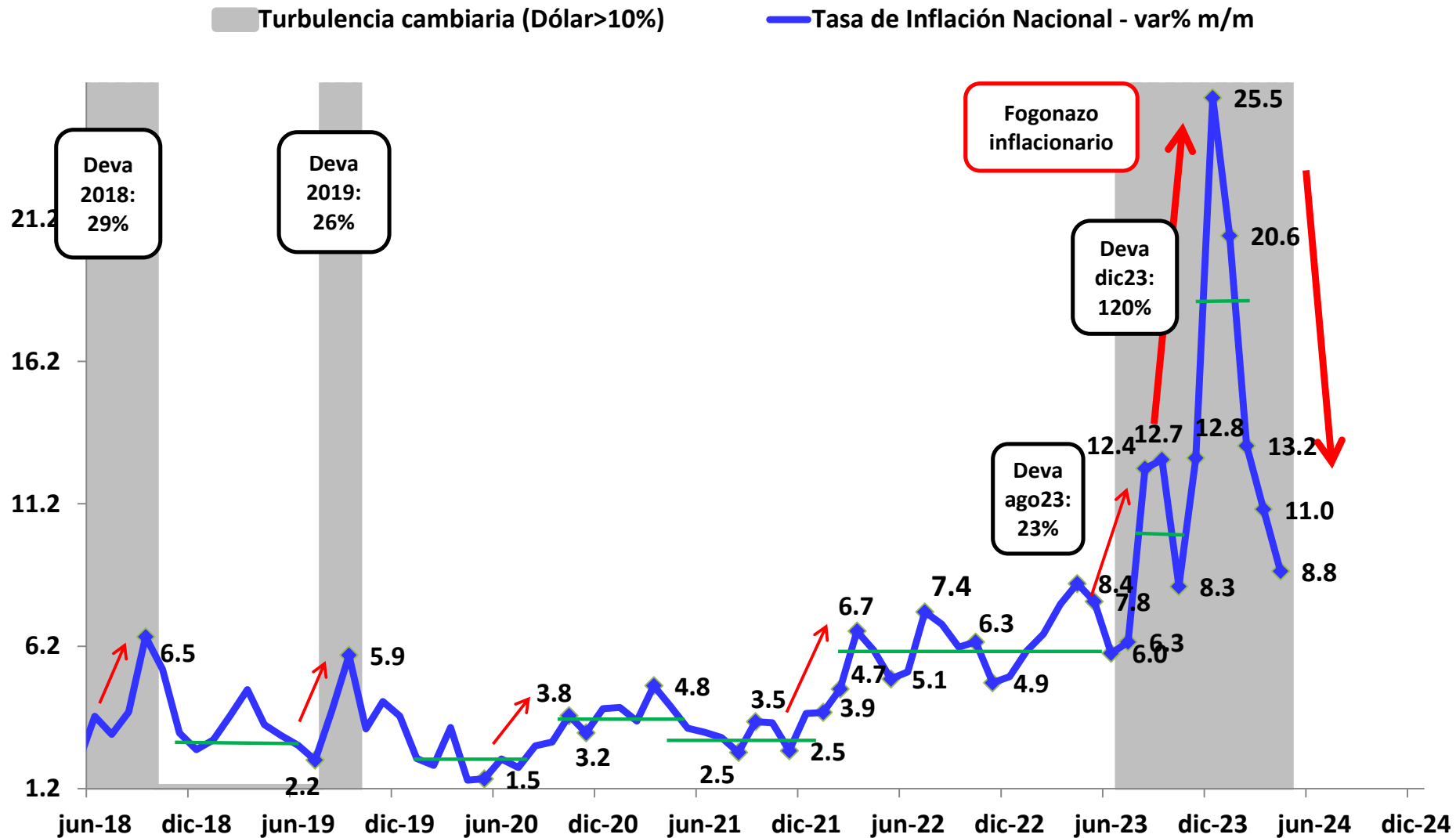
Desinflación y recuperación económica (cuando y cómo): Riesgos por la obsesión inflacionaria

	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

Se ha logrado una fuerte reducción de la tasa de inflación manteniendo una tendencia a la baja

Inflación desacelerándose



Con una importante corrección de precios relativos

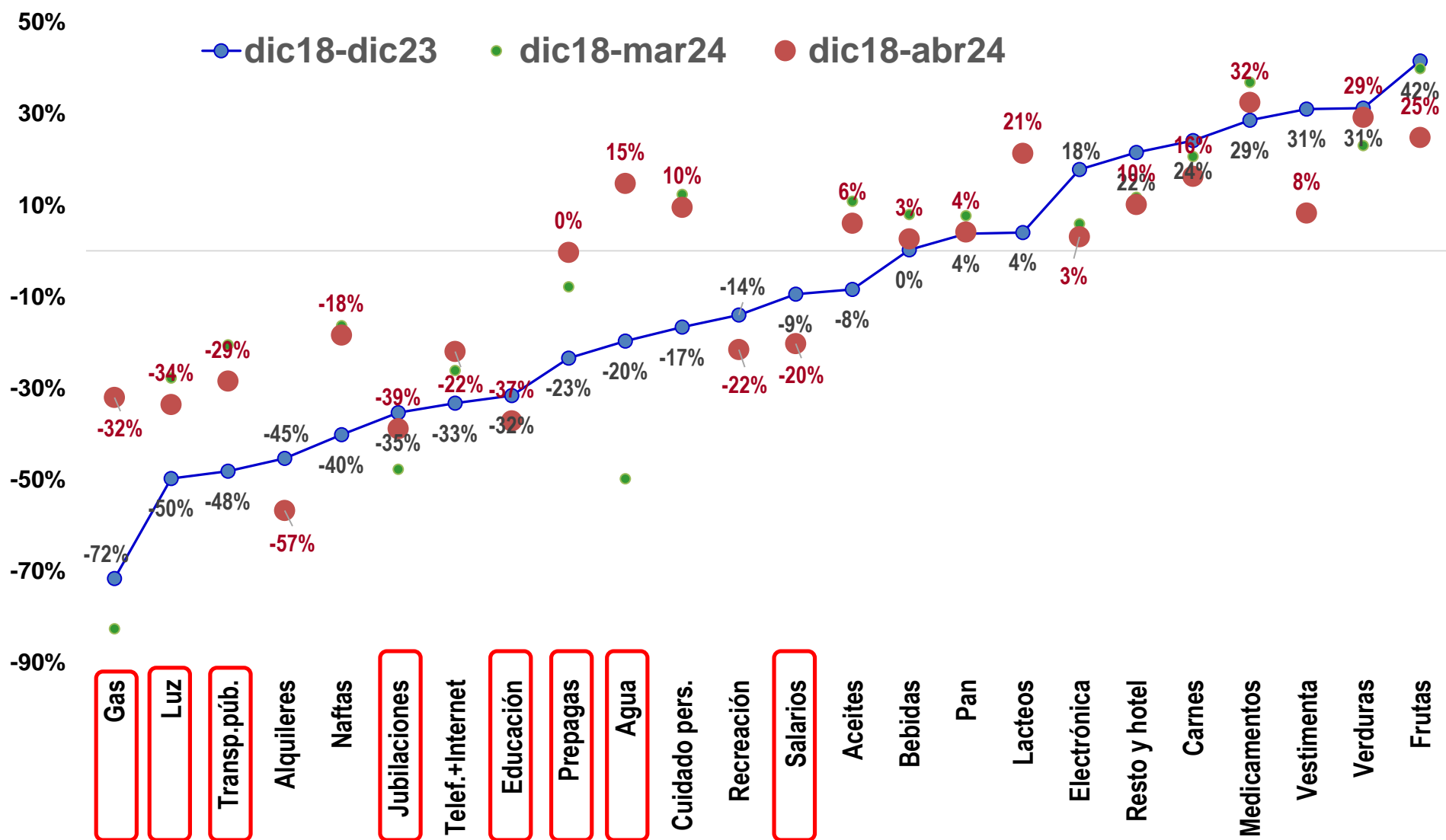
Fuerte caída de la inflación con ajuste de tarifas y crawl al 2%

IPC Nacional	abr-23	dic-23	ene-24	feb-24	mar-24	abr-24	Var%	
							a/a	3M an.
Inflación	8.4	25.5	20.6	13.2	11.0	8.8	289.4	250.3
Núcleo	8.4	28.3	20.2	12.3	9.4	6.3	292.2	190.9
Alimentos y Bebidas	10.1	29.7	20.4	11.9	10.5	6.0	293.0	195.8
Dólar oficial	6.3	79.3	29.1	2.0	2.0	2.0	302.3	26.9
Dólar CCL	8.8	6.5	24.1	-1.9	-9.5	-0.4	150.6	-39.0
Carne	3.2	40.1	10.7	9.1	9.0	4.4	279.5	137.3
Artefactos p/hogar	9.5	37.8	6.9	2.3	2.5	3.3	278.6	37.8
Autos	4.4	29.8	10.9	33.8	4.8	4.5	311.6	360.7
Muebles	9.4	30.6	16.8	7.1	1.8	3.3	284.6	61.5
Medicamentos	9.2	42.1	15.1	12.2	10.4	5.3	362.1	189.4
Expensas	5.2	15.8	5.1	20.0	5.8	14.2	181.0	342.3
Servicio doméstico	8.2	25.8	31.0	14.9	5.9	9.0	291.1	209.7
Prendas de vestir	12.3	18.5	11.1	6.7	12.2	10.2	205.4	203.2
Estacionales	12.6	16.2	16.2	8.7	11.1	9.9	213.5	211.2
Regulados	4.9	20.7	26.6	21.1	18.1	18.4	344.1	723.0

Fuente: Elaboración propia en base al INDEC y la Dirección General de Estadística y Censos de CABA.

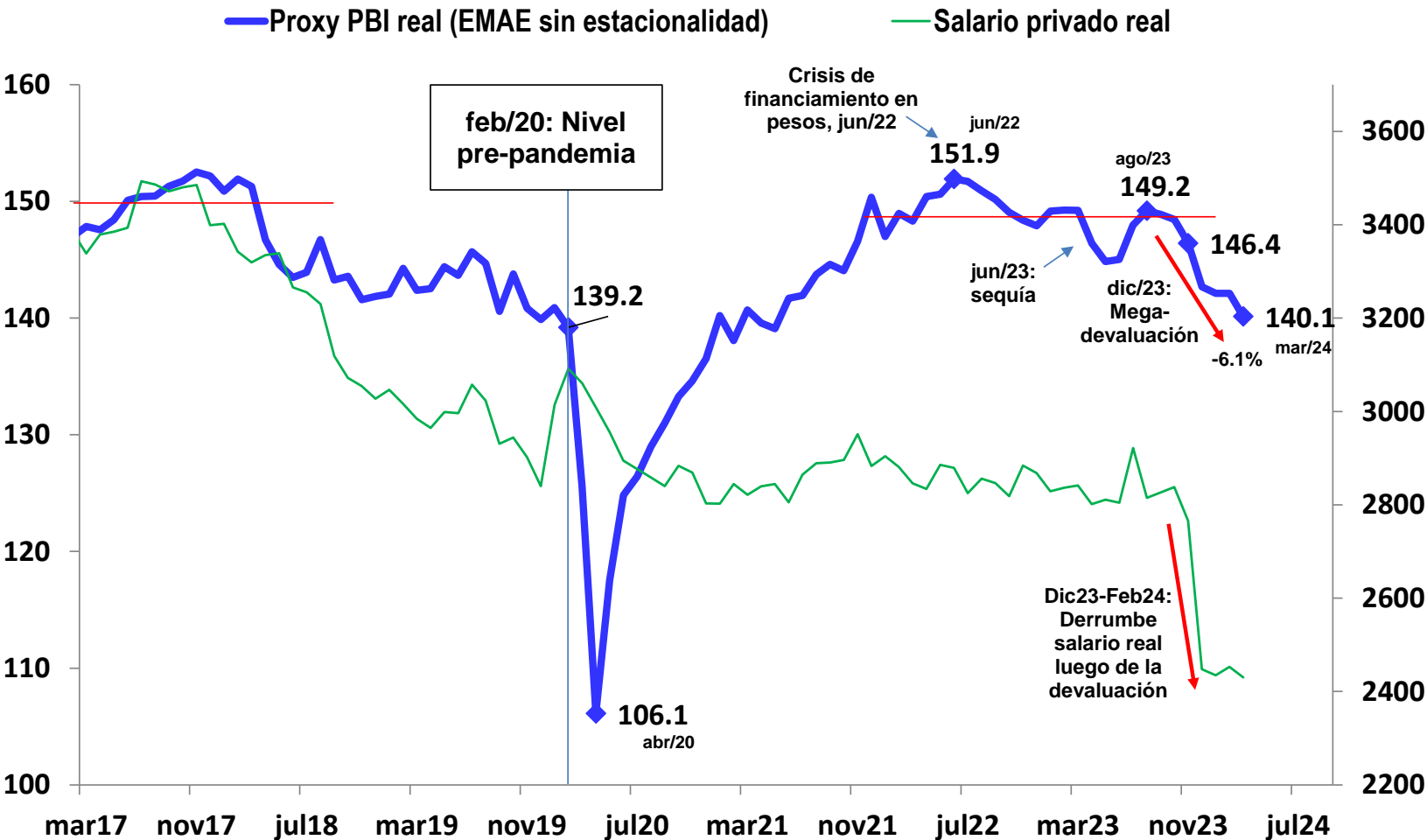
Con una importante corrección de precios relativos

Precios de Bienes y Salarios vs. Índice General de Precios



Pero 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

EMAE - INDEC Variación % a/a	Mar-24 vs.	
	mar-23	feb-18
EMAE (Proxy PBI)	-8.4	2.1
Agricultura, ganadería, caza y sil	14.1	91.6
Pesca	2.9	-29.6
Explotación de minas y canteras	5.9	36.1
Industria manufacturera	-19.6	-1.1
Electricidad, gas y agua	-7.5	5.4
Construcción	-29.9	-25.3
Comercio mayorista, minorista y repar	-16.7	-6.9
Hoteles y restaurantes	-1.5	-26.3
Transporte y comunicaciones	-1.4	-4.3
Intermediación financiera	-15.2	-18.8
Act.inmobiliaria, empresarial y otros	-3.1	7.7
Admin. pública y defensa; y otros	0.2	6.7
Enseñanza	0.9	9.1
Servicios sociales y de salud	1.0	12.9
Otras act. comunitarias y otros	-2.7	-13.0

Abril podría mostrar un repunte respecto de marzo pero ...

