

***“Fase II: ¿Hacia la
escases de pesos o
la de dólares?”***

Dr.LE Hernán Hirsch

Tomo 011 Folio 170

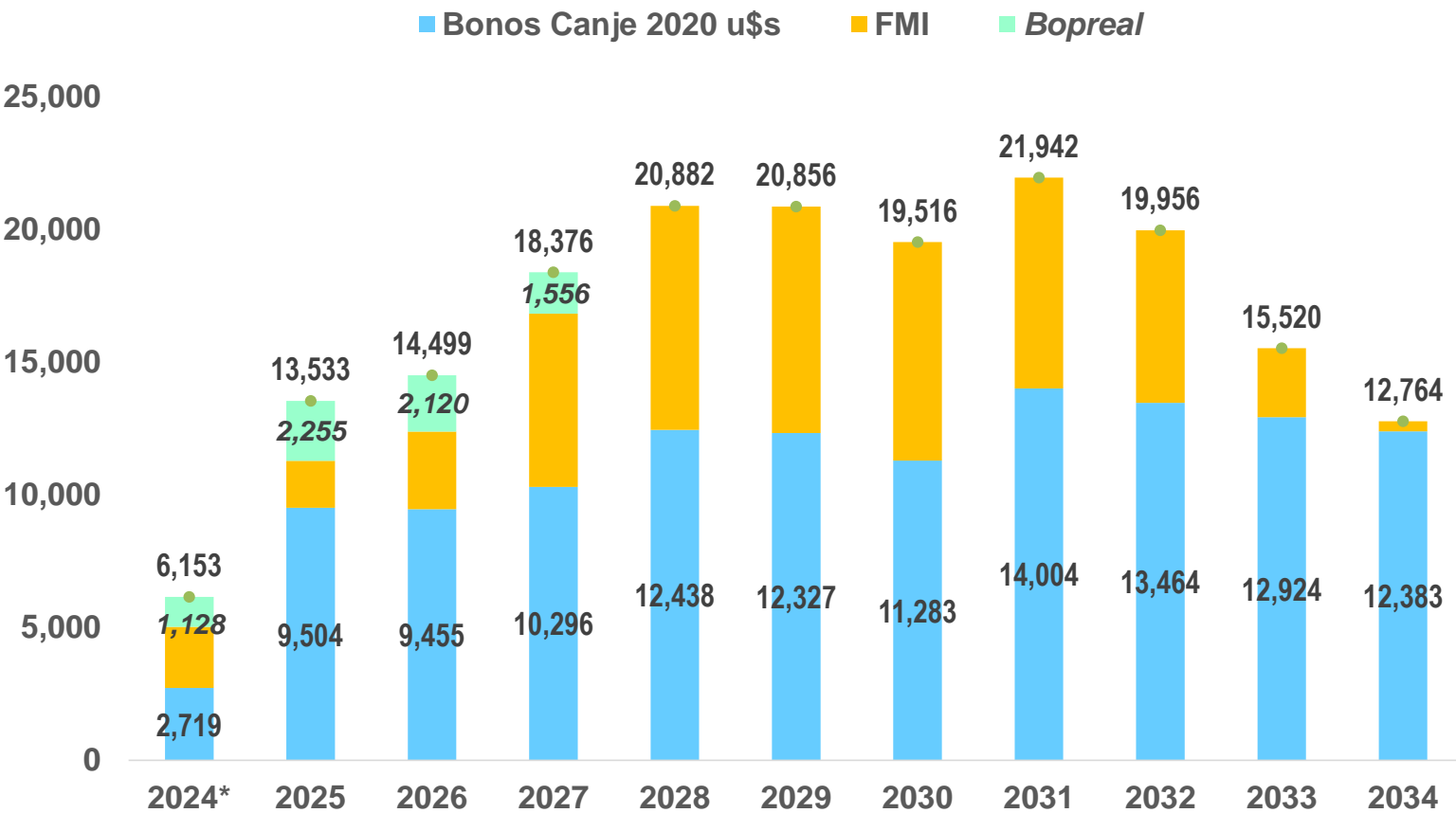
Julio 2024



- I. Claves del escenario local**
- II. Fase I del Programa Económico: éxitos, efectos no deseados y desgaste
- III. Fase II: Hacia la Emisión cero y la escases de pesos (pero faltan los dólares)
- IV. Conclusiones

Clave I: El Gobierno enfrenta elevados vencimientos de deuda pública en dólares en los próximos años y casi sin financiamiento

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	ago-24	sep-24	oct-24	nov-24	dic-24	ene-25
Nación + BCRA	2,962	167	204	1,012	167	4,784
Gobierno Nacional						
Total Capital + Interés	800	0	0	800	0	4,618
Capital	0	0	0	0	0	2,901
FMI	0	0	0	0	0	0
Bonos del Canje	0	0	0	0	0	2,901
Intereses	800	0	0	800	0	1,717
FMI	800	0	0	800	0	0
Bonos del Canje	0	0	0	0	0	1,717
BCRA						
Total Capital + Interés	2,162	167	204	212	167	167
Capital	2,117	167	167	167	167	167
Bopreal	167	167	167	167	167	167
Intereses	45	0	38	45	0	0
Bopreal	45	0	38	45	0	0