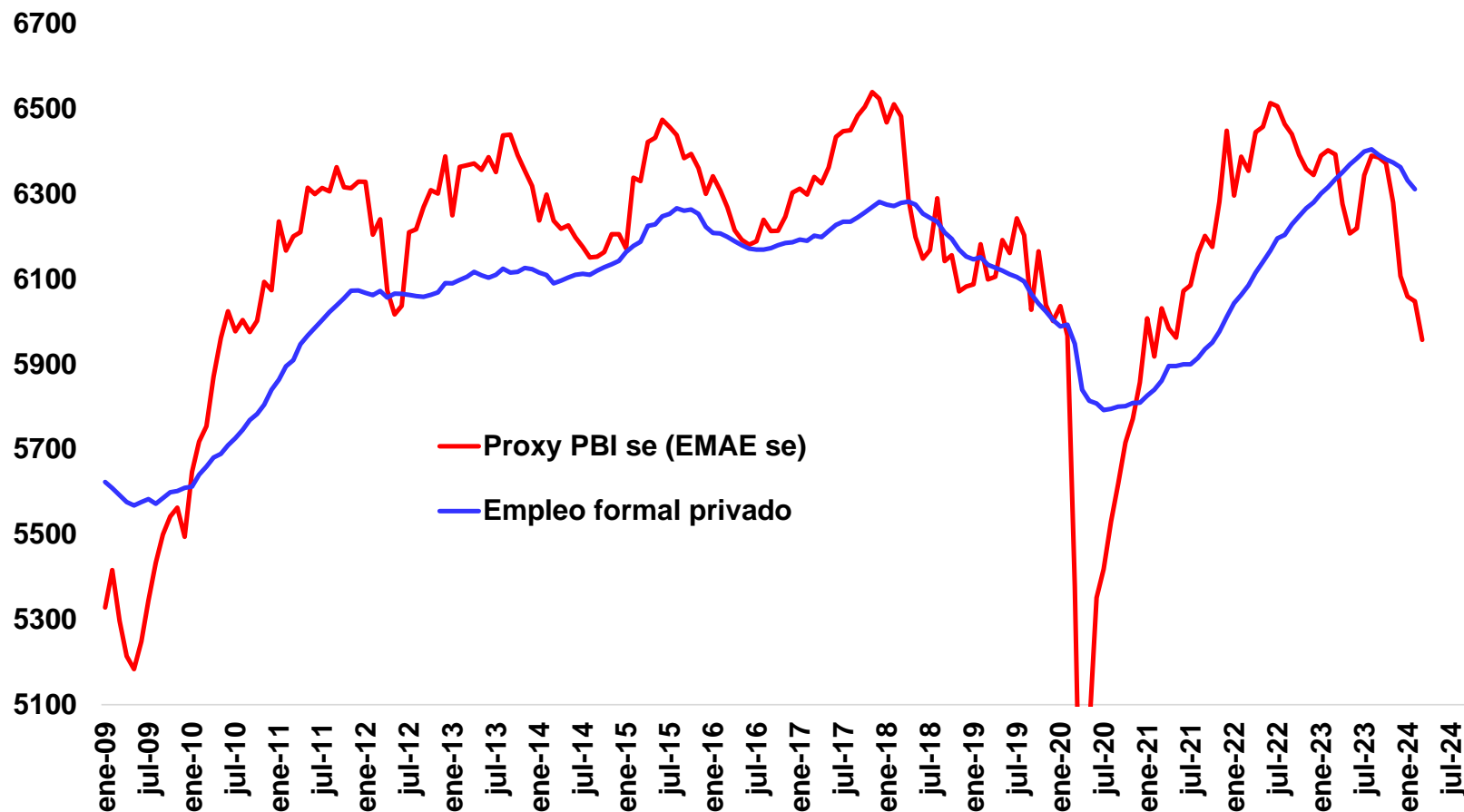
Var% mensual - Datos ajustados por estacionalidad

	EMAE (PBI)	Índice Prod. Industrial	IPI FIEL	Producción de autos	ISAC	Despacho de Cemento	índice Construya	Créditos privados	IVA DGI real	Impuestos Seg Social	Venta de Autos	Patentamiento Autos	Patentamiento Motos	Patentamiento Máquinas	Transporte de granos	Restaurant CABA	Demanda energía	% de Alzas
	INDEC	INDEC	FIEL	ADEFA	INDEC	AFCP	Construya	BCRA	AFIP	AFIP	ADEFA	DNRP	DNRP	DNRP	MECON	CABA	CAMMESA	
ene/23	0.7	-0.9	3.2	18.8	5.0	5.6	4.9	-1.7	0.9	-2.1	-3.0	13.4	11.4	38.2	-23.5	2.3	0.3	70%
feb/23	0.2	0.7	-0.3	-1.6	-0.7	1.7	8.0	-1.3	1.3	2.5	10.5	0.9	8.5	-7.4	-30.5	3.4	-0.9	55%
mar/23	-0.1	1.9	1.1	7.7	5.2	8.0	-4.6	-0.6	5.6	0.4	15.4	11.0	12.0	18.8	24.0	0.2	18.5	80%
abr/23	-1.8	2.5	-0.9	-9.2	2.1	-4.2	8.2	2.0	-3.8	-2.4	-8.0	-11.5	-10.1	-5.9	-8.6	-1.5	-23.0	30%
may/23	-1.1	-4.5	-0.9	-7.4	-2.8	2.7	1.1	1.4	0.6	2.2	6.4	8.8	11.7	1.3	44.2	2.3	-1.1	65%
jun/23	0.2	0.1	0.8	10.1	-2.3	-0.7	0.9	-0.6	9.5	-1.6	7.7	5.2	4.3	-24.6	-8.7	4.7	7.4	50%
jul/23	2.0	-1.5	-2.2	-1.6	0.1	-0.9	-2.0	0.1	-2.6	5.3	-25.3	-4.5	-0.9	21.6	-4.3	9.7	-0.9	25%
ago/23	0.8	0.3	1.4	2.3	-1.3	1.0	-1.1	-4.2	-6.1	-4.0	-7.2	-6.9	-0.7	13.1	38.7	-0.1	0.8	35%
sep/23	-0.2	0.1	-0.9	-1.7	-0.6	-6.6	-5.9	-6.1	5.2	-7.3	36.2	-19.9	-19.8	-23.1	-20.1	-4.0	-0.7	15%
oct/23	-0.4	-0.5	-3.2	-6.3	-0.8	-1.9	15.0	3.0	-9.5	-2.7	10.2	32.5	17.0	0.3	-22.9	2.4	-3.8	35%
nov/23	-1.3	-1.5	0.7	4.8	-2.5	-6.0	-13.7	-5.0	-0.5	1.8	-26.4	7.6	-2.7	3.4	12.7	2.3	5.8	40%
dic/23	-2.5	-8.0	-3.1	-11.9	-9.6	-11.2	-14.8	-15.4	-5.7	-12.8	-25.1	-27.7	-10.7	-24.3	-13.5	-6.8	-7.0	0%
ene/24	-0.4	-1.7	-0.1	-0.7	-10.3	-2.6	-18.1	-14.9	-8.2	-9.6	-6.5	-19.0	-21.9	-18.5	106.8	-8.8	6.9	10%
feb/24	0.0	-0.7	-3.3	-4.3	-3.6	-3.0	6.8	-0.3	7.3	8.6	69.1	22.8	17.1	3.9	-3.9	-6.3	11.1	44%
mar/24	-1.4	-6.3	1.4	-6.1	-14.2	-19.5	-11.2	-2.4	-4.0	2.3	-17.1	-12.5	-22.9	-12.4	3.0	-5.1	-6.3	17%
abr/24	0.2 ^e			1.5		8.1	6.4	-0.4	4.0	-0.3	-22.9	29.3	45.3	53.2	-11.0		-10.3	58%

La demanda de empleo comenzó a caer y no repuntaría en los próximos meses

Demanda de Empleo Formal y PBI real

Empleo en miles y Emae (base Empleo prom. ene09-feb24) - datos sin estacionalidad

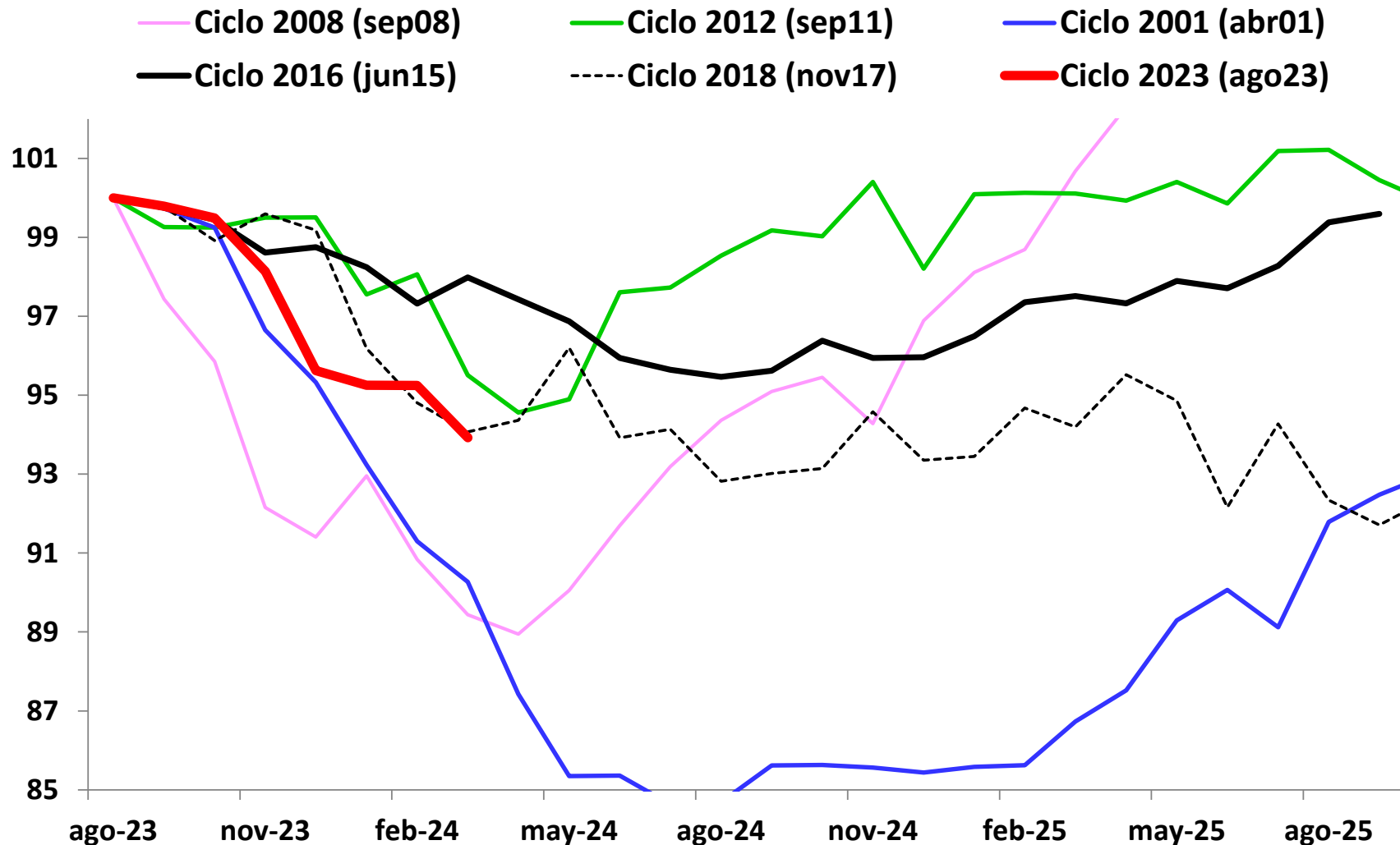


Demanda de empleo formal

var%	Feb-24 vs.		
	feb-23	ago-23	oct-23
Total	-0.1	-1.5	-1.1
Agro	1.1	0.7	2.2
Pesca	4.6	0.6	5.2
Minería	5.7	2.2	1.4
Industrias manufactureras	0.6	-0.7	-0.6
Electricidad, gas y agua	1.7	1.2	0.5
Construcción	-14.5	-15.6	-12.3
Comercio y reparaciones	2.7	0.1	-0.2
Hoteles y restaurantes	1.8	-2.2	-2.0
Transporte, al.y comun.	-0.3	-1.1	-0.9
Intermediacion financiera	-0.4	-0.2	-0.1
Act. Inmob y empresariales	-0.3	-1.1	-0.6
Enseñanza	0.8	-0.4	-0.3
Ss sociales y de salud	0.5	0.0	-0.2
Servicios personales	2.0	1.0	0.8

Recuperación “V”, “U” o “L”: Hacia delante, la historia muestra que las recuperaciones no son tan rápidas

Recesiones Comparadas: PBI total



Recesiones comparadas

De las 5 seleccionadas (las más relevantes recientes), sólo en una hubo recuperación en “V”. Fue la de 2008 gatillada por la crisis mundial.