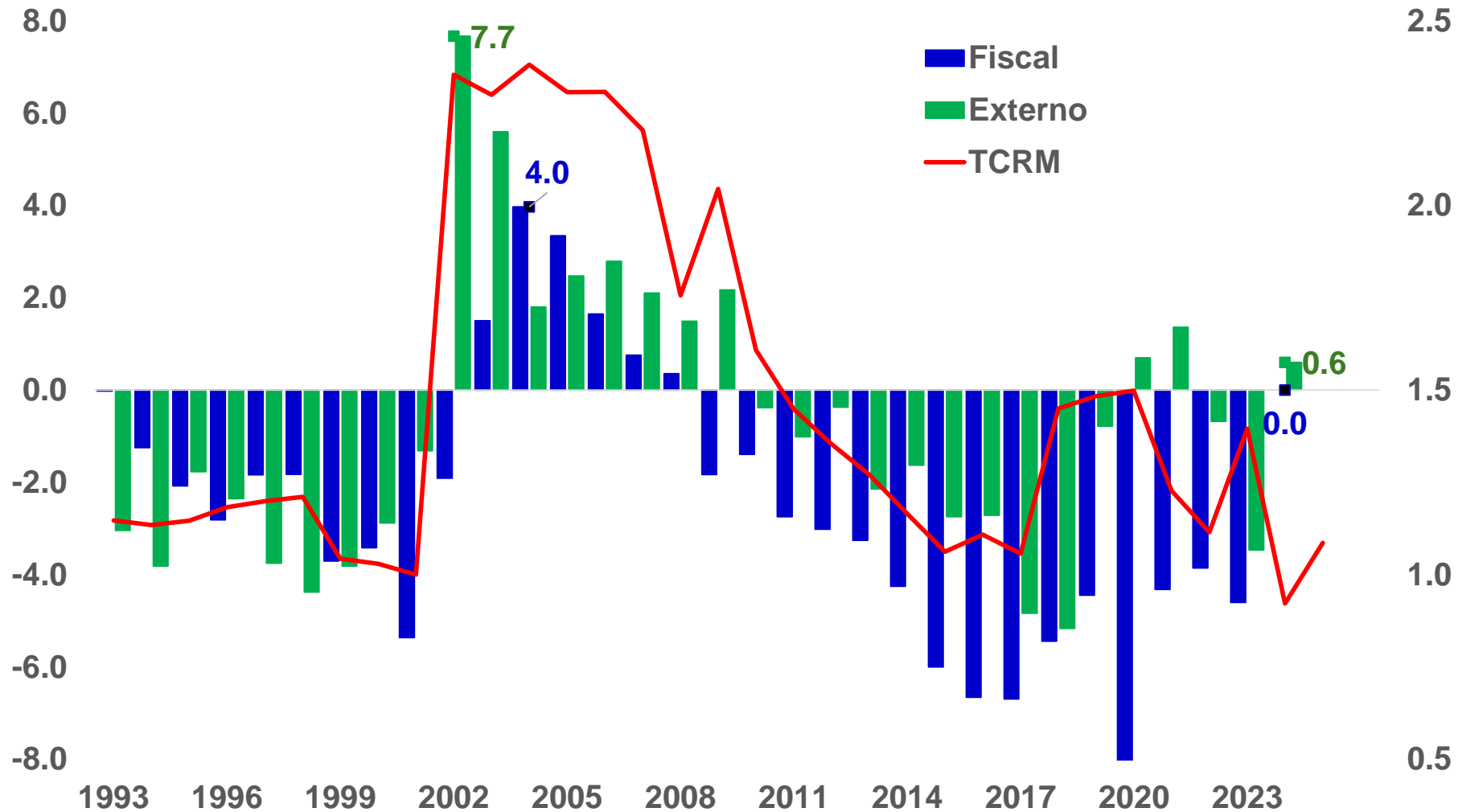
Y con reservas en el BCRA insuficientes

Reservas Brutas y Líquidas del BCRA

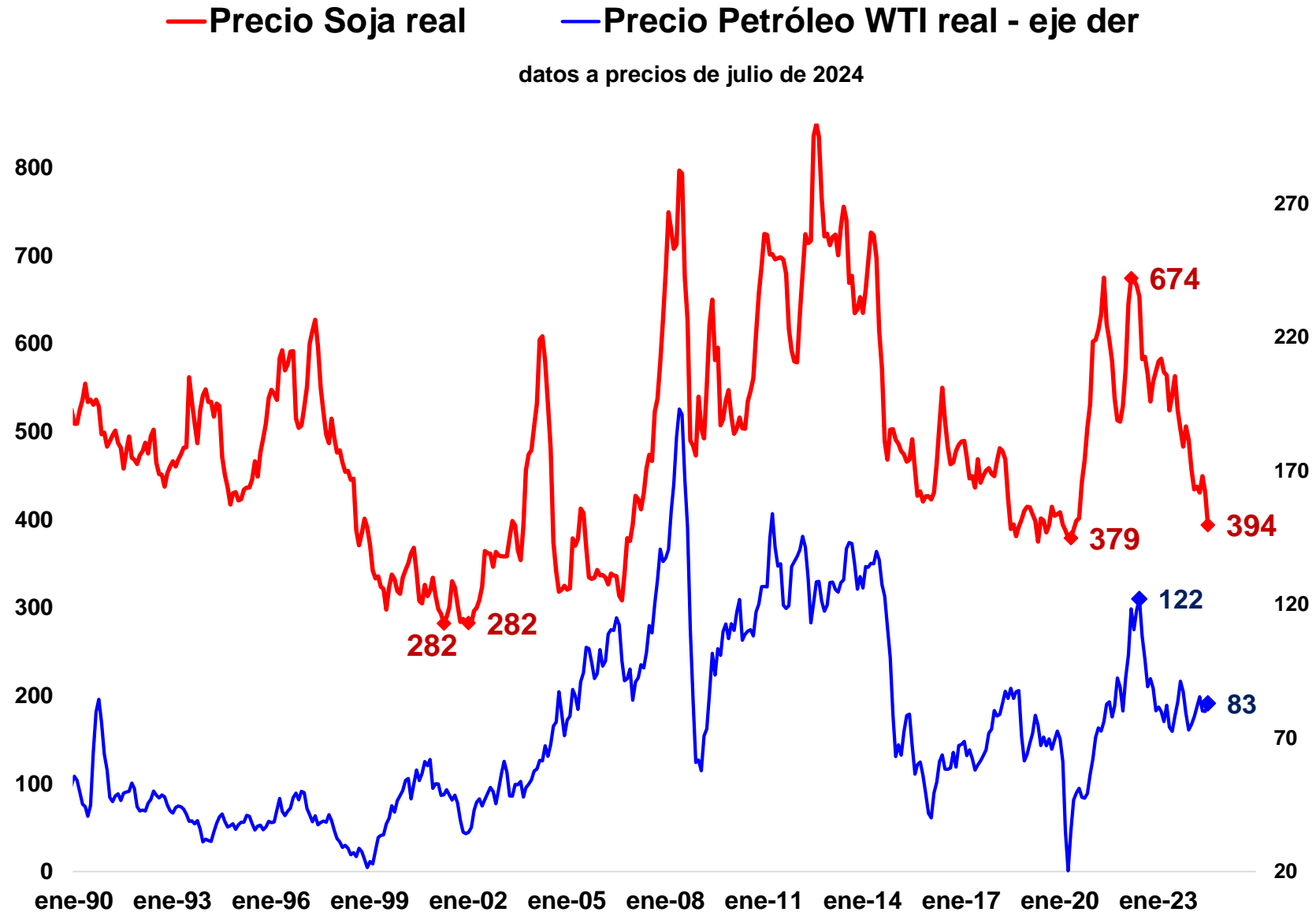
u\$s M	11/08/23 Día previo a las PASO	17/11/23 Día previo a la 2da vuelta	07/12/23 Día previo asunción de Milei	26/04/24 Máx reservas brutas	26/07/24 Últ.dato	Acum. dde el 7/12 Var% vs. día previo deva Milei
Reservas Brutas	23,671	21,505	21,209	30,141	27,307	6,098
Oro certificado	2,689	2,725	2,817	3,231	3,419	
Oro no certificado	1,152	1,168	1,207	1,385	1,465	
DEGs	71	68	68	893	5	
Swap Chino no activado	13,413	13,122	13,299	13,127	13,142	
Depósito en el BIS	3,002	3,001	3,001	0	0	
SEDESA títulos	1,824	1,832	1,832	1,886	1,832	
Reservas Líquidas Totales *	3,344	1,421	817	11,505	9,275	8,458
Encajes	10,282	8,807	9,460	9,030	10,205	
Resto Reservas Líquidas	-6,938	-7,386	-8,643	2,475	-930	
Pasivos Brutos	34,087	32,554	32,488	29,835	30,087	-2,402
Encajes Bancarios	10,282	8,807	9,460	9,030	10,205	
Swap China	18,019	17,953	18,196	17,959	17,980	
Swap BIS	3,002	3,001	3,001	0	0	
SEDESA	1,824	1,832	1,832	1,886	1,901	
Prestamo puente	960	960		960		
Bopreal 2025 (el FMI lo excluye de la meta)				2,000	2,000	
Reservas Netas s/Bopreal	-10,416	-11,049	-11,279	306	-2,780	8,500
RIN con Bopreal	-10,416	-11,049	-11,279	-1,694	-4,780	6,500

Clave II: ¿Hay superávits gemelos? ¿De que magnitud?

Superávit Gemelos en % del PBI
Superávit Fiscal y Externo



Clave III: El contexto internacional luce desfavorable



Todos los instrumentos de política económica apuntando al objetivo desinflacionario:

- I. Política fiscal contractiva con cero de financiamiento monetario.**
- II. Política cambiaria de crawl al 2% mensual.**
- III. Cierre del grifo de emisión monetaria por pasivos remunerados y puts.**
- IV. Intervención en el CCL para reducir la brecha esterilizando los pesos emitidos por compra de dólares.**
- V. Emisión monetaria cero (sui generis: por Lefi, Lecaps, y compra neta de dólares-?-)**

Riesgos por la obsesión inflacionaria: ¿Qué ocurrió entre 2016 y 2019?

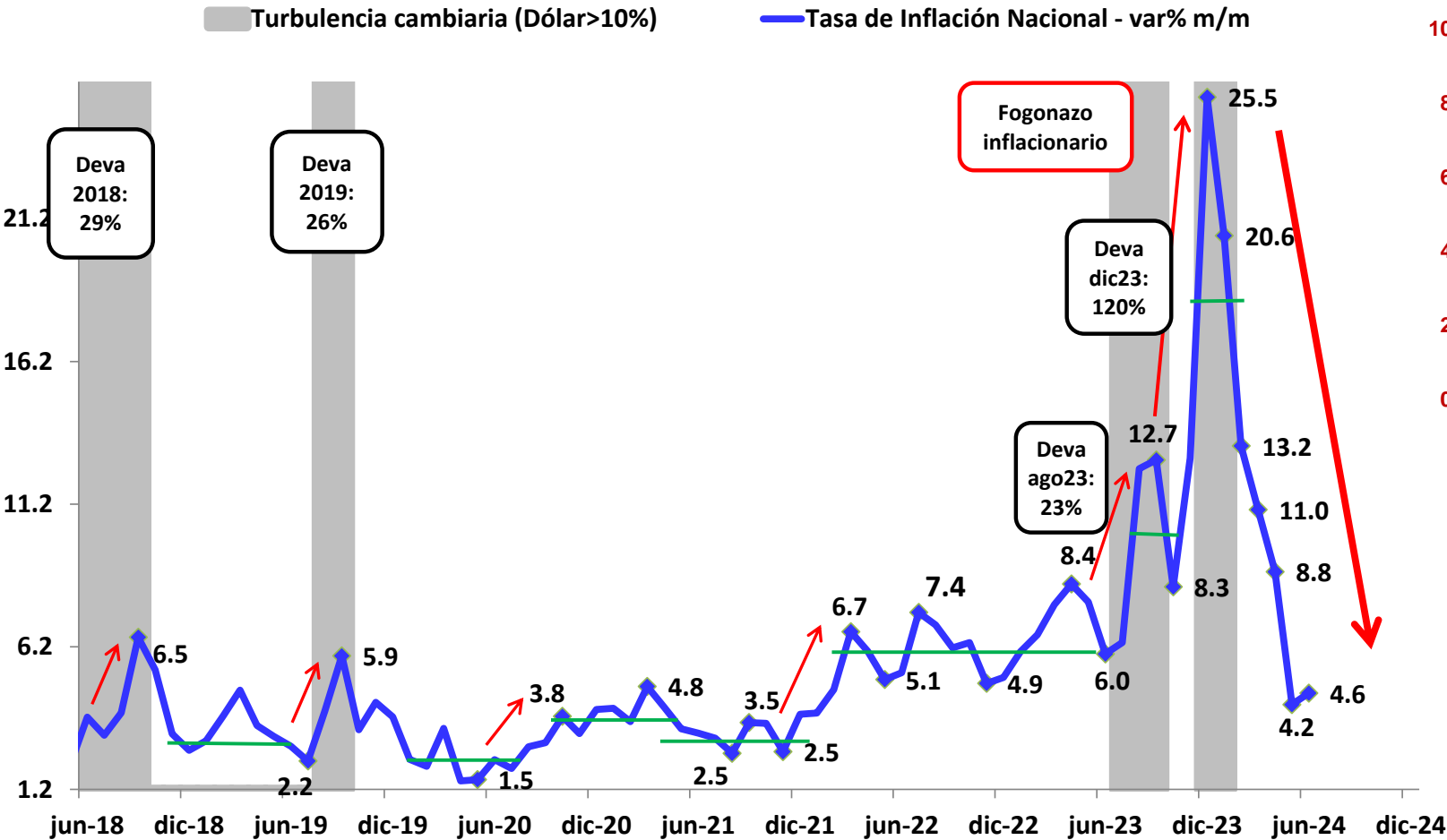
	Inflación		PBI	Tasa de interés		Stock Lebac	TCR
	var% a/a	prom.mens	var% anual	nominal	real	punta- u\$sM	punta
2014	38.0%	2.7%	-1.5%	26.9%	3.2%	17,795	648
2015	26.9%	2.0%	1.1%	32.3%	-1.9%	22,515	770
jun-16	45.7%	3.2%	-5.7%	32.7%	-22.7%	36,116	717
2016	39.4%	2.8%	0.5%	24.8%	1.6%	42,850	703
2017	24.8%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

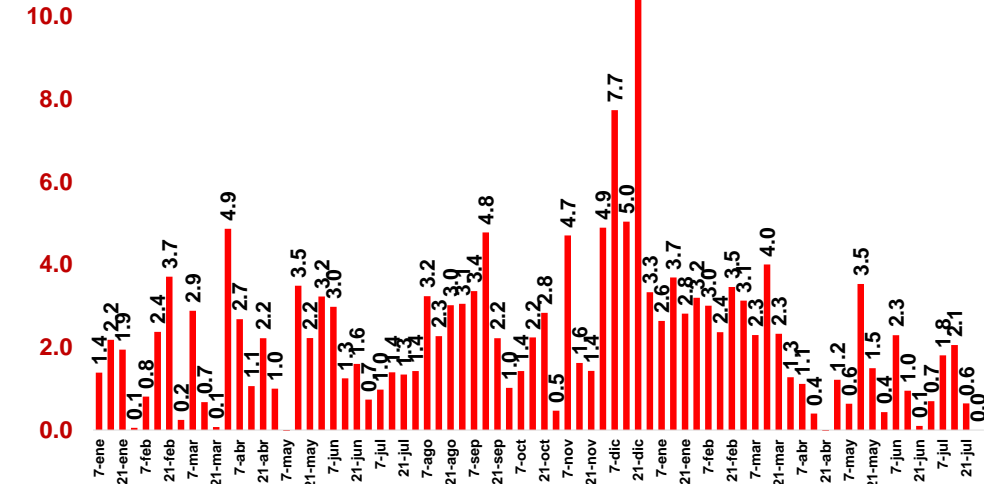
- I. Claves del escenario local
- II. Fase I del Programa Económico: éxitos, efectos no deseados y desgaste**
- III. Fase II: Hacia la Emisión cero y la escases de pesos (pero faltan los dólares)
- IV. Conclusiones

INFLACIÓN: se logró una fuerte reducción de la tasa de inflación que mantiene una tendencia a la baja

Inflación: fuerte desaceleración, pero con repunte en junio



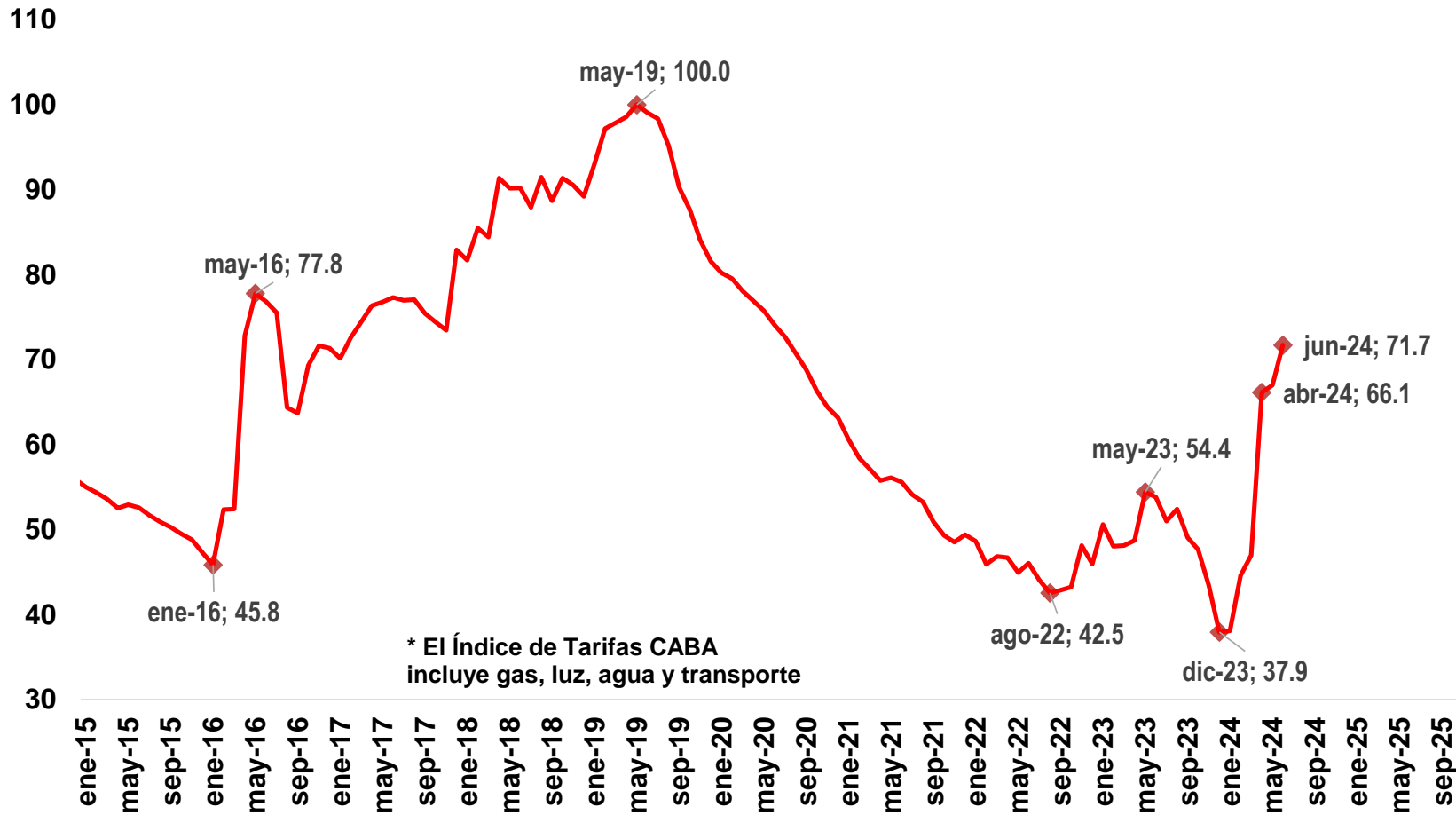
Relevamiento semanal de precios de bienes "core" Variación porcentual semanal



- ✓ Recesión
- ✓ Apreciación cambiaria

Con importante recomposición de precios relativos y alguna pérdida de dinamismo en el proceso de desinflación

Ajustes de Tarifas, ¿dónde estamos? Índice de Tarifas CABA* / IPC Nacional



Inflación núcleo

	Mensual	Interanual
ago-23	13.8%	124%
sep-23	13.4%	138%
oct-23	8.8%	143%
nov-23	13.4%	161%
dic-23	28.3%	211%
ene-24	20.2%	254%
feb-24	12.3%	276%
mar-24	9.4%	288%
abr-24	6.3%	289%
may-24	3.7%	276%
jun-24	3.7%	272%

FISCAL: Se logró una gran mejora fiscal en línea con el equilibrio de las cuentas públicas

Sector Público Nacional - base caja

SPN \$ MM	ISEM-24 \$ MM	ISEM-23 \$ MM	Var.% nom	Var.% a/a Real	ISEM-24 % PBI	ISEM-23 % PBI	Var.pp del PBI
INGRESOS	41,983	11,782	256.3	-5.3	16.3	16.8	-0.6
Tributarios totales	34,741	10,386	234.5	-11.1	13.4	14.8	-1.4
Tributarios sin retenciones	32,028	9,784	227.4	-13.0	12.4	14.0	-1.6
Retenciones a las exportaciones	2,713.1	601.9	350.7	19.7	1.1	0.9	0.2
Impuesto PAÍS	3,593.7	253.3	1318.5	276.8	1.4	0.4	1.0
Rentas de propiedad y otros	7,242.0	1,396.8	418.5	37.7	2.8	2.0	0.8
GASTO PRIMARIO	35,029	13,663	156.4	-31.9	13.6	19.5	-5.9
Prestaciones sociales	18,598.0	6,308.2	194.8	-21.7	7.2	9.0	-1.8
Salarios	5,167.0	1,678.4	207.8	-18.2	2.0	2.4	-0.4
Bienes y Servicios	1,088.2	446.6	143.6	-35.3	0.4	0.6	-0.2
Planes sociales	3,901.2	1,325.6	194.3	-21.8	1.5	1.9	-0.4
Subsidios económicos	3,565.3	1,672.6	113.2	-43.4	1.4	2.4	-1.0
Energía	2,654.7	1,290.4	105.7	-45.3	1.0	1.8	-0.8
Transporte y otros	835.6	347.1	140.7	-36.0	0.3	0.5	-0.2
Gastos de capital	839.1	1,173.3	-28.5	-81.0	0.3	1.7	-1.3
Transferencias a provincias	361.4	379.0	-4.7	-74.7	0.1	0.5	-0.4
Déficit Empresas Públicas	1,509.1	679.3	122.2	-41.0	0.6	1.0	-0.4
Res PRIMARIO (FMI)	6,954	-1,881	-469.8	-198.2	2.7	-2.7	5.4
Intereses netos	4,382	1,278	242.9	-8.9	1.7	1.8	-0.1
RESULTADO FISCAL	2,572	-3,159	-181.4	-121.6	1.0	-4.5	5.5

... aunque alcanzar el superávit fiscal en junio no resultó fácil

Sector Público Nacional - base caja

SPN \$ MM	jun-24 \$ MM	jun-23 \$ MM	Var.% nom	Var.% a/a Real
INGRESOS	8,182	2,584	216.6	-14.8
Tributarios totales	6,845	2,279	200.3	-20.2
Tributarios sin retenciones	6,401	2,067	209.7	-17.7
Retenciones a las exportaciones	444.0	212.4	109.1	-44.4
Impuesto PAÍS	780.0	54.9	1321.8	277.9
Rentas de propiedad y otros	1,337.4	305.0	338.5	16.5
GASTO PRIMARIO	7,694	3,196	140.7	-36.0
Prestaciones sociales	5,126.0	1,608.0	218.8	-15.3
Salarios	1,038.4	344.1	201.7	-19.8
Bienes y Servicios	183.9	100.2	83.5	-51.2
Planes sociales	497.3	253.3	96.3	-47.8
Subsidios económicos	409.1	427.0	-4.2	-74.5
Energía	238.7	341.9	-30.2	-81.4
Transporte y otros	154.9	81.6	89.9	-49.5
Gastos de capital	241.6	254.1	-4.9	-74.7
Transferencias a provincias	83.7	81.1	3.2	-72.6
Déficit Empresas Públicas	113.9	128.1	-11.0	-76.4
Res PRIMARIO (FMI)	489	-612	-180	-121
Intereses netos	250	97	158.5	-31.3
RESULTADO FISCAL	238	-709	-134	-108.9

Memo Items: IPC Nacional, var %

271.5%

Los artilugios fiscales para lograr el superávit en junio

	\$ MM	%PBI
Prórroga del pago de impuestos de mayo a junio	610	0.1%
Impuesto al cheque	300	
Impuesto País	310	
Postergación de pagos de junio a julio	1,400	0.2%
Energía	700	
Prestaciones sociales	300	
Universidades	250	
Bienes y servicios y otros	150	
Déficit primario observado	489	
Déficit fiscal observado	238	
Artilugios fiscales	2,010	0.3%
Déficit primario sin artilugios	-1,521	
Déficit fiscal sin artilugios	-1,772	

EXTERNO: Se logró una mejora inicial sustancial de las cuentas externas, pero se está diluyendo en el margen