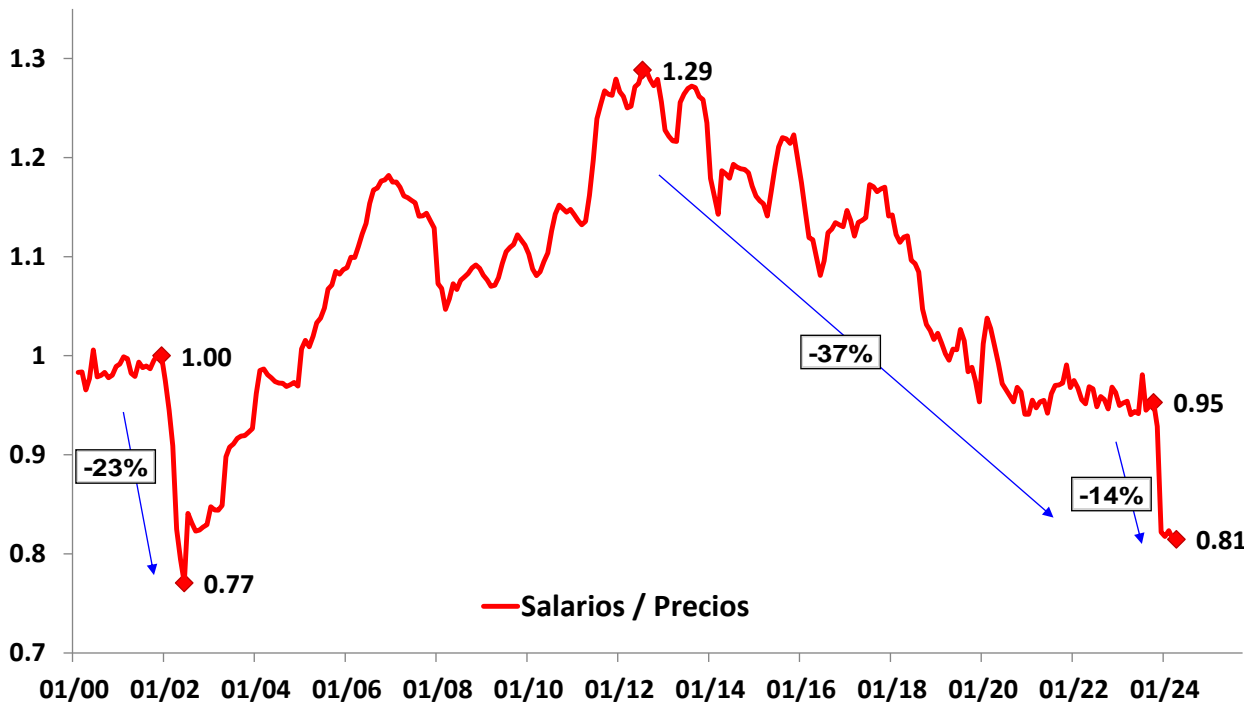
El piso más rápido de la recesión se verificó en el mes 8 (recesión 2008). En el ciclo actual sería el mes de junio 2024. El piso más demorado, excluyendo la recesión 2018, fue en el mes 12, que hoy sería agosto 2024.

La recuperación más rápida del nivel de actividad desde el inicio de la recesión se dio en la recesión de 2012 y tardó 15 meses (hoy sería noviembre 2024). En el resto la recuperación fue más prolongada. Debe tenerse en cuenta que la recesión de 2012 fue por ciclo político interno, lo cual no parece ser éste el caso hoy.

Con pocos motores de demanda para empujar el nivel de actividad económica

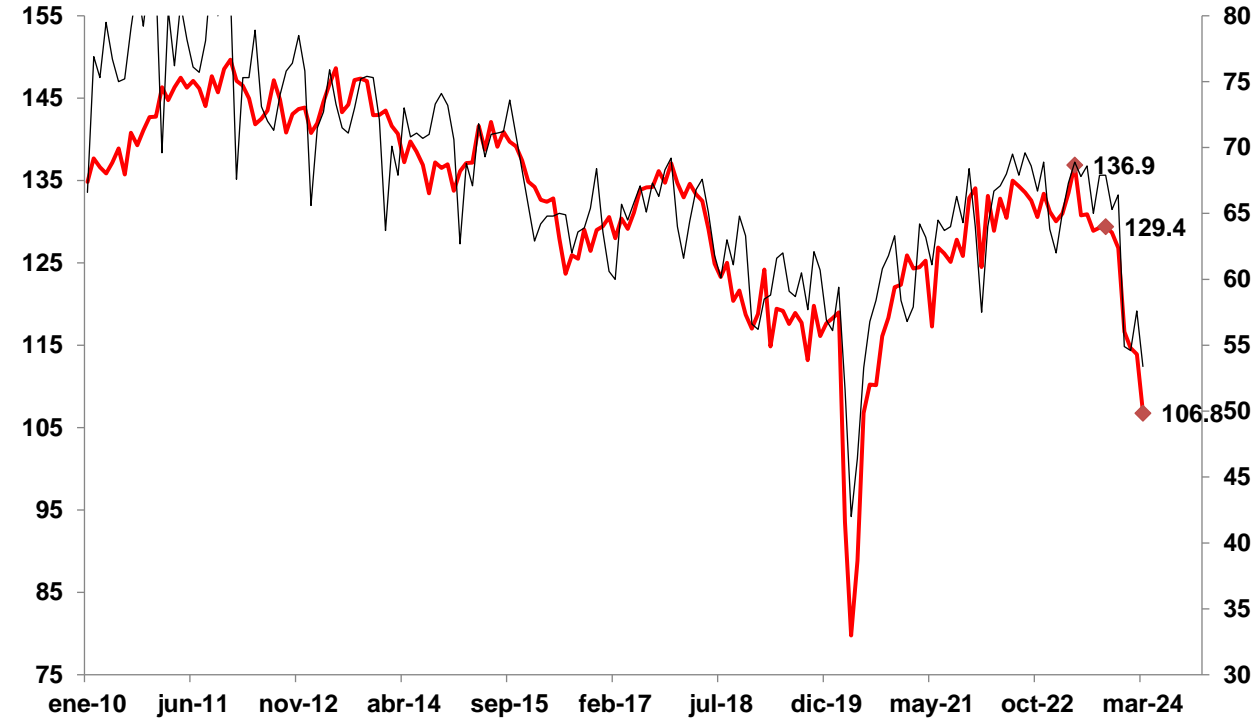
Salario privado real

Base 1=Dic/2001 (salario registrado formal / IPC)



Actividad Industrial: en niveles bajos de capacidad instalada

Datos desestacionalizados - IPIM INDEC



¿Cuáles serán los motores de la recuperación?

PBI real :

Var % a/a

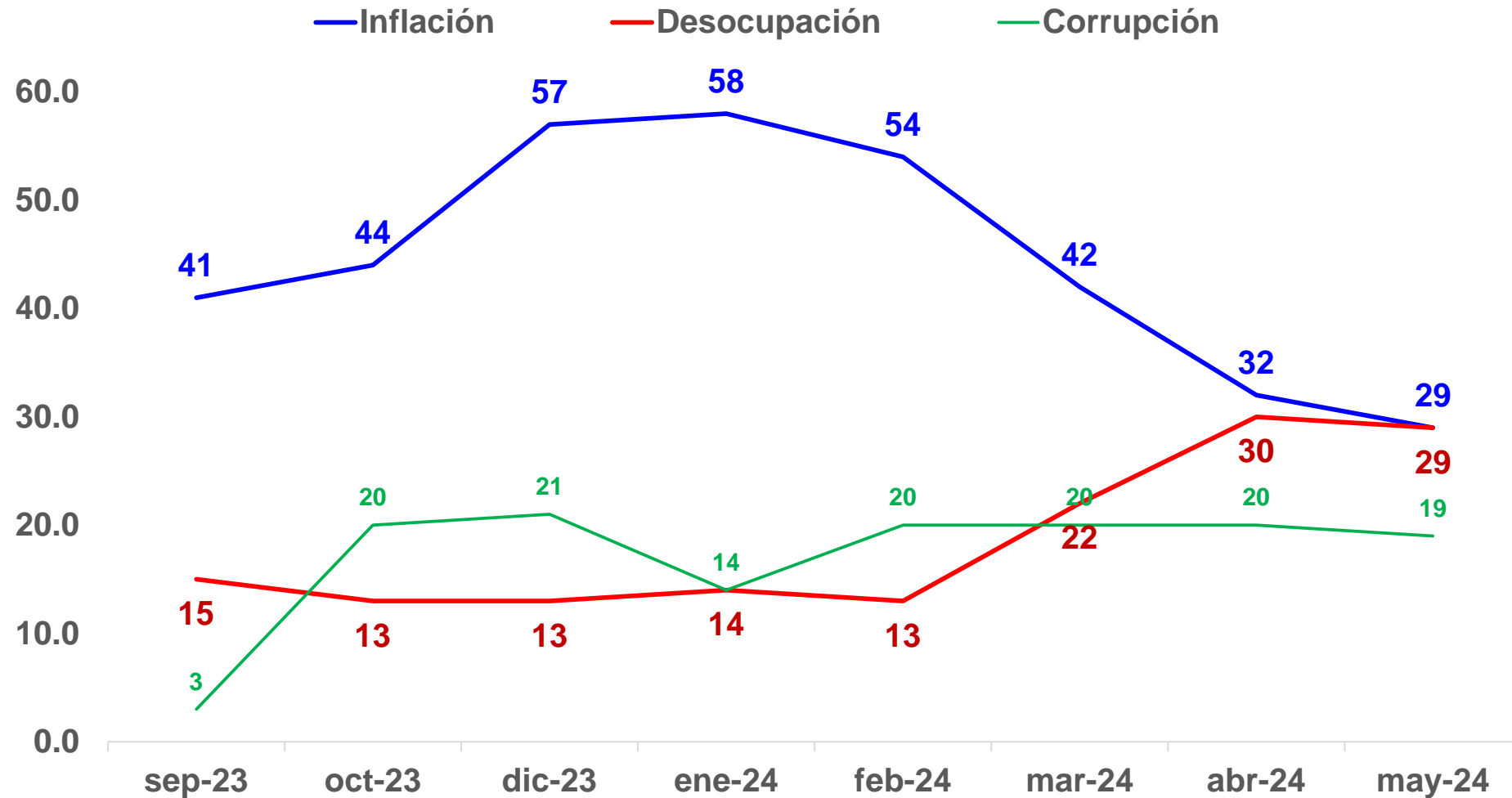
	dic-22	mar-23	jun-23	sep-23	dic-23	mar-24
PBI	1.5	1.4	-5.0	-0.8	-1.4	-5.2
Importaciones	0.6	5.1	3.1	2.1	-1.8	-14.2
DEMANDA/OFERTA GL	-10.3	8.8	-6.7	6.7	-13.9	-13.3
Demanda doméstica	3.5	3.7	0.5	0.6	-2.8	-8.6
Consumo total	4.4	4.6	1.1	0.5	-1.8	-7.2
Cons. privado	5.9	4.9	0.7	0.2	-1.5	-7.0
Cons. público	-2.3	2.8	3.3	2.1	-3.2	-7.9
Inversión	0.0	-0.3	-1.6	1.0	-6.8	-14.9
Exportaciones	8.4	-4.1	-11.2	-4.7	-6.3	7.3
Var.de Existencias *	-1.2	-1.2	-1.5	1.1	2.3	3.7

Actividad Económica

EMAЕ - INDEC Variación % a/a	Mar-24 vs.	
	mar-23	feb-18
EMAЕ (Proxy PBI)	-8.4	2.1
Agricultura, ganadería, caza y sil	14.1	91.6
Pesca	2.9	-29.6
Explotación de minas y canteras	5.9	36.1
Industria manufacturera	-19.6	-1.1
Electricidad, gas y agua	-7.5	5.4
Construcción	-29.9	-25.3
Comercio mayorista, minorista y repar	-16.7	-6.9
Hoteles y restaurantes	-1.5	-26.3
Transporte y comunicaciones	-1.4	-4.3
Intermediación financiera	-15.2	-18.8
Act.inmobiliaria, empresarial y otros	-3.1	7.7
Admin. pública y defensa; y otros	0.2	6.7
Enseñanza	0.9	9.1
Servicios sociales y de salud	1.0	12.9
Otras act. comunitarias y otros	-2.7	-13.0

Comienzan a cambiar las demandas de la población

Principales preocupaciones de la población
Sondeo Opina Argentina



- I. Claves del escenario local
- II. ¿Hay atraso cambiario?
- III. Desinflación y recuperación económica (cuándo y cómo)
- IV. ¿Qué implica el saneamiento del balance del BCRA y la sustitución de deuda del Central por deuda del Tesoro?**
- V. ¿Qué es y qué implica la competencia de monedas?
- VI. Conclusiones

¿Qué implica el saneamiento del balance del BCRA y la sustitución de deuda del BCRA por deuda del Tesoro?

El diagnóstico del Gobierno

Emisión monetaria por el pago de intereses de la deuda del BCRA

	dic-15	dic-17	dic-19	dic-22	nov-23
Intereses pagados en el mes en ...					
% de la Base Monetaria	0.1%	0.1%	2.8%	10.8%	27.3%
% de los Pasivos Remunerados en Pesos	0.05%	0.1%	4.6%	6.9%	9.9%
% de los Pasivos Remunerados Totales *	0.05%	0.1%	4.6%	6.9%	9.9%
% del PBI (anualizado)	0.06%	0.1%	2.5%	6.3%	10.9%
Otros Indicadores					
Base Monetaria / PBI	5.7%	10.0%	4.7%	9.4%	9.0%
Pasivos Remunerados en Pesos / PBI	5.7%	10.0%	4.7%	9.4%	9.0%
Pasivos Remunerados Totales * / PBI	5.7%	10.0%	4.7%	9.4%	9.0%
Tasa de interés de Política Monetaria (TNA)	33.0%	28.8%	55.0%	75.0%	133.0%

¿Qué implica el saneamiento del balance del BCRA y la sustitución de deuda del BCRA por deuda del Tesoro?