Balance Cambiario y Reservas del BCRA - Primer Semestre 2024

u\$s M	nov	dic	ene	feb	mar	abr	may	jun	jun vs. may	Prom dic-may
Cuenta Corriente Caja	47	2,962	2,344	1,575	1,804	2,277	1,161	-223	-1,384	2,021
Bienes	1,982	3,381	3,879	3,059	2,424	2,737	2,708	795	-1,913	3,031
Exportaciones	3,594	4,104	4,947	4,747	5,018	5,896	6,452	4,931	-1,521	5,194
Importaciones	1,611	723	1,068	1,688	2,594	3,159	3,744	4,136	393	2,163
Servicios reales	-678	-20	84	-232	-158	-183	-388	-368	20	-149
Exportaciones	531	548	684	593	621	745	746	672	-74	656
Importaciones	1,209	568	600	826	779	928	1,134	1,040	-94	806
Viajes y pagos c/tarjeta	767	340	406	427	419	513	631	603	-28	456
Fletes	22	8	25	41	33	44	54	49	-5	34
Resto	420	220	169	357	328	372	449	388	-62	316
Intereses netos	-1,230	-375	-1,608	-1,254	-451	-276	-1,170	-423	747	-856
Deuda pública	1,007	170	1,709	884	359	149	998	171	-827	711
Deuda privada	234	226	305	399	121	163	203	282	79	236
Utilidades y otros	-28	-24	-10	3	-12	-2	11	-227	-238	-6
Cuenta capital y financiera	-1,093	-1,403	2,224	-2,526	-1,367	-1,825	-75	581	657	-829
Compra de dólares (FAE)	5	330	-20	94	139	133	94	146	52	128
Deuda privada y títulos públicos	-553	-474	145	-486	559	640	200	-136	-336	97
Inversión Extranjera Directa	50	90	45	59	60	57	148	74	-74	76
FMI	-796	-919	2,710	0	0	-1,927	0	791	791	-23
Desembolsos	0	0	4,655	0	0	0	0	791	791	776
Vencimientos	796	919	1,944	0	0	1,927	0	0	0	798
Otros org.internacionales (BIS)	161	217	-450	-1,776	-1,358	-470	-43	-168	-125	-647
Compra de u\$s vía bonos (BCRA+TN)	49	2	-6	12	-52	-49	-47	-16	31	-23
Otros movimientos (encajes)	-8	-648	-199	-430	-714	-210	-428	-110	318	-438
Variación de Reservas Brutas	-1,046	1,560	4,568	-951	437	451	1,085	358	-727	1,192
<i>Stock de Reservas Brutas, fp</i>	<i>21,513</i>	<i>23,073</i>	<i>27,642</i>	<i>26,690</i>	<i>27,127</i>	<i>27,578</i>	<i>28,664</i>	<i>29,022</i>		
<i>Stock de Reservas Netas, fp</i>	<i>-10,535</i>	<i>-10,129</i>	<i>-5,280</i>	<i>-3,876</i>	<i>-2,123</i>	<i>-669</i>	<i>673</i>	<i>910</i>		

El BCRA recompuso sus reservas pero disminuyen en el margen

Reservas Brutas y Líquidas del BCRA

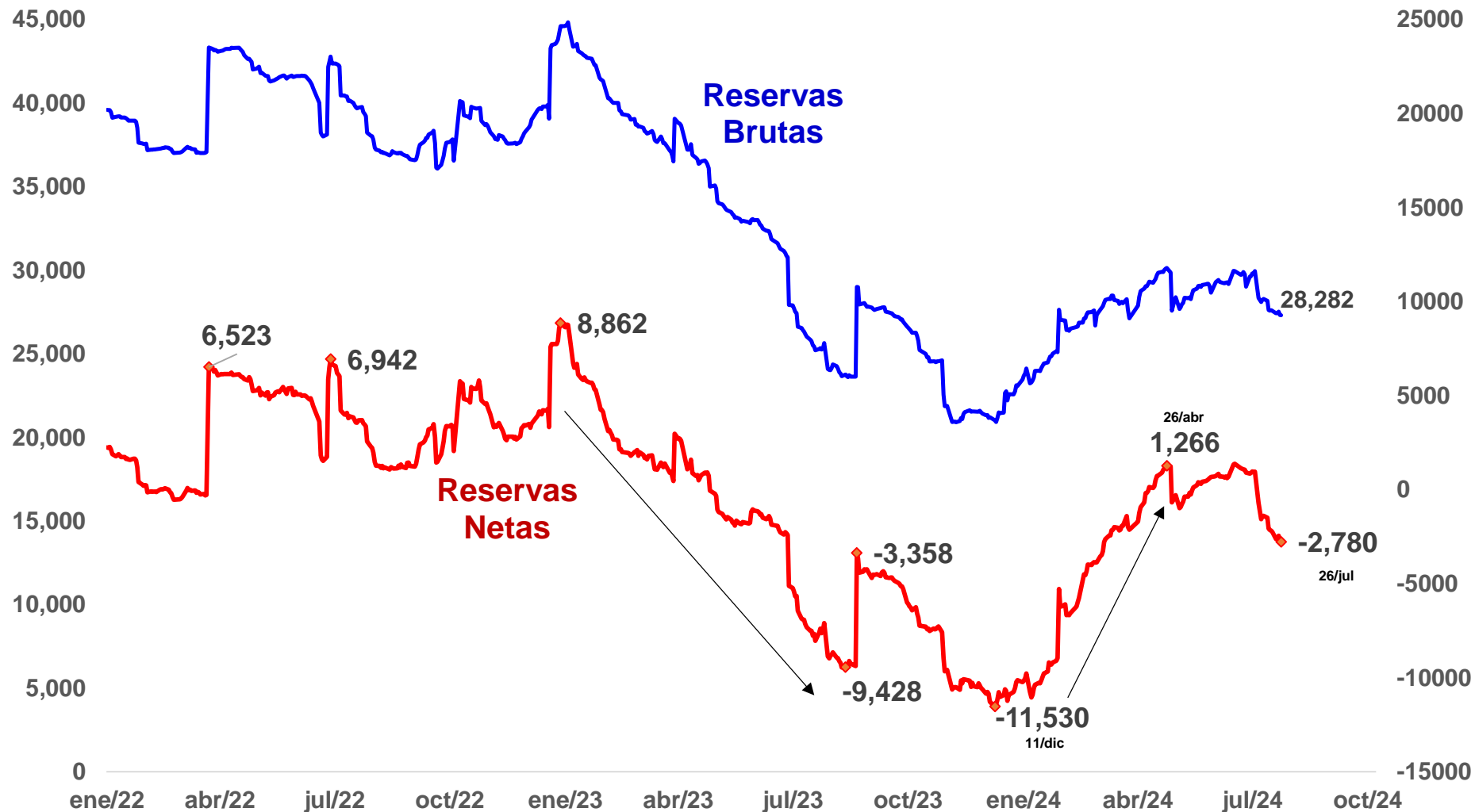
u\$s M	07/12/23 Día previo asunción de Milei	26/04/24 Máx reservas brutas	26/07/24 Últ.dato	Recomposición de reservas 26/04/24 vs. 7/12/23	Deterioro dde abril Var% últ dato vs. 26/04	Acum. dde el 7/12 Var% vs. día previo deva Milei
Reservas Brutas	21,209	30,141	27,307	8,932	-2,834	6,098
Oro certificado	2,817	3,231	3,419			
Oro no certificado	1,207	1,385	1,465			
DEGs	68	893	5			
Swap Chino no activado	13,299	13,127	13,142			
Depósito en el BIS	3,001	0	0			
SEDESA títulos	1,832	1,886	1,832			
Reservas Líquidas Totales *	817	11,505	9,275	10,688	-2,230	8,458
Encajes	9,460	9,030	10,205			
Resto Reservas Líquidas	-8,643	2,475	-930			
Pasivos Brutos	32,488	29,835	30,087	-2,653	252	-2,402
Encajes Bancarios	9,460	9,030	10,205			
Swap China	18,196	17,959	17,980			
Swap BIS	3,001	0	0			
SEDESA	1,832	1,886	1,901			
Prestamo puente		960				
Bopreal 2025 (el FMI lo excluye de la m)		2,000	2,000			
Reservas Netas s/Bopreal	-11,279	306	-2,780	11,585	-3,086	8,500
RIN con Bopreal	-11,279	-1,694	-4,780	9,585	-3,086	6,500

* Reservas Líquidas Totales: Reservas brutas - Oro - Swap Chino no activado - DEGs - Depósito en el BIS.

El BCRA recompuso sus reservas pero disminuyen en el margen

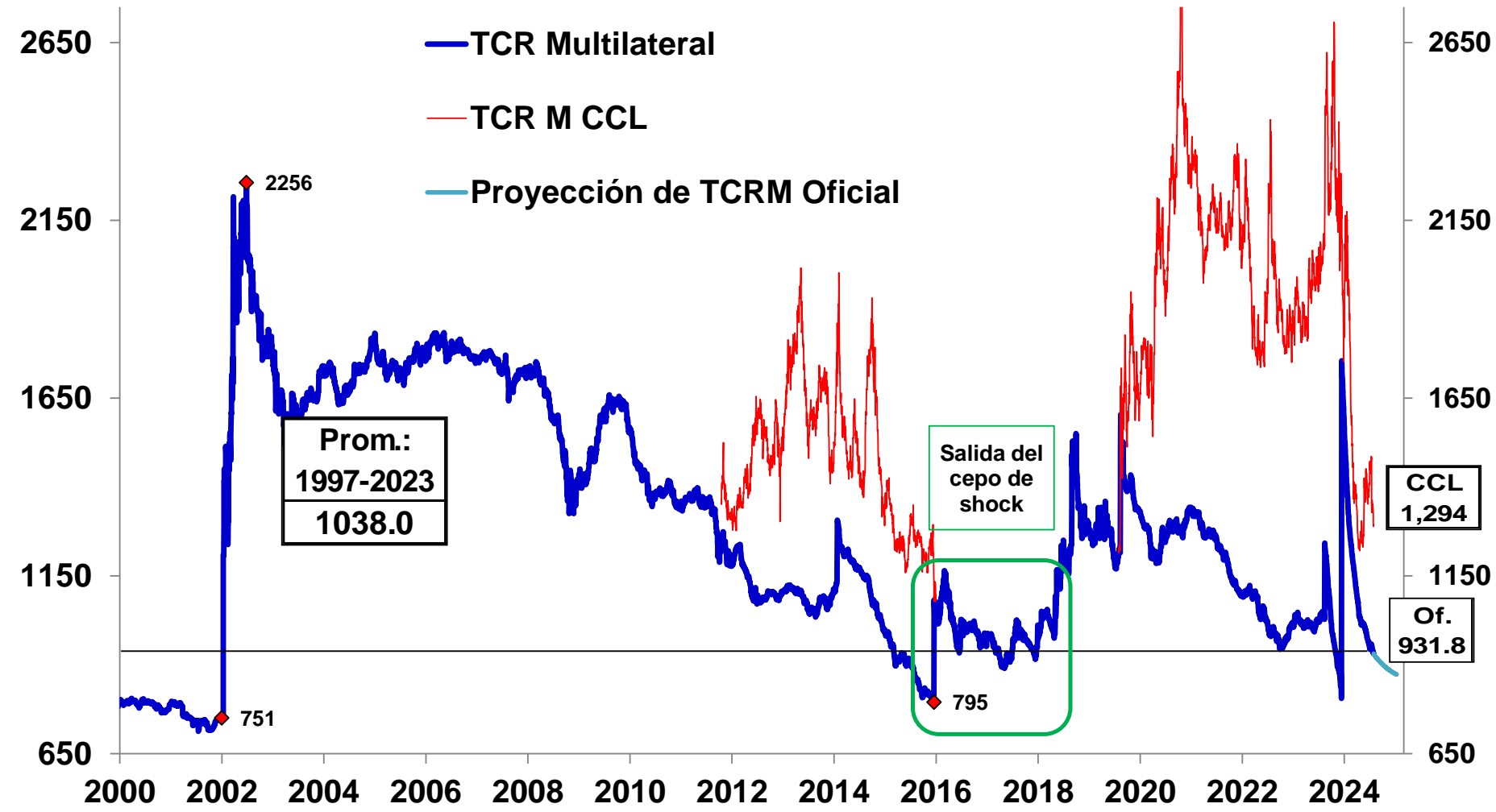
Reservas Brutas y Netas del BCRA

Datos diarios desde enero 2022



Hubo fuerte mejora del TCR pero también hay un atraso acelerado

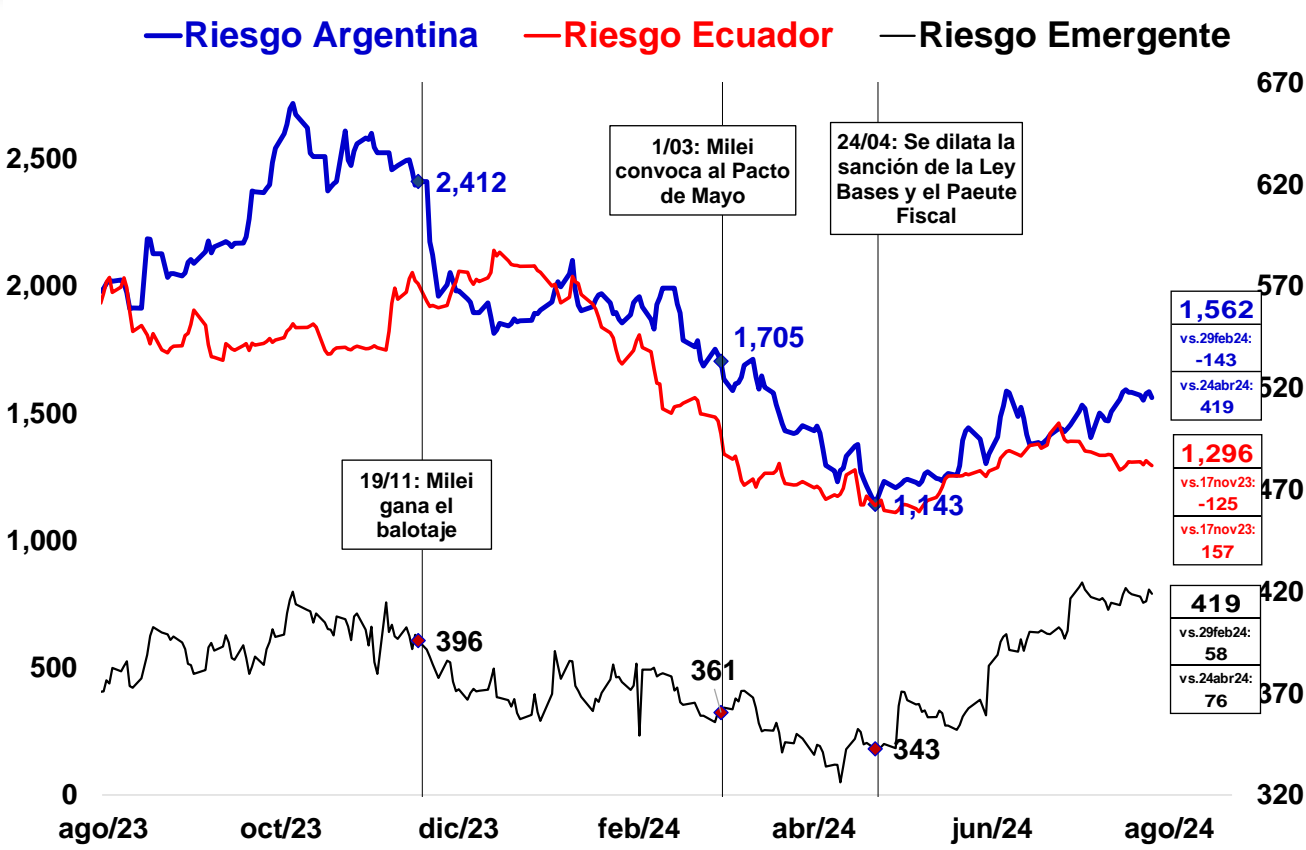
Dólar y Tipo de Cambio Real Multilateral TCReal Multilateral Oficial y CCL GGAL - BCRA



SIMs con TCR Multilateral

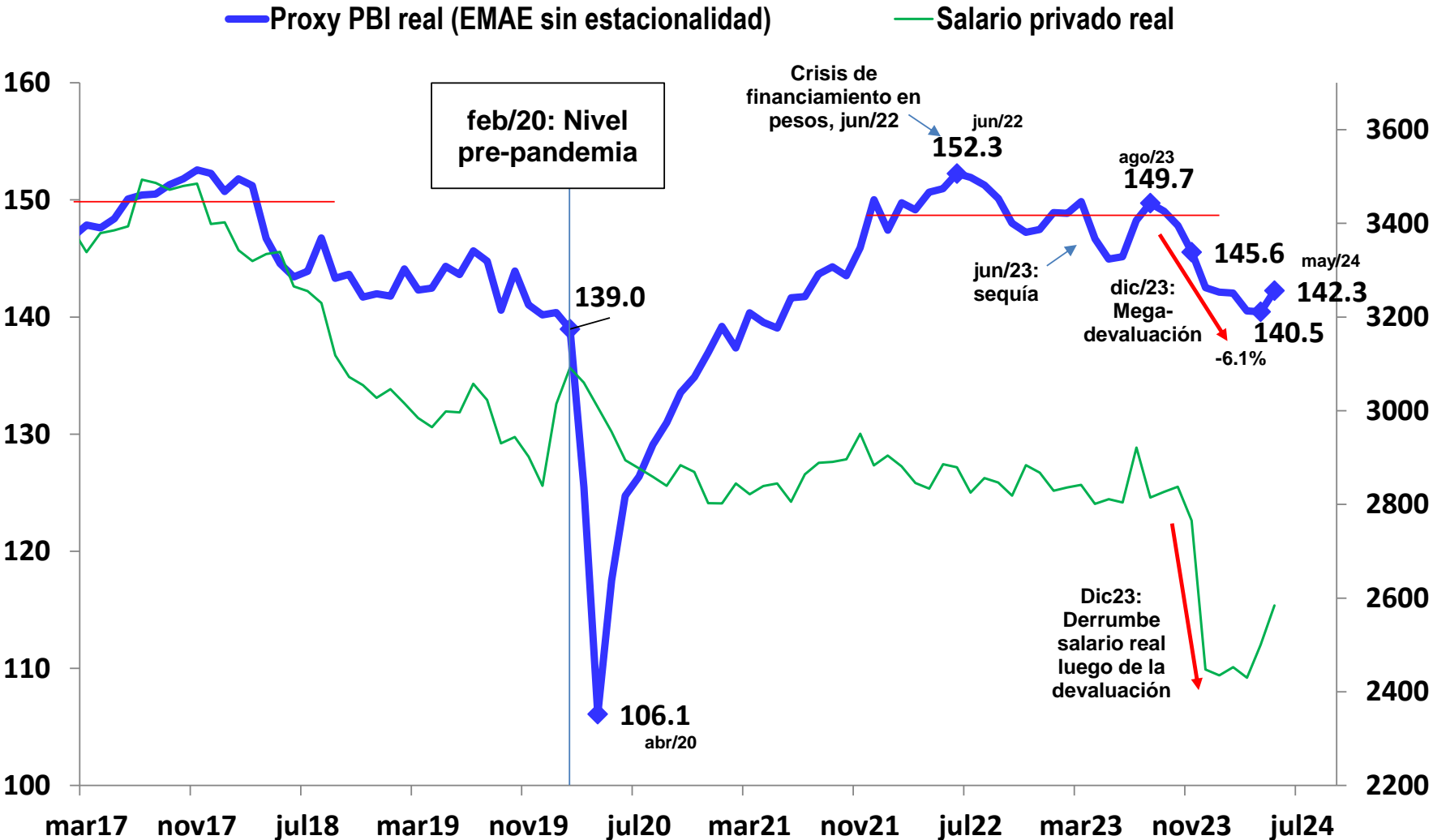
	TC multilateral	TCN	TCR Multi
17/12/15		14	1082
29/2/16		16	1165
30/6/17		17	948
31/12/17		19	982
11/8/23		287	1036
14/8/23		350	1242
17/11/23		354	898
10/12/23		364	864
12/12/23		367	806
13/12/23		800	1746
29/7/24		932	932
31/8/24		952	914
30/9/24		971	902
31/12/24		1016	875
2003-05			1732
2016			973
2017			953

FINANCIERO: Se logró una fuerte caída de la prima de riesgo país y de la brecha cambiaria pero hay deterioro en el margen



ACTIVIDAD: Por el fogonazo inflacionario y el endurecimiento de la política fiscal se derrumbó el nivel de actividad económica