El diagnóstico del Gobierno

en \$ MM	Base Monetaria		Factores de var de la Oferta de Base Monetaria											
			Compra de u\$s		Tesoro		Pasivos Remunerados			Otros factores				
	Punta	Var \$ M	Sector privado	Tesoro	Adelantos y Utilidades	Otros	Total	Pases + LELIQs	Intereses (-)	Total	Bopreal	LEDIV	Cpra de bonos y puts	Vta bonos u\$s en CCL
1	2=3+..+6+9+12	3	4	5	6=7+8	9=10-11	10	11	12=13+14+15+	13	14	15	16	
31/12/22	5,204	696	489	200	0	-286	51	-512	563	242	0	-8	250	0
31/01/23	5,317	113	-32	-175	0	-45	208	-493	701	157	0	18	140	0
28/02/23	5,220	-97	-170	-50	0	192	-94	-685	591	25	0	17	8	0
31/03/23	5,369	150	-392	-67	130	87	169	-638	807	223	0	13	210	0
30/04/23	5,367	-3	144	0	100	-102	-476	-1,172	696	331	0	-271	650	-48
31/05/23	5,576	210	413	-172	440	-292	-25	-964	939	-155	0	-132	336	-359
30/06/23	5,886	309	-207	-751	688	464	-218	-1,358	1,140	333	0	-28	498	-136
31/07/23	6,393	507	-41	-312	590	-113	-28	-1,181	1,154	410	0	-78	588	-100
31/08/23	6,622	229	514	-78	-250	-187	-678	-2,292	1,613	908	0	192	1,303	-588
30/09/23	6,828	206	183	0	0	-368	-107	-1,757	1,651	498	0	-42	1,033	-493
31/10/23	7,237	409	-90	0	0	-505	1,221	-980	2,201	-217	0	-193	-23	-1,169
30/11/23	8,974	1,736	126	-261	0	-418	2,084	-361	2,445	204	0	-858	1,062	0
2023	4,724	4,724	164	-1,881	1,698	-670	2,443	-12,573	15,017	2,970	0	-1,328	6,022	-2,894

¿Qué implica el saneamiento del balance del BCRA y la sustitución de deuda del BCRA por deuda del Tesoro?

Balance del BCRA

en u\$s M		al: 15-may-24	
Reservas	28,271	Base Monetaria	17,995
Letras intransferibles	17,083	Depósitos en MX	8,632
Títulos en pesos	48,391	Títulos del BCRA	47,448
Títulos en dólares	9,217	Swap China	19,000
Adelantos del Tesoro	2,377		

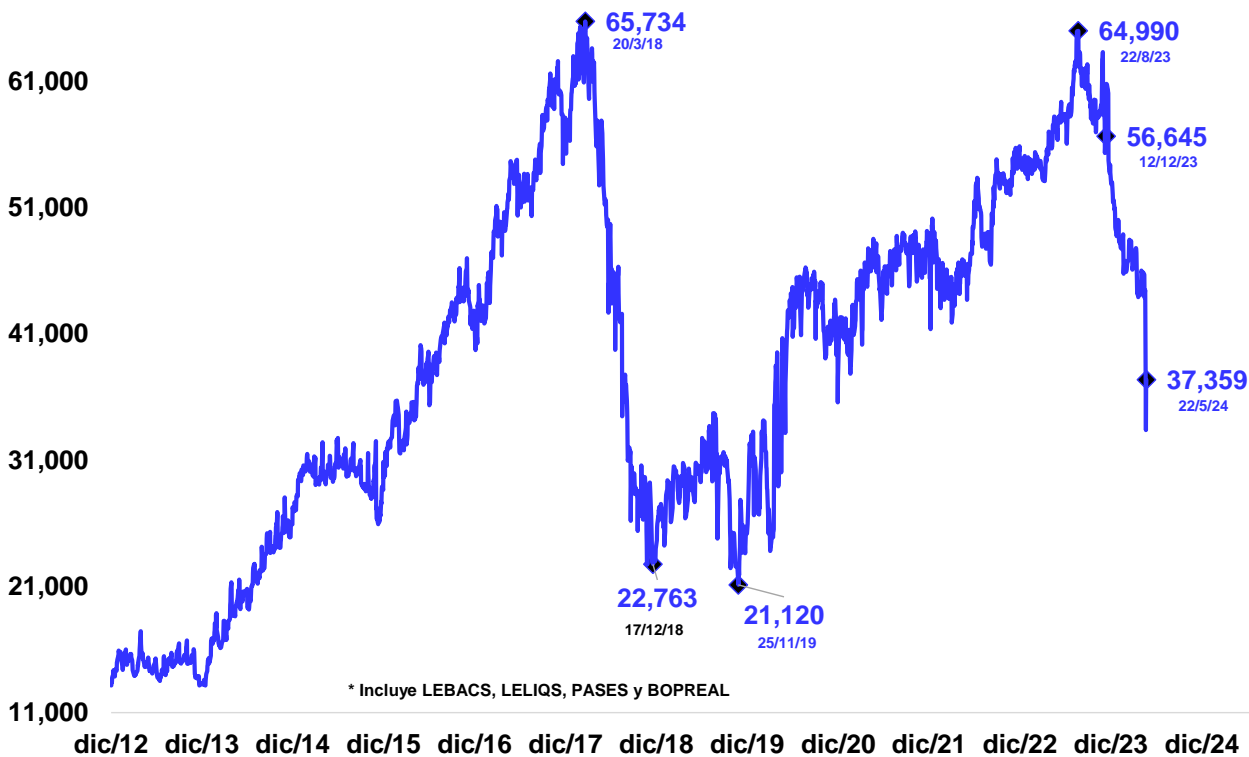
Tesoro Nacional

Depósitos BCRA	Bonos
Depósitos BNA	Letras

El Gobierno logró una fuerte caída de los Pasivos Remunerados y del déficit cuasifiscal del BCRA

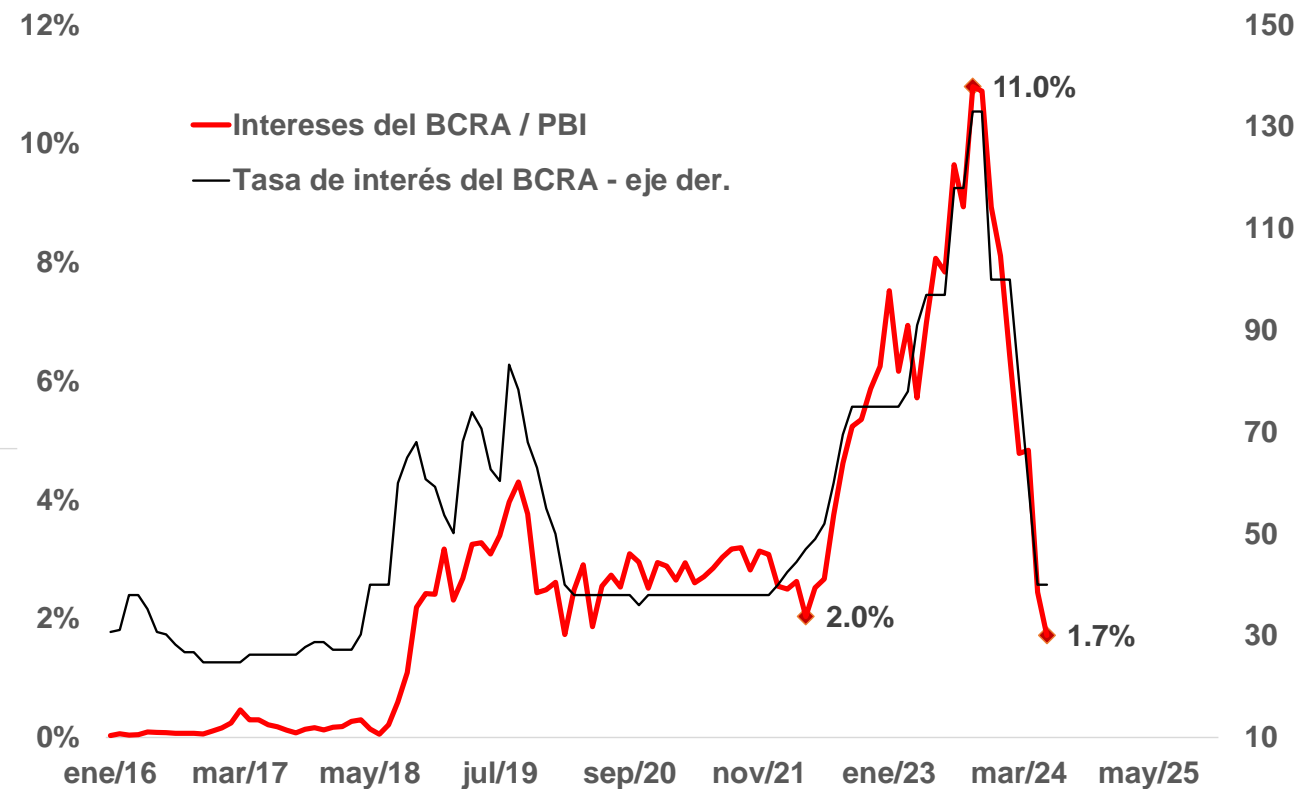
Stock de Pasivos Remunerados* del BCRA con Bopreal

Datos en términos reales - base último dato



Déficit cuasifiscal del BCRA

En % del PBI - datos mensuales



Pero la caída de los Pasivos Remunerados del BCRA se hizo sustituyéndola con deuda del Tesoro

Deuda Local Consolidada del Tesoro + BCRA en manos privadas

Datos "punta", reales a precios de 31/3/24	BCRA + TESORO NACIONAL			SECTOR PRIVADO		
	Deuda local del Tesoro en manos privadas	Pasivos remunerados totales del BCRA *	Deuda Consolidada en manos privadas Tesoro + BCRA	Deuda local del Tesoro en manos privadas	M3 Privado	Activos domésticos privados
	VIII	IX	X			
31/12/22	23,369	30,245	53,614	23,369	58,116	81,486
31/03/23	23,177	30,298	53,475	23,177	55,450	78,627
30/06/23	22,413	32,661	55,074	22,413	54,094	76,506
30/09/23	18,479	28,169	46,648	18,479	42,495	60,974
31/12/23	28,444	30,322	58,766	28,444	47,694	76,138
31/03/24	38,298	37,015	75,312	38,298	49,823	88,121
30/04/24	43,117	38,507	81,624	43,117	53,212	96,329

Licucación inicial (31/12/23-30/09/23):	9,965 54%	2,153 8%	12,118 26%	9,965 54%	5,199 12%	15,164 25%
Política de sustitución de deuda remunerada del BCRA por deuda del Tesoro (31/03/24-31/12/23):	14,673 52%	8,185 27%	22,858 39%	14,673 52%	5,518 12%	20,192 27%
TOTAL PERÍODO Milei	24,638 133%	10,338 37%	34,976 75%	24,638 133%	10,718 25%	35,355 58%

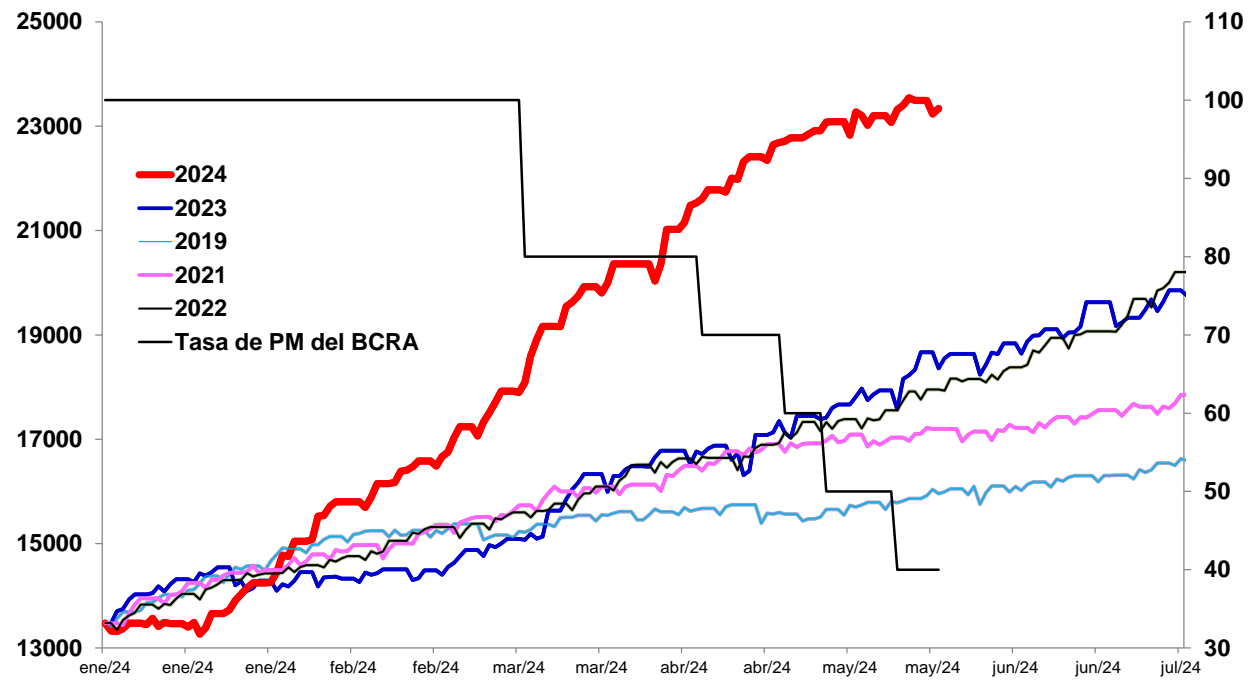
* Incluye Leliqs, Pases pasivos, Ledivs, Bopreal y otros menores.