Actividad Económica: haciendo piso



Abril y mayo muestran un (primer) “piso” del nivel de actividad económica

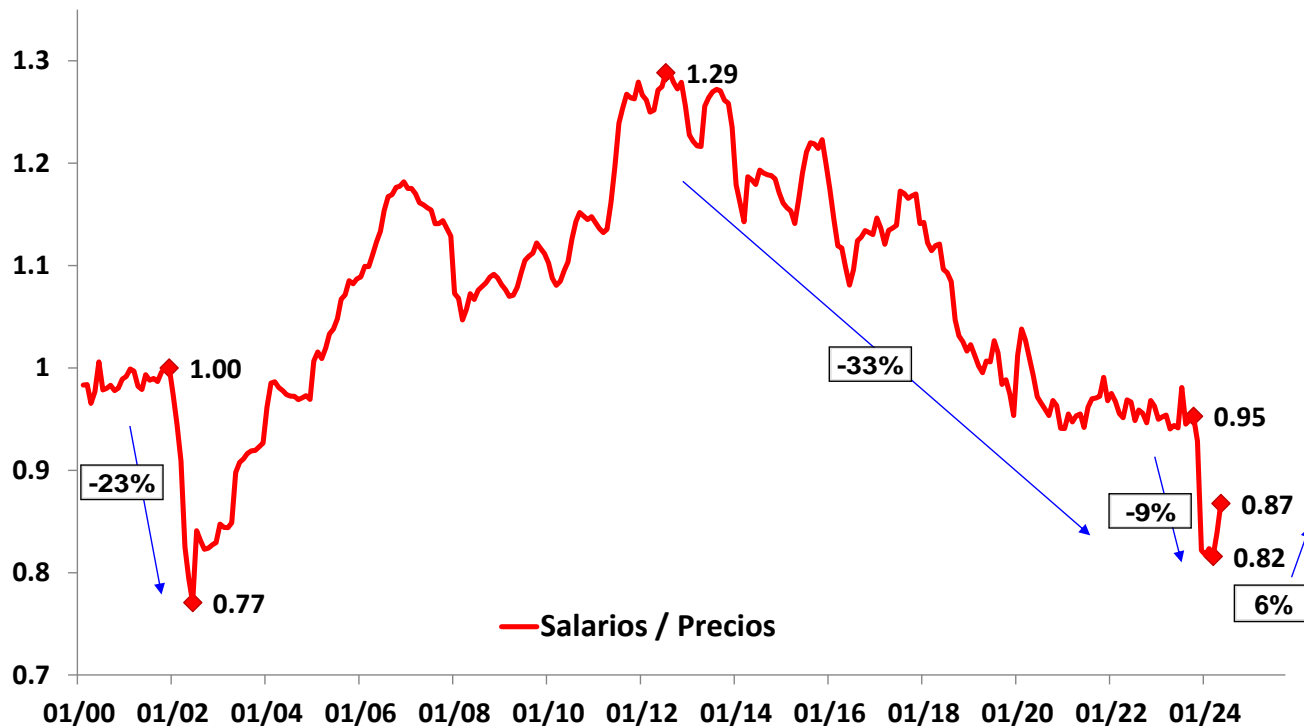
Mapa de Actividad Económica: Indicados adelantados

Var% mensual - Datos ajustados por estacionalidad

	EMAE (PBI)	PoEco				Indicadores de Demanda								Indicadores de Oferta								% de Alzas	
		TC Real Multi-lateral	Salario real	Jubilaciones real	Obra pública	Venta de Autos	Patentamiento Autos	Patentamiento Motos	Patentamiento Máquinas	IVA DGI real	Créditos y débitos bancarios	Super-mercados	Shopping	Índice Prod. Industrial	Despacho de Cemento	ISAC	índice Construya	Créditos privados	Impuestos Seg Social	Transporte de granos	Restaurant CABA		Demanda energía
	INDEC	BCRA	DNRP	DNRP	DNRP	ADEFA	DNRP	DNRP	DNRP	AFIP	AFIP			INDEC	AFCP	INDEC	Construya	BCRA	AFIP	MECON	CABA	CAMMESA	
ene/23	1.0	0.1	-2.1	-5.7	-12.5	-3.0	13.4	11.4	38.2	0.9	-3.0	2.3	10.0	0.6	5.6	3.9	4.9	-1.7	-2.1	-23.5	2.3	0.3	71%
feb/23	0.0	-0.7	1.7	-6.2	7.4	10.5	0.9	8.5	-7.4	1.3	5.3	-0.6	7.4	-2.4	1.7	-0.5	8.0	-1.3	2.5	-30.5	3.4	-0.9	57%
mar/23	0.7	-1.8	1.9	8.7	-8.8	15.4	11.0	12.0	18.8	5.6	1.6	-2.5	-11.1	4.7	8.0	4.4	-4.6	-0.6	0.4	24.0	0.2	18.5	81%
abr/23	-2.1	-1.4	1.3	-7.8	-2.9	-8.0	-11.5	-10.1	-5.9	-3.8	-5.5	1.6	10.7	2.8	-4.2	2.7	8.2	2.0	-2.4	-8.6	-1.5	-23.0	29%
may/23	-1.2	-0.5	-1.5	-7.2	26.8	6.4	8.8	11.7	1.3	0.6	5.5	-5.0	-1.6	-3.9	2.7	-3.7	1.1	1.4	2.2	44.2	2.3	-1.1	67%
jun/23	0.1	1.6	2.1	14.1	-0.8	7.7	5.2	4.3	-24.6	9.5	1.0	-0.9	-3.8	-1.1	-0.7	-1.1	0.9	-0.6	-1.6	-8.7	4.7	7.4	48%
jul/23	2.1	0.9	1.0	-6.0	-4.6	-25.3	-4.5	-0.9	21.6	-2.6	-3.2	5.3	6.9	-0.2	-0.9	0.6	-2.0	0.1	5.3	-4.3	9.7	-0.9	33%
ago/23	1.0	8.1	-5.8	-11.1	-11.9	-7.2	-6.9	-0.7	13.1	-6.1	3.5	-0.9	-6.3	-0.7	1.0	-1.8	-1.1	-4.2	-4.0	38.7	-0.1	0.8	38%
sep/23	-0.5	-3.1	-2.9	9.3	23.8	36.2	-19.9	-19.8	-23.1	5.2	-2.4	2.1	5.2	-0.6	-6.6	-0.4	-5.9	-6.1	-7.3	-20.1	-4.0	-0.7	19%
oct/23	-0.8	-7.5	3.2	-7.7	-26.1	10.2	32.5	17.0	0.3	-9.5	6.9	4.6	11.1	-1.6	-1.9	-0.6	15.0	3.0	-2.7	-22.9	2.4	-3.8	52%
nov/23	-1.5	-10.5	-5.8	-11.4	14.9	-26.4	7.6	-2.7	3.4	-0.5	-6.2	-6.1	-3.2	-1.5	-6.0	-2.3	-13.7	-5.0	1.8	12.7	2.3	5.8	48%
dic/23	-2.1	43.2	-13.7	-3.7	-38.0	-25.1	-27.7	-10.7	-24.3	-5.7	-15.3	-5.8	-20.0	-6.4	-11.2	-9.8	-14.8	-15.4	-12.8	-13.5	-6.8	-7.0	0%
ene/24	-0.3	7.3	-4.9	-17.1	-78.5	-6.5	-19.0	-21.9	-18.5	-8.2	-6.2	-5.7	-15.5	-1.9	-2.6	-11.3	-18.1	-14.9	-9.6	106.8	-8.8	6.9	14%
feb/24	-0.1	-9.5	-1.6	-11.7	-1.7	69.1	22.8	17.1	3.9	7.3	21.2	2.3	15.7	0.3	-3.0	-2.8	6.8	-0.3	8.6	-3.9	-6.3	11.1	67%
mar/24	-1.1	-7.8	2.7	14.6	0.8	-17.1	-12.5	-22.9	-12.4	-4.0	-6.6	-0.3	-4.4	-3.4	-19.5	-16.2	-11.2	-2.4	2.3	3.0	-5.1	-6.3	14%
abr/24	0.0	-6.0	6.7	17.1	65.2	-22.9	29.6	45.7	53.4	4.2	-10.3	-7.6	-5.0	0.0	7.2	2.0	6.4	-0.3	-0.3	-11.0	-5.7	-10.2	43%
may/24	1.3	-2.0	7.5	6.6	33.4	15.5	-0.5	13.2	8.2	-3.2	-4.4	4.1	12.8	-0.2	17.3	6.2	3.2	7.2	11.5	29.9	0.8	12.1	76%
jun/24	0.2	-2.2		4.1		9.4	-6.6	3.7	-38.0	12.6	35.2				-8.4		9.7	10.2	-0.9	-14.1		-11.6	44%

Pero la demanda de empleo continúa deprimida con salarios bajos (pero creciendo en el margen)

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



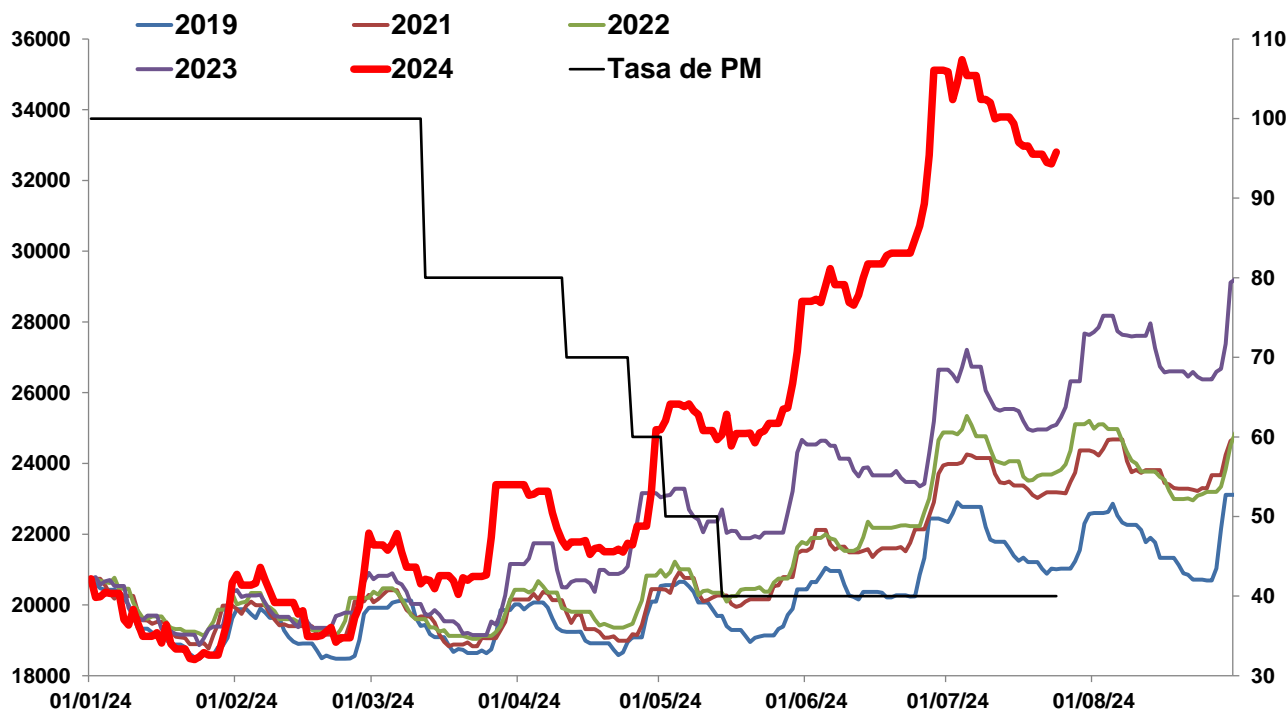
Demanda de empleo formal

var%	Abr-24 vs.		abr-24 miles
	ago-23	abr-23	
Total	-2.2	-1.4	6,261
Agro	0.8	2.5	318
Pesca	0.3	3.7	14
Minería	2.4	4.8	96
Industrias manufactureras	-1.8	-1.0	1,176
Electricidad, gas y agua	0.8	1.3	77
Construcción	-19.4	-20.1	375
Comercio y reparaciones	-0.1	1.6	1,227
Hoteles y restaurantes	-1.9	0.2	284
Transporte, al.y comun.	-1.6	-1.1	523
Intermediacion financiera	-0.7	-1.0	151
Act. Inmob y empresariales	-1.4	-1.0	892
Enseñanza	-0.6	0.1	421
Ss sociales y de salud	-0.4	-0.1	332
Servicios personales	-1.2	-0.6	375
PBI real	-5.9	-4.1	

BALANCE DEL BCRA: Se bajó el déficit CF del BCRA y se cortó la emisión endógena, pero generando presión cambiaria

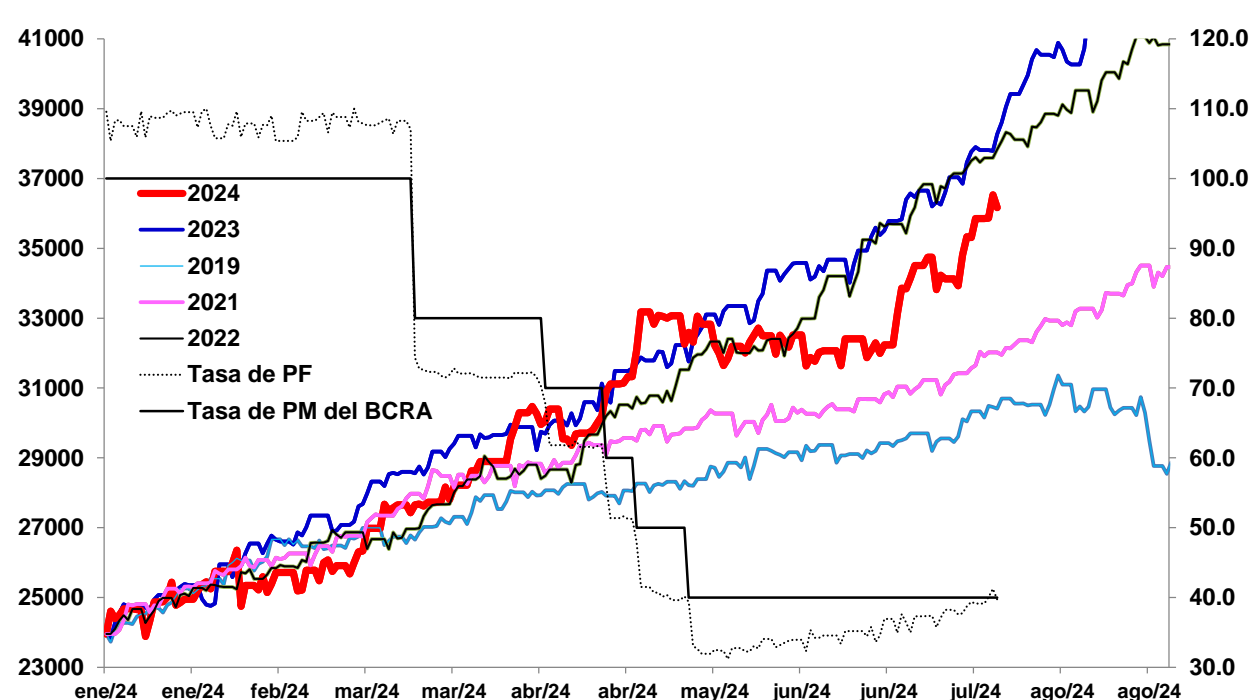
M2 Privado no remunerado en \$

Datos diarios desde fin de noviembre - base 30/11/23



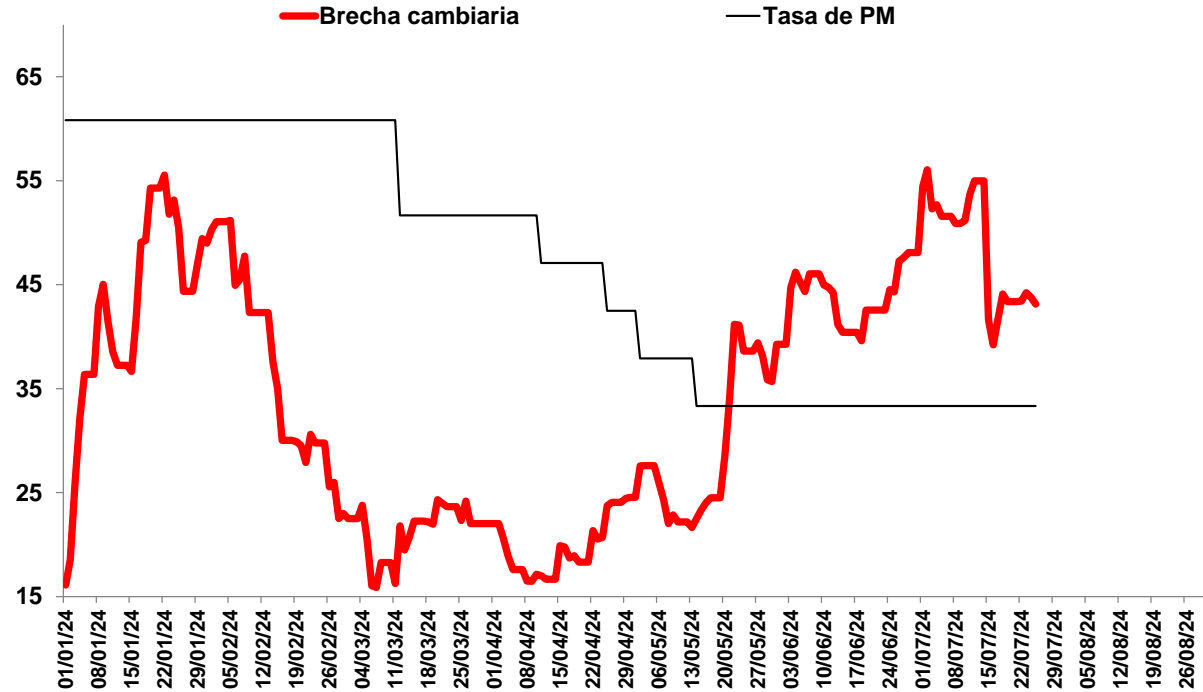
Depósitos Remunerados (PF+Vista) privados en pesos

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

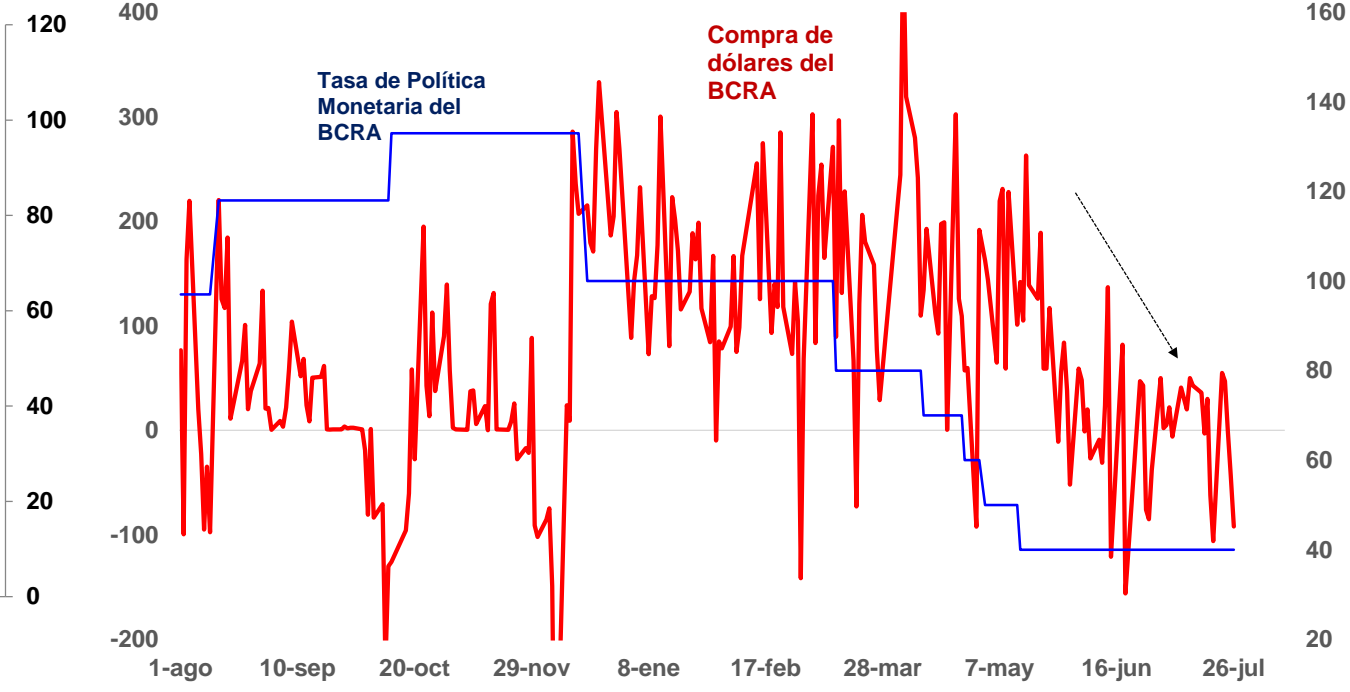


Y los datos de corto plazo muestran que el ritmo de acumulación de reservas está disminuyendo