El BCRA aceleró la baja de la tasa de interés, desalentó la demanda de depósitos a plazo y aumentó la de dólares

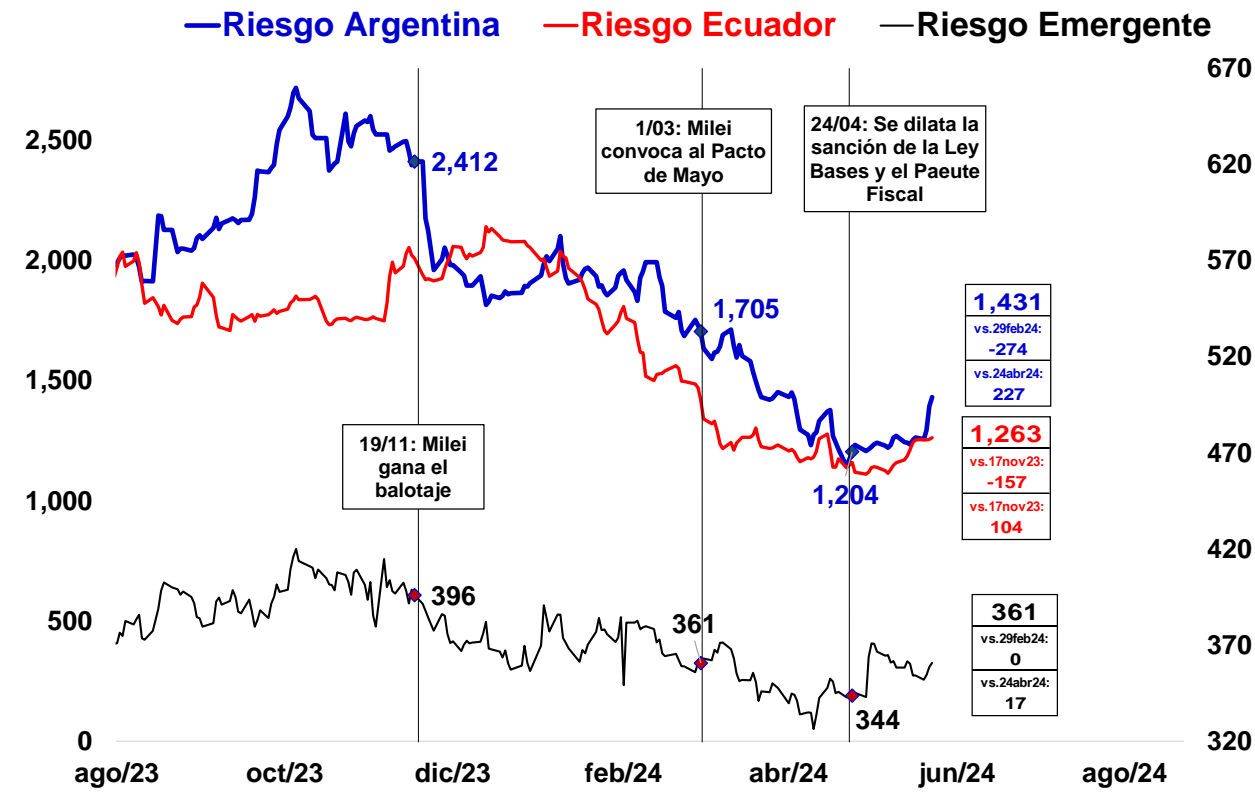


Tasas de interés y depósitos privados a plazo fijo

Depósitos a Plazo Fijo privados en pesos
 Datos diarios - Base valor del día 1/1/2024 - en \$ M



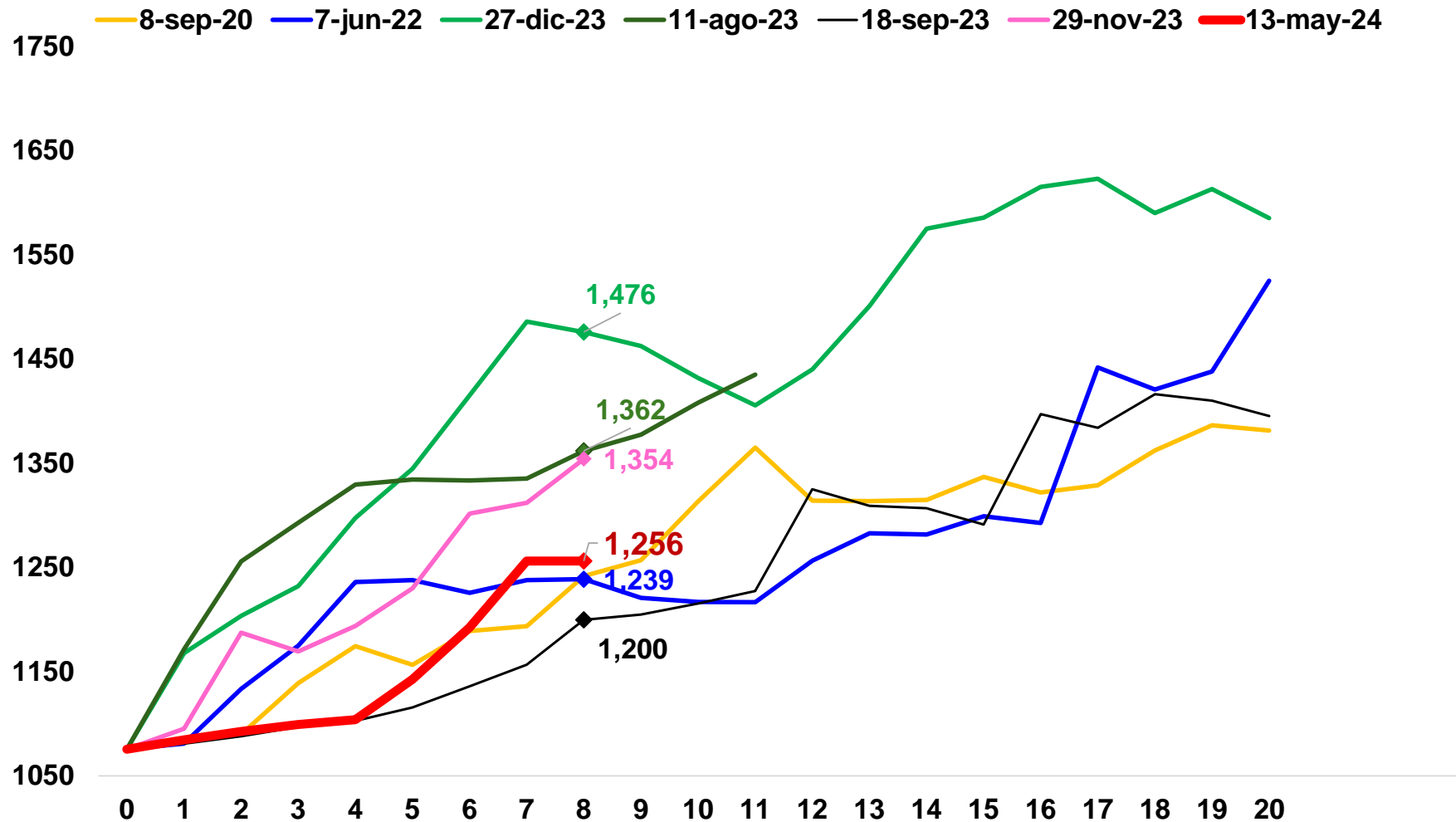
Se demora el tratamiento de la Ley Bases



Esta “mini-corrída” cambiaría no es muy diferente a otras recientes y está lejos de ser la más virulenta (por ahora)

Crisis cambiarias recientes comparadas

Base inicio de cada crisis

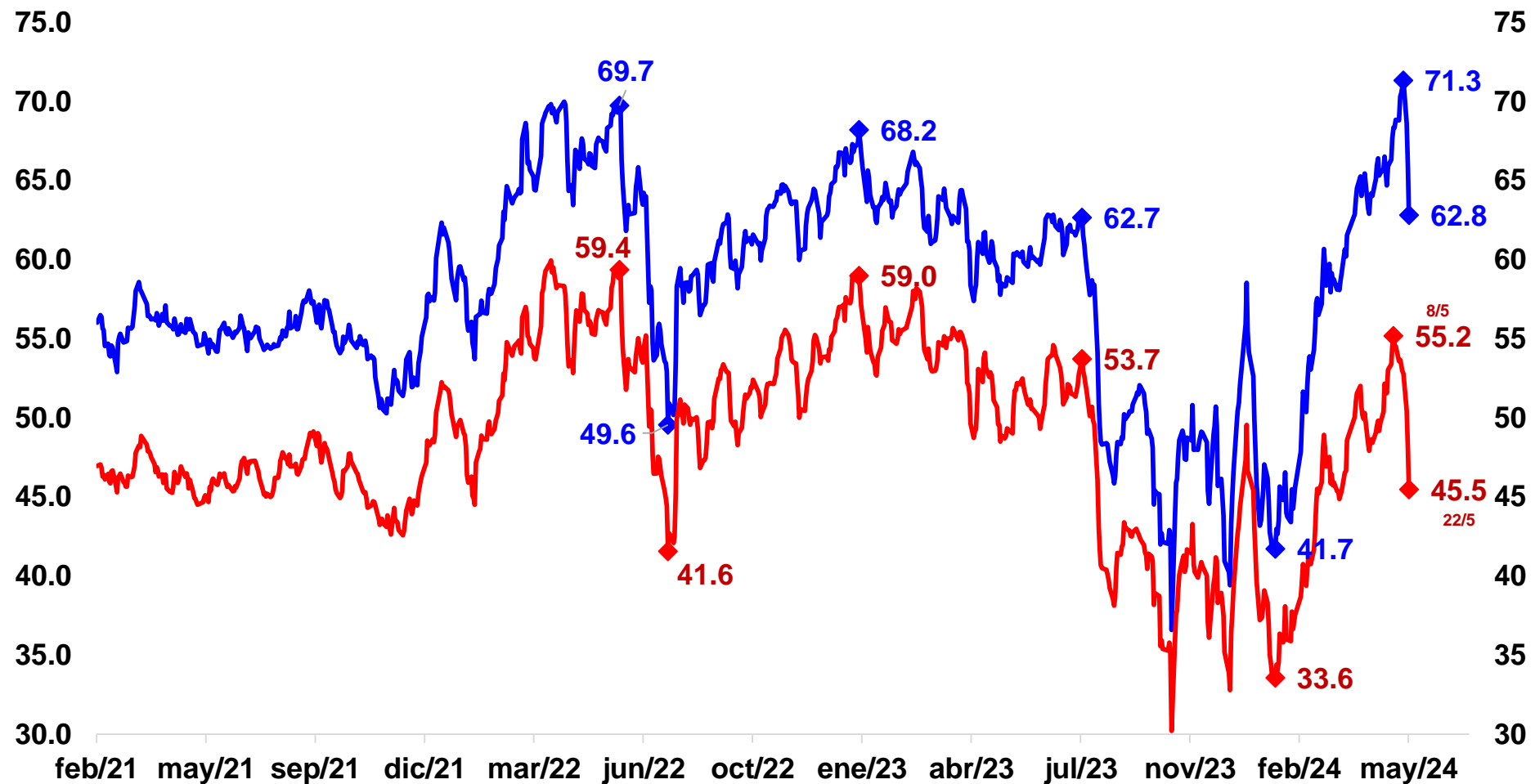


El M3 total en pesos y el M3 privado en pesos reflejaron un cambio reciente de portafolios

M3 en pesos / CCL

— M3 Total \$ / CCL

— M3 privado Total \$ / CCL

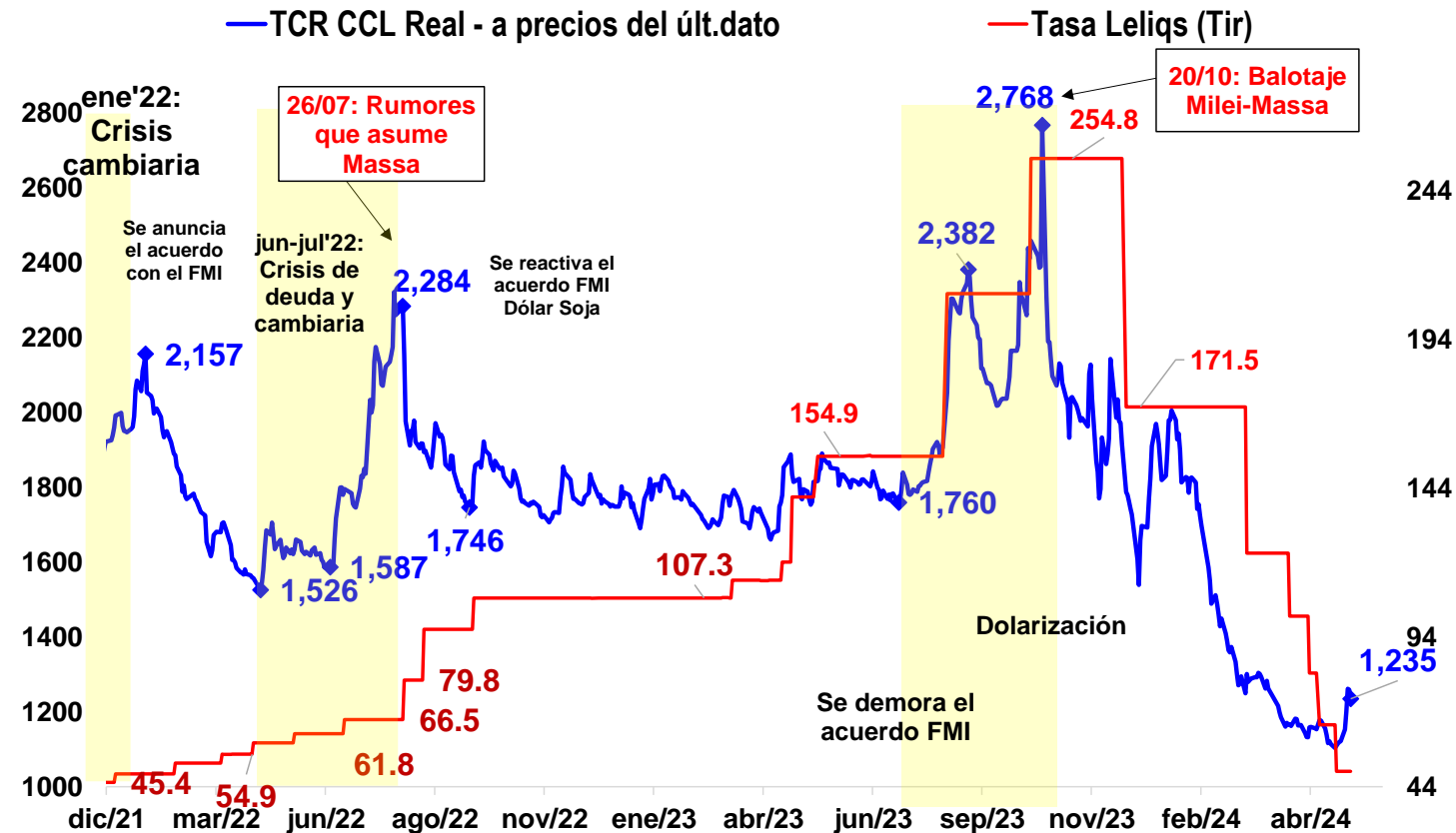


La política de tasas pudo haber encontrado un límite

Dinámica Financiera: ¿donde estamos?

	Ley Bases				
				Baja de tasas	Var%
	17-nov	13-may	24-may	24-may	24-may
	Pre balotage	día previo	últ. Dato	13-may	17-nov
Dólar Blue	950.0	1,045.0	1,220.0	16.7%	28.4%
Dólar CCL Acciones	876.3	1,075.7	1,234.8	14.8%	40.9%
Brecha Blue	168%	18%	37%	19%	-131%
Brecha MEP GD30	146%	18%	35%	18%	-111%
Merval u\$s	732.8	1,287.6	1,231.8	-4.3%	68.1%
Precio AL30D	26.6	57.4	54.44	-5.1%	104.7%
Precio GD30D	31.4	59.6	56.02	-6.0%	78.4%
Precio AE38D	28.0	50.1	46.75	-6.7%	66.8%
Precio AL35D	25.2	47.5	44.16	-7.0%	75.2%
Precio TX26	598.5	1,680.5	1770.0	5.3%	195.7%
Dow Jones	34,947	39,432	39,070	-0.9%	11.8%
S&P500	4,514	5,221	5,305	1.6%	17.5%
Bovespa u\$s	25,721	25,014	24,169	-3.4%	-6.0%
Tasa USA 10 años	4.44	4.48	4.47	-1	3
Tasa FFunds jun24	5.06	5.32	5.33	1	27

Relación Tasa - Dólar REAL



- I. Claves del escenario local
- II. ¿Hay atraso cambiario?
- III. Desinflación y recuperación económica (cuándo y cómo)
- IV. ¿Qué implica el saneamiento del balance del BCRA y la sustitución de deuda del Central por deuda del Tesoro?
- V. ¿Qué es y qué implica la competencia de monedas?**
- VI. Conclusiones

¿Qué es y qué implica la competencia de monedas?

Balance del BCRA

en u\$s M		al: 15-may-24	
Reservas	28,271	Base Monetaria	17,995
Letras intransferibles	17,083	Depósitos en MX	8,632
Títulos en pesos	48,391	Títulos del BCRA	47,448
Títulos en dólares	9,217	Swap China	19,000
Adelantos del Tesoro	2,377		

Dinero, 3 funciones, unidad de cuenta, medio de pago y ahorro

¿Qué es y qué implica la competencia de monedas?

El diagnóstico del Gobierno

en \$ MM	Base Monetaria		Factores de var de la Oferta de Base Monetaria											
			Compra de u\$s		Tesoro		Pasivos Remunerados			Otros factores				
	Punta	Var \$ M	Sector privado	Tesoro	Adelantos y Utilidades	Otros	Total	Pases + LELIQs	Intereses (-)	Total	Bopreal	LEDIV	Cpra de bonos y puts	Vta bonos u\$s en CCL
1	2=3+..+6+9+12	3	4	5	6=7+8	9=10-11	10	11	12=13+14+15+	13	14	15	16	
31/12/22	5,204	696	489	200	0	-286	51	-512	563	242	0	-8	250	0
31/01/23	5,317	113	-32	-175	0	-45	208	-493	701	157	0	18	140	0
28/02/23	5,220	-97	-170	-50	0	192	-94	-685	591	25	0	17	8	0
31/03/23	5,369	150	-392	-67	130	87	169	-638	807	223	0	13	210	0
30/04/23	5,367	-3	144	0	100	-102	-476	-1,172	696	331	0	-271	650	-48
31/05/23	5,576	210	413	-172	440	-292	-25	-964	939	-155	0	-132	336	-359
30/06/23	5,886	309	-207	-751	688	464	-218	-1,358	1,140	333	0	-28	498	-136
31/07/23	6,393	507	-41	-312	590	-113	-28	-1,181	1,154	410	0	-78	588	-100
31/08/23	6,622	229	514	-78	-250	-187	-678	-2,292	1,613	908	0	192	1,303	-588
30/09/23	6,828	206	183	0	0	-368	-107	-1,757	1,651	498	0	-42	1,033	-493
31/10/23	7,237	409	-90	0	0	-505	1,221	-980	2,201	-217	0	-193	-23	-1,169
30/11/23	8,974	1,736	126	-261	0	-418	2,084	-361	2,445	204	0	-858	1,062	0
2023	4,724	4,724	164	-1,881	1,698	-670	2,443	-12,573	15,017	2,970	0	-1,328	6,022	-2,894

- I. Claves del escenario local
- II. ¿Hay atraso cambiario?
- III. Desinflación y recuperación económica (cuándo y cómo)
- IV. ¿Qué implica el saneamiento del balance del BCRA y la sustitución de deuda del Central por deuda del Tesoro?
- V. ¿Qué es y qué implica la competencia de monedas?
- VI. Conclusiones**

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

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

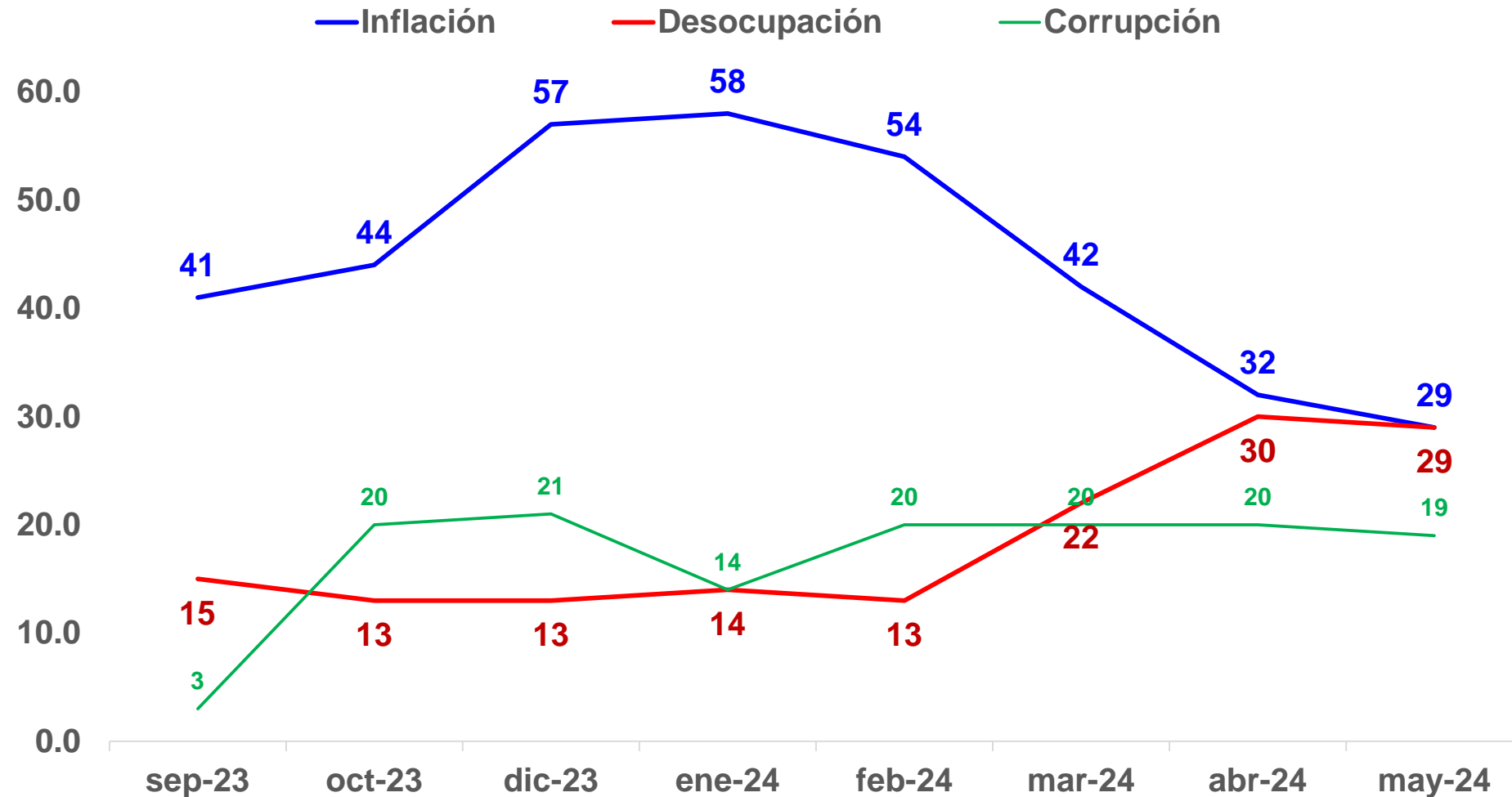
Potencial impacto de la Política Cambiaria, Fiscal, Monetaria y de Ingresos impulsadas por el Gobierno

	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%	

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

Principales preocupaciones de la población

Sondeo Opina Argentina



I. Claves del Escenario Económico

II. Mundo: Prima la cautela

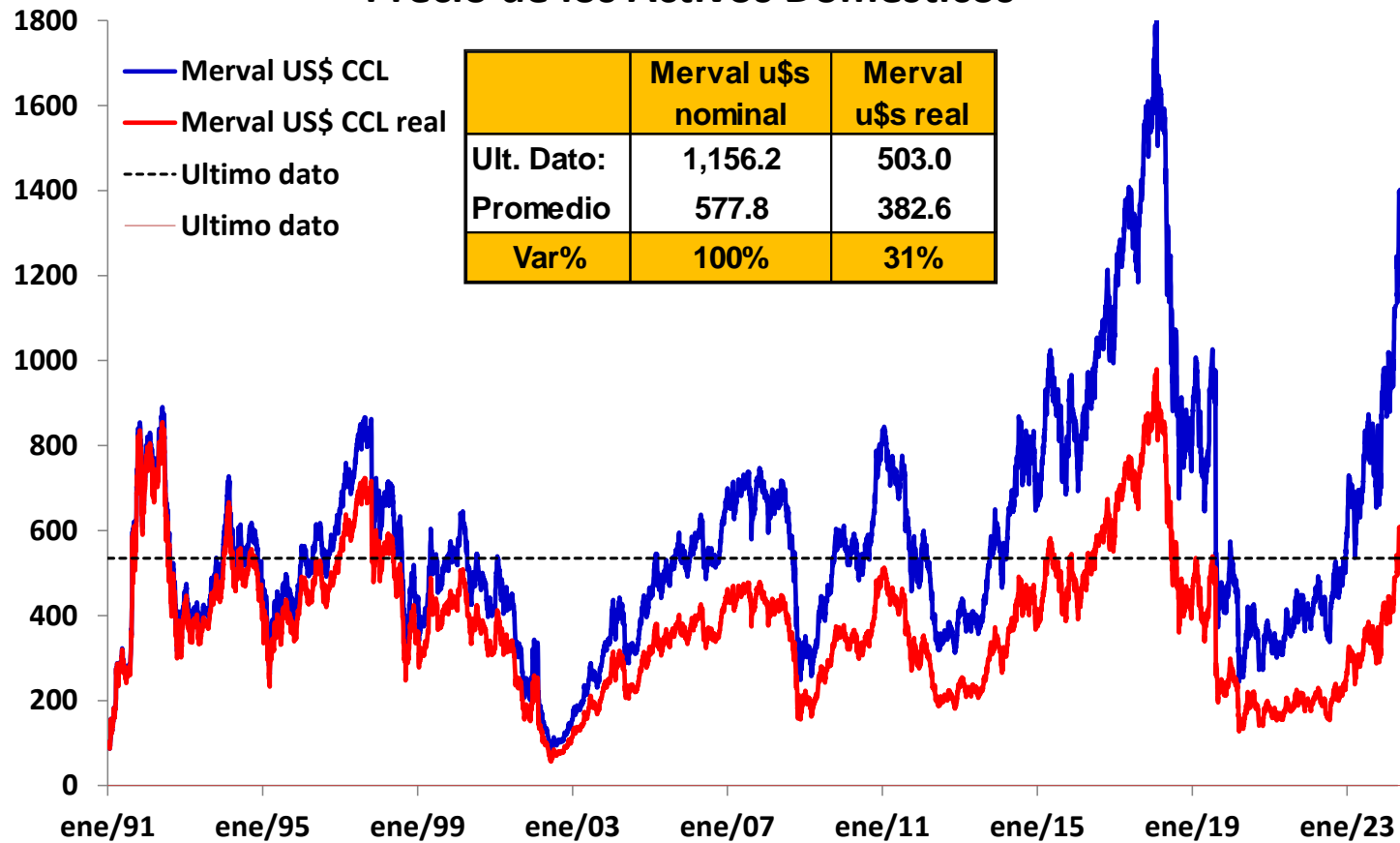
III. Argentina: Recesión con desinflación (aún alta)

- 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**

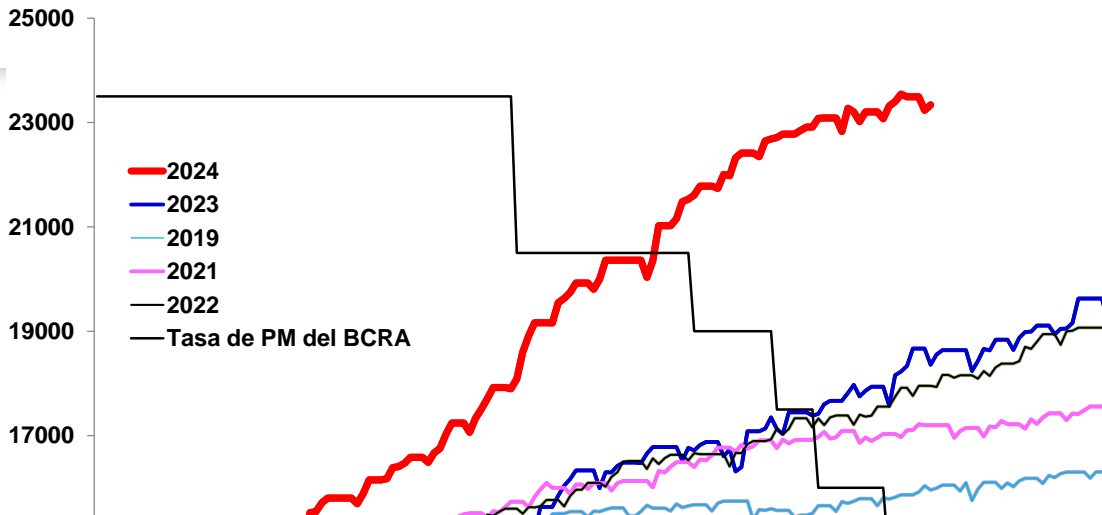


Dinámica Financiera: ¿donde estamos?

	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%

Depósitos a Plazo Fijo privados en pesos

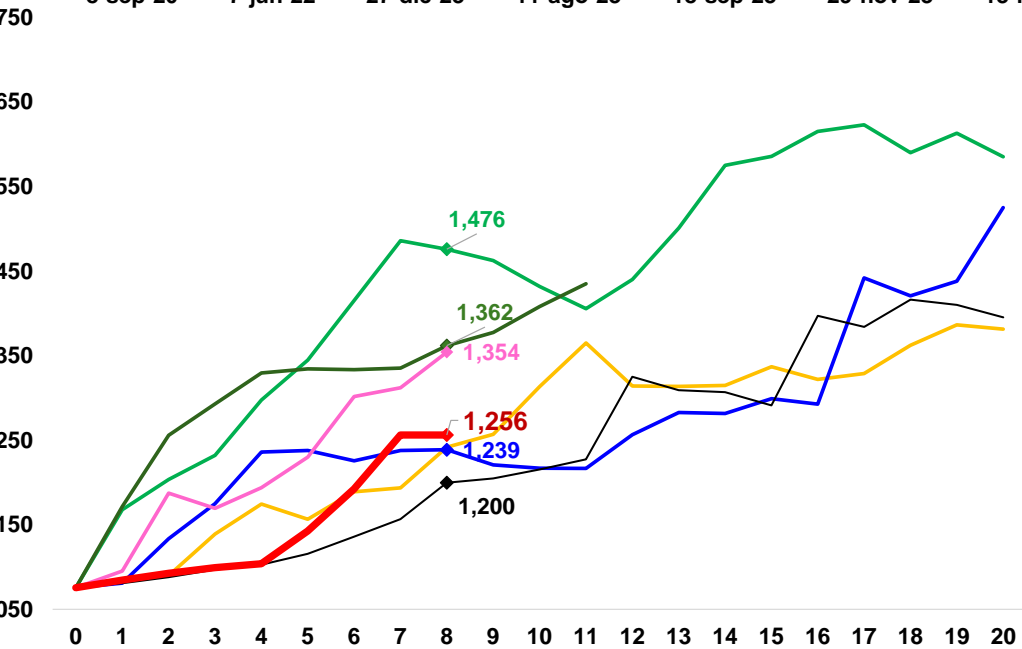
Datos diarios - Base valor del día 1/1/2024 - en \$ M



Crisis cambiarias recientes comparadas

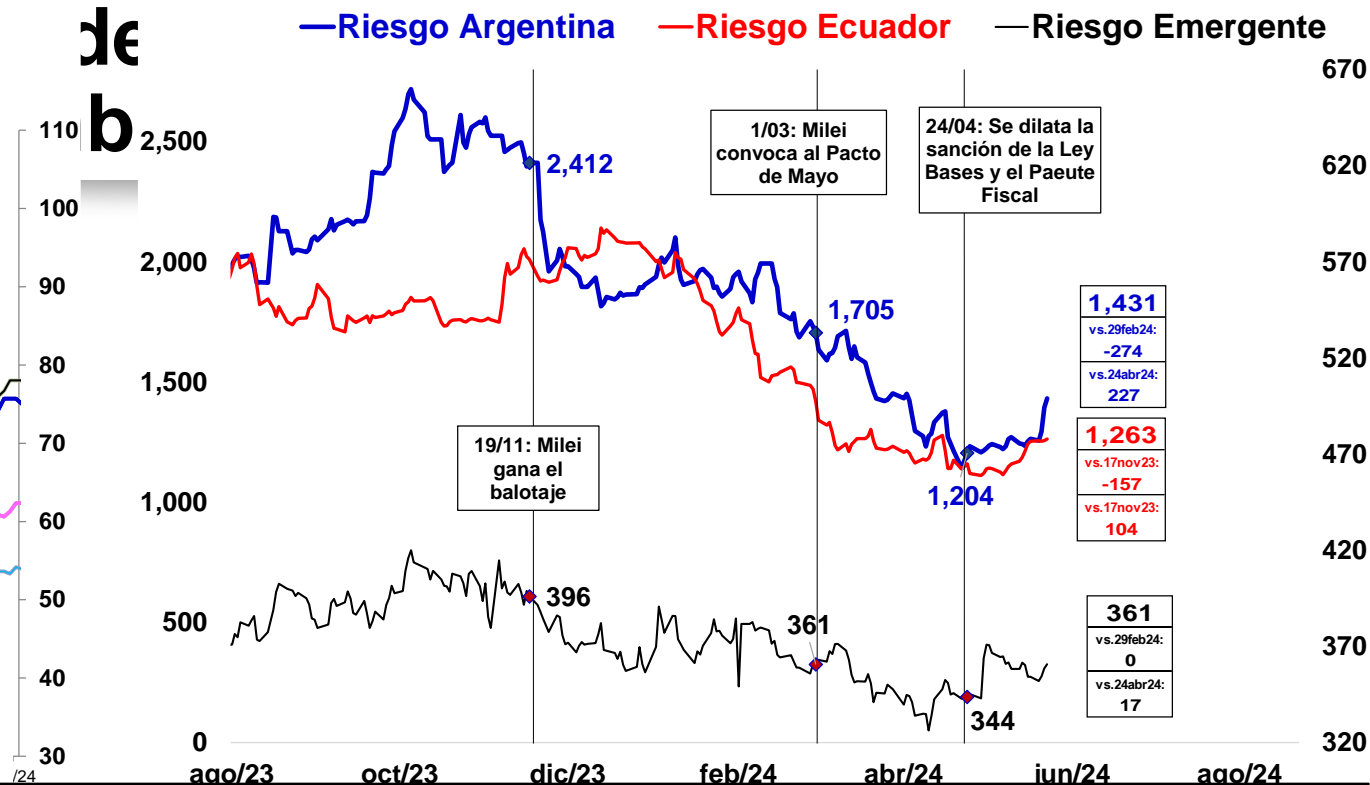
Base inicio de cada crisis

8-sep-20 7-jun-22 27-dic-23 11-ago-23 18-sep-23 29-nov-23 13-may-24



de

b



Fecha inicio:	8-sep-20	7-jun-22	11-ago-23	18-sep-23	29-nov-23	27-dic-23	13-may-24
	Guzmán	Renuncia de Guzmán/ asume Massa	Temor x deva x demora ac FMI	Incert. electoral y dolarización	Transición entre AF y JM	Intento de flex cambiaria	Hoy
Inicio	1,076	1,076	1,076	1,076	1,076	1,076	1,076
Valor a hoy Var%	1,242 15%	1,239 15%	1,239 15%	1,476 37%	1,200 12%	1,354 26%	1,256 17%
Máximo Corrección cambiaria (TEM)	1,663 55%	1,713 59%	1,713 59%	1,623 51%	1,627 51%	1,354 26%	1,256 17%
	33%	37%	37%	62%	46%	72%	44% 47

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

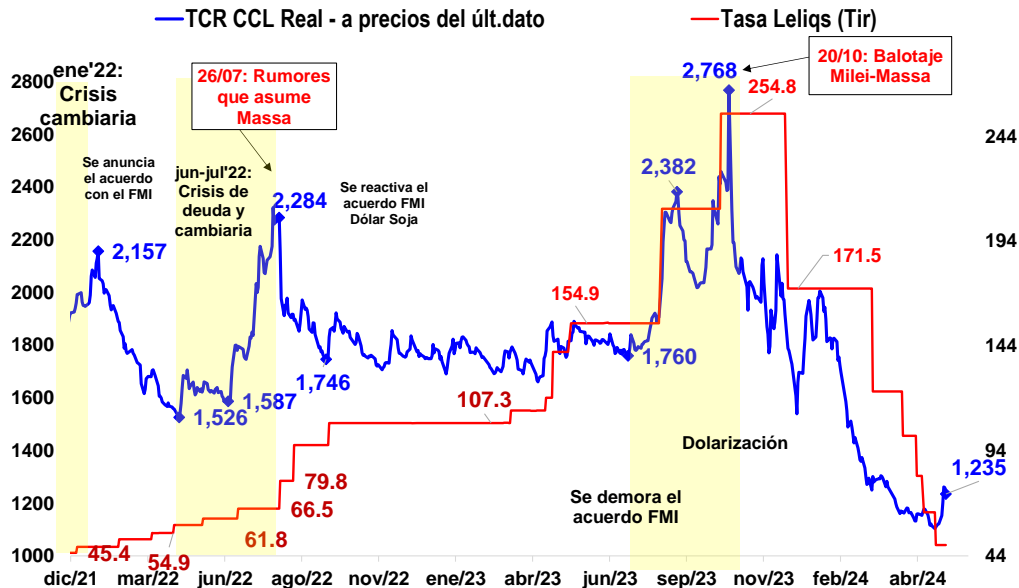
Emisión monetaria por el pago de intereses de la deuda del BCRA

	dic-15	dic-17	dic-19	dic-22	nov-23	dic-23	mar-24	may-24	may-24 *
Intereses pagados en el mes en ...									
% de la Base Monetaria	0.1%	0.1%	2.8%	10.8%	27.3%	24.9%	15.9%	7.9%	6.0%
% de los Pasivos Remunerados en Pesos	0.05%	0.1%	4.6%	6.9%	9.0%	9.0%	6.9%	3.3%	3.3%
% de los Pasivos Remunerados Totales *	0.05%	0.1%	4.6%	6.9%	9.0%	9.0%	5.6%	2.4%	2.4%
% del PBI (anualizado)	0.06%	0.1%	2.5%	6.3%	10.9%	8.9%	4.7%	2.5%	1.8%
Otros Indicadores									
Base Monetaria / PBI	5.7%	10.0%	4.7%	9.4%	9.8%	8.9%	7.7%	6.4%	6.0%
Pasivos Remunerados en Pesos / PBI	5.7%	10.0%	4.7%	9.4%	9.8%	8.9%	6.3%	4.6%	4.4%
Pasivos Remunerados Totales * / PBI	5.7%	10.0%	4.7%	9.4%	9.8%	8.9%	7.7%	6.4%	6.0%
Tasa de interés de Política Monetaria (TNA)	33.0%	28.8%	55.0%	75.0%	133.0%	100.0%	80.0%	40.0%	40.0%

* Incluye Bopreal

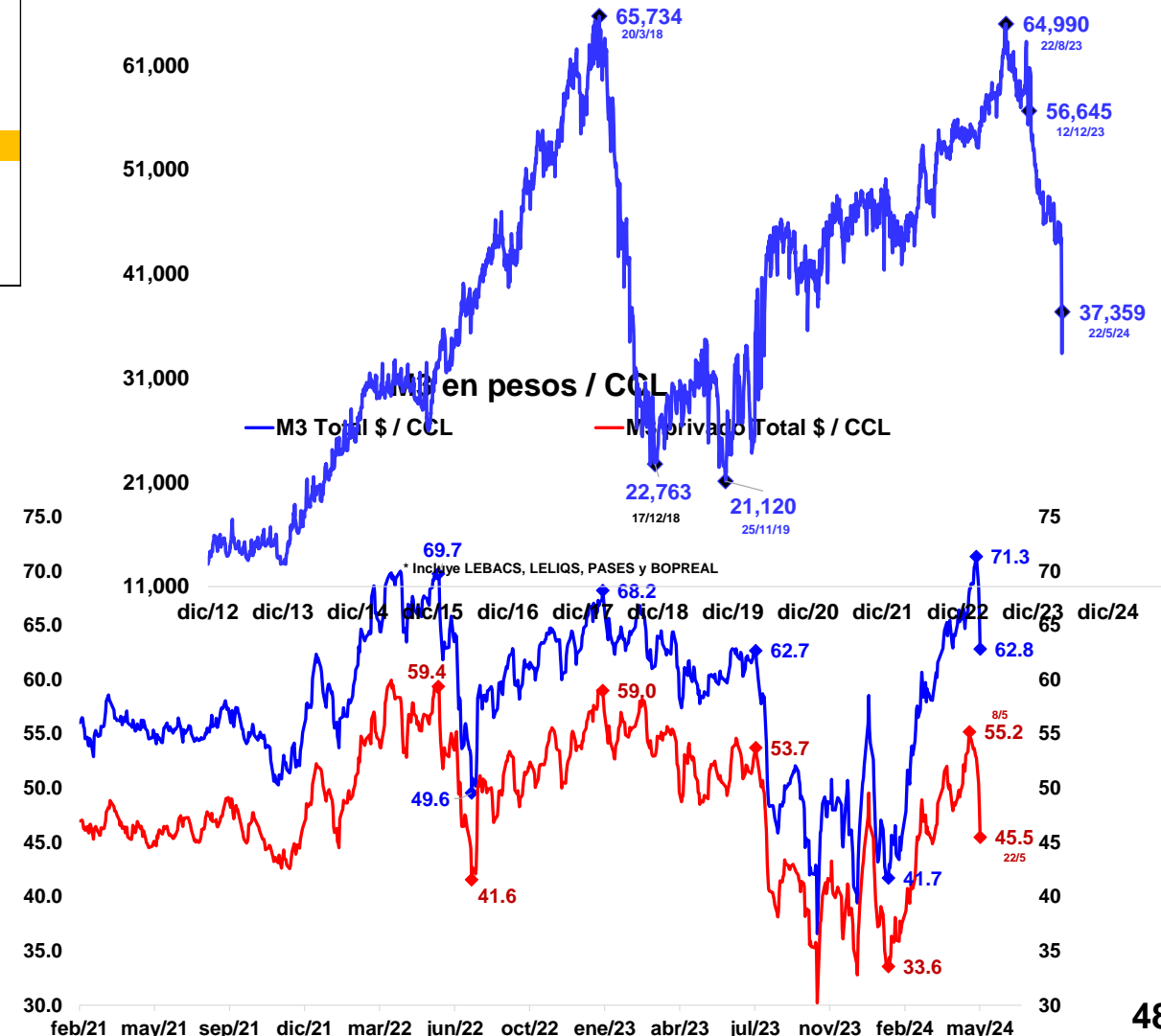
* may-24 con impacto pleno de la última licitación que le permitiría al BCRA reducir el stock de pasivos remunerados y bajar el pago de intereses del BCRA

Relación Tasa - Dólar REAL



Stock de Pasivos Remunerados* del BCRA con Bopreal

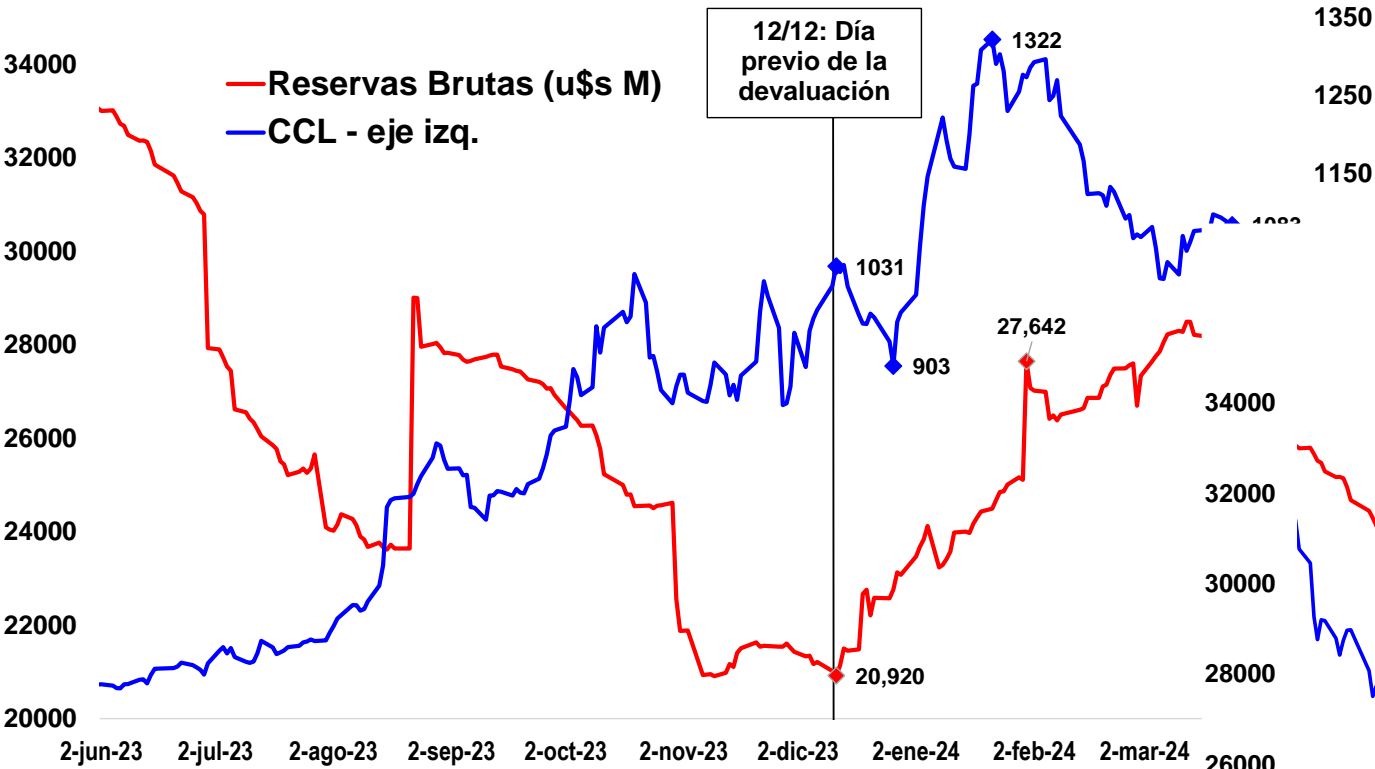
Datos en términos reales - base último dato



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

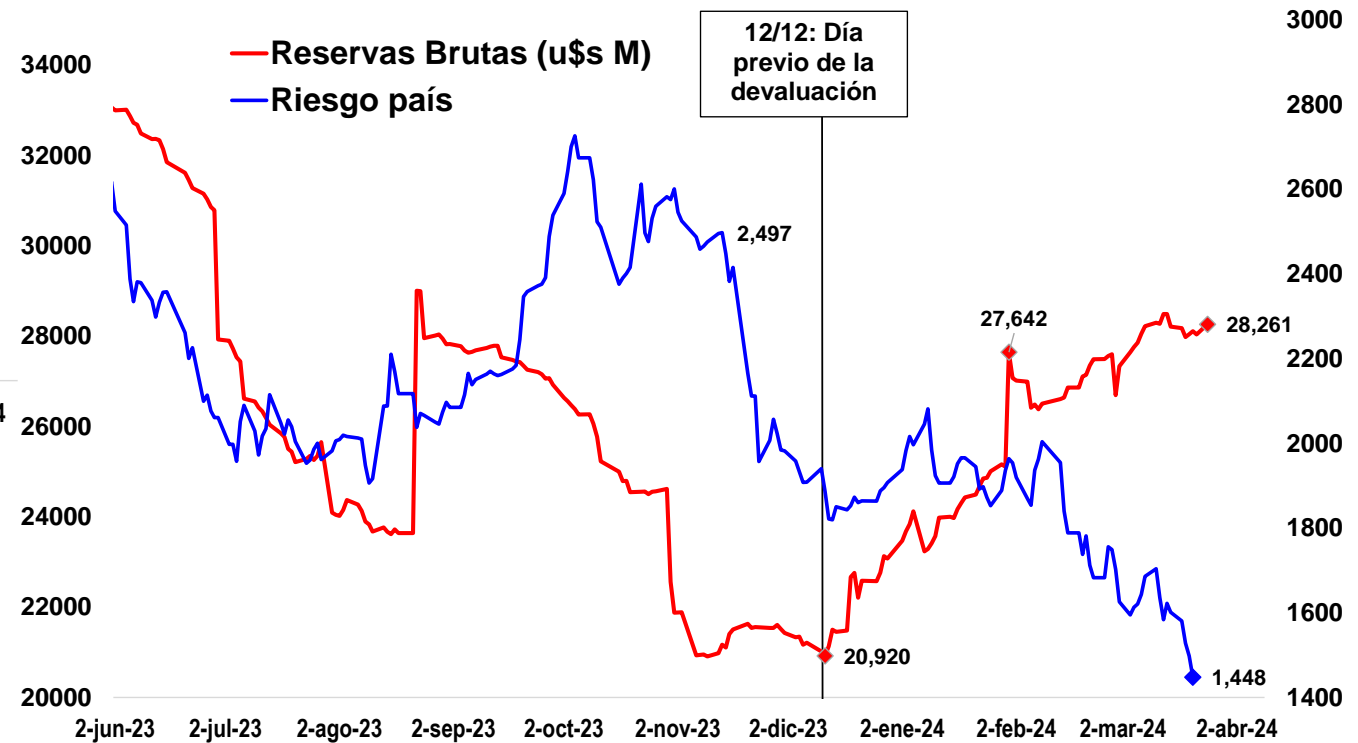
Reservas Brutas del BCRA y CCL

Datos diarios



Reservas Brutas del BCRA y CCL

Datos diarios



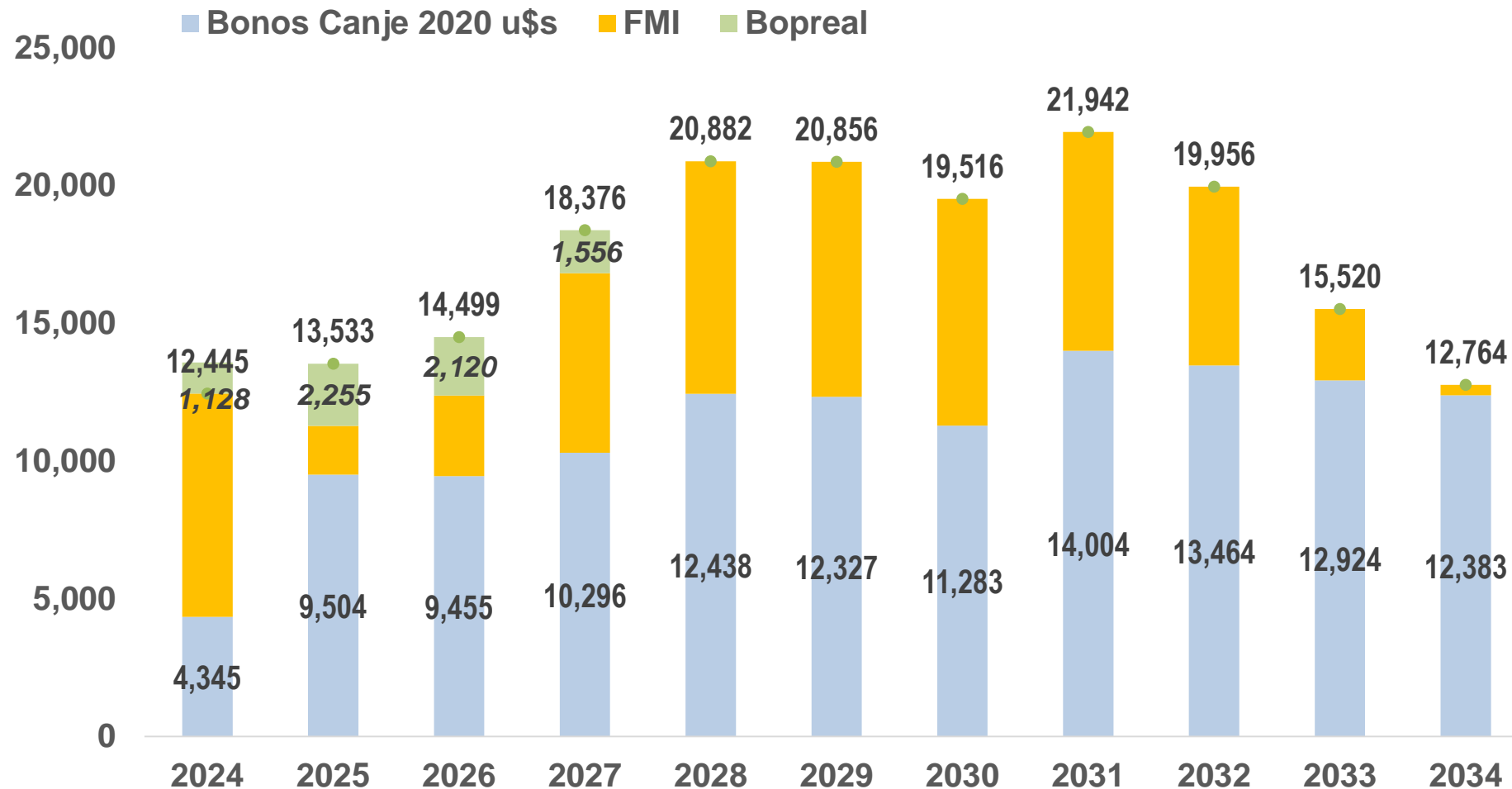
El Gobierno cumpliría holgadamente las metas acordadas con el FMI del IT24 y del IIT24

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

Se logró una mejora financiera importante: desplome de la brecha cambiaria y del riesgo país

Brecha Cambiaria
TCN CCL (GGAL) / TCN Oficial - %