Brecha cambiaria y Tasa de interés del BCRA Datos diarios



Compra/ venta de dólares del BCRA



¿Que pasó?... Se agotó

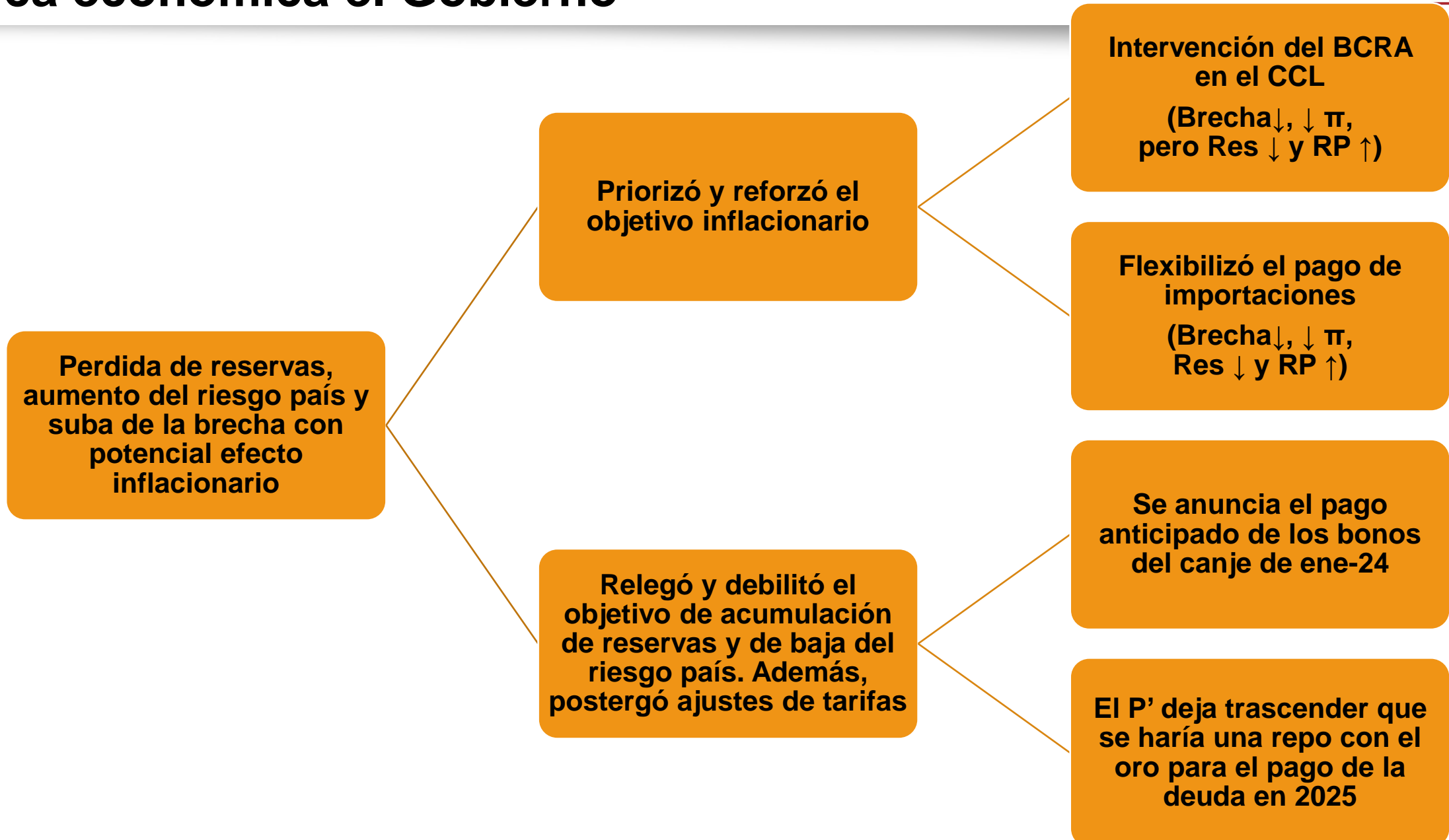
- i. El colchón cambiario adicional generado por la megadevaluación inicial de dic23 del 118%.**
- ii. El aire que produjo la emisión del Bopreal que alivió al CCL**
- iii. El oxígeno que provino del pago escalonado de importaciones que facilitó la recomposición de reservas.**
- iv. Todo lo cual se complicó con el saneamiento apresurado del balance del BCRA**

- I. Claves del escenario local
- II. Fase I del Programa Económico: éxitos, efectos no deseados y desgaste
- III. Fase II: Hacia la Emisión cero y la escases de pesos (pero faltan los dólares)**
- IV. Conclusiones

Toda la política económica apuntando al objetivo desinflacionario (y la brecha)

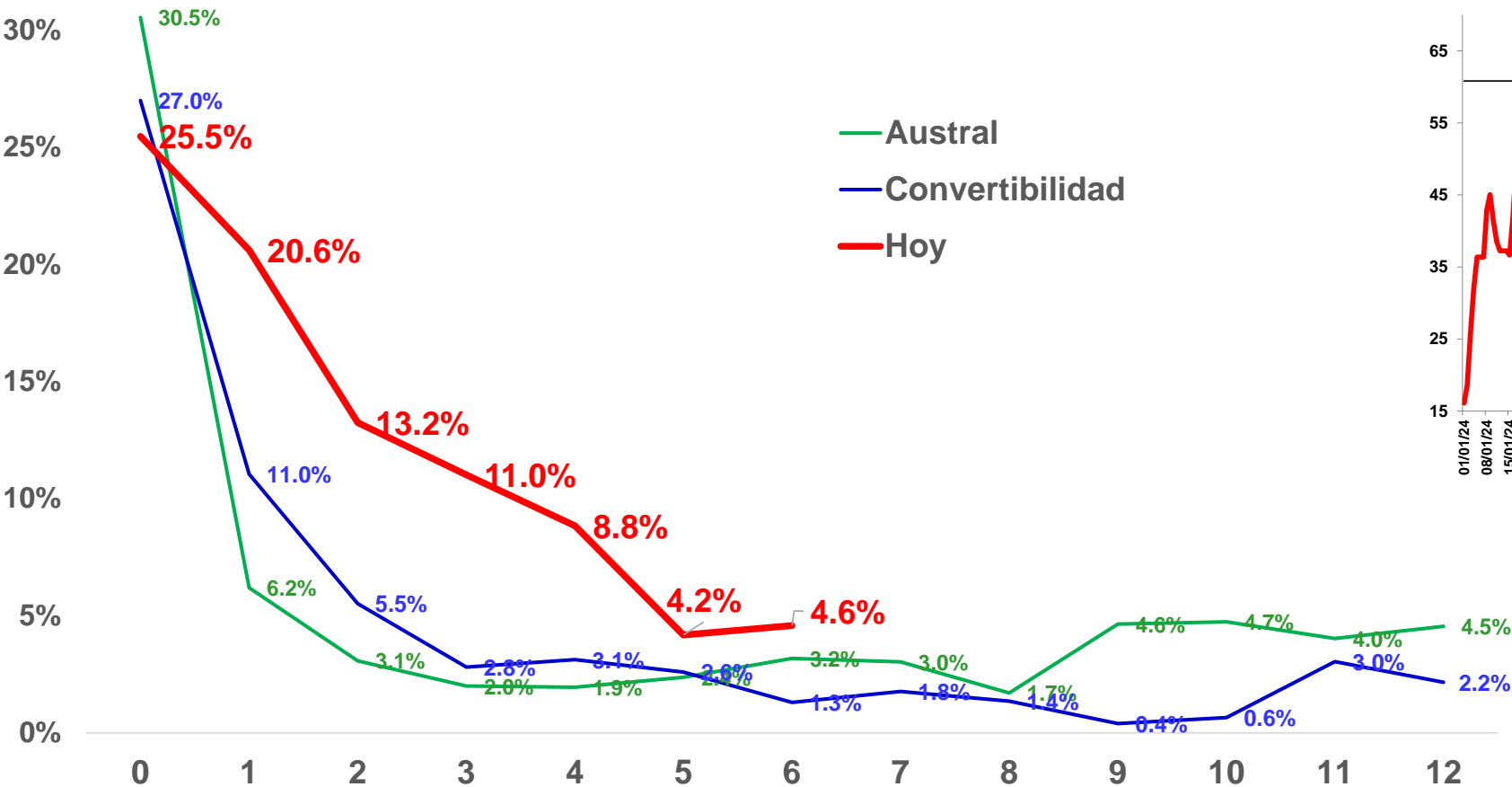
POLÍTICAS	OBJETIVOS / EFECTOS
<ul style="list-style-type: none">✓ Se reafirma la política fiscal contractiva de cero de financiamiento monetario para el fisco.✓ Se reafirma la política cambiaria de crawl al 2% mensual yendo al 1% cuando la inflación alcance el 2%.✓ Se cierra el grifo de emisión monetaria por pasivos remunerados y puts.✓ Se decide la intervención en el CCL para reducir la brecha esterilizando los pesos emitidos por compra de dólares (\$2.5 B, o u\$s1,850 M).✓ Se anuncia la emisión cero con meta tope de base monetaria amplia de \$47.7 B.	<ul style="list-style-type: none">✓ Se facilita el control de la expansión monetaria y el logro del objetivo de baja de brecha e inflación.✓ También se facilita el logro del objetivo de baja de brecha e inflación, pero a costa de un atraso cambiario mayor.✓ Pero se abrió la ventanilla de pases activos. Y el BCRA aún puede emitir por Lefi y por financiamiento neto del Tesoro.✓ Se apunta al objetivo de bajar brecha y inflación, pero relegando el de acumulación de reservas del BCRA✓ Se apunta a hacer “escasos los pesos” para bajar la brecha. Pero como la base monetaria hoy es de \$21 B, ésta podrá crecer hasta \$47.7 B, por colocaciones netas de Lefi, Lecap y, eventualmente, por compra neta de dólares.

Frente al dilema que se le planteó frente al desgaste de su política económica el Gobierno

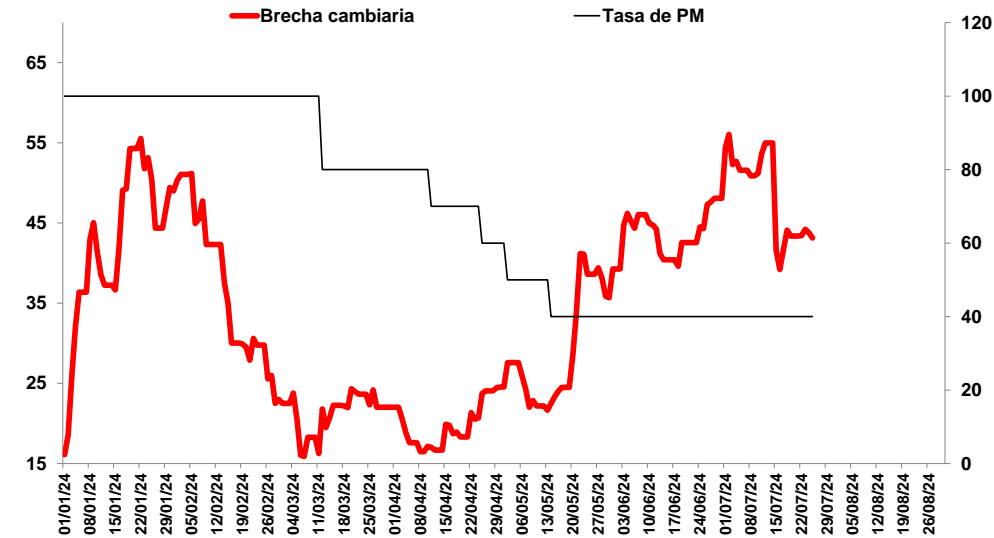


Efectos: Caída de la tasa de inflación y de la brecha

Desinflación actual vs Plan Austral y Plan de Convertibilidad

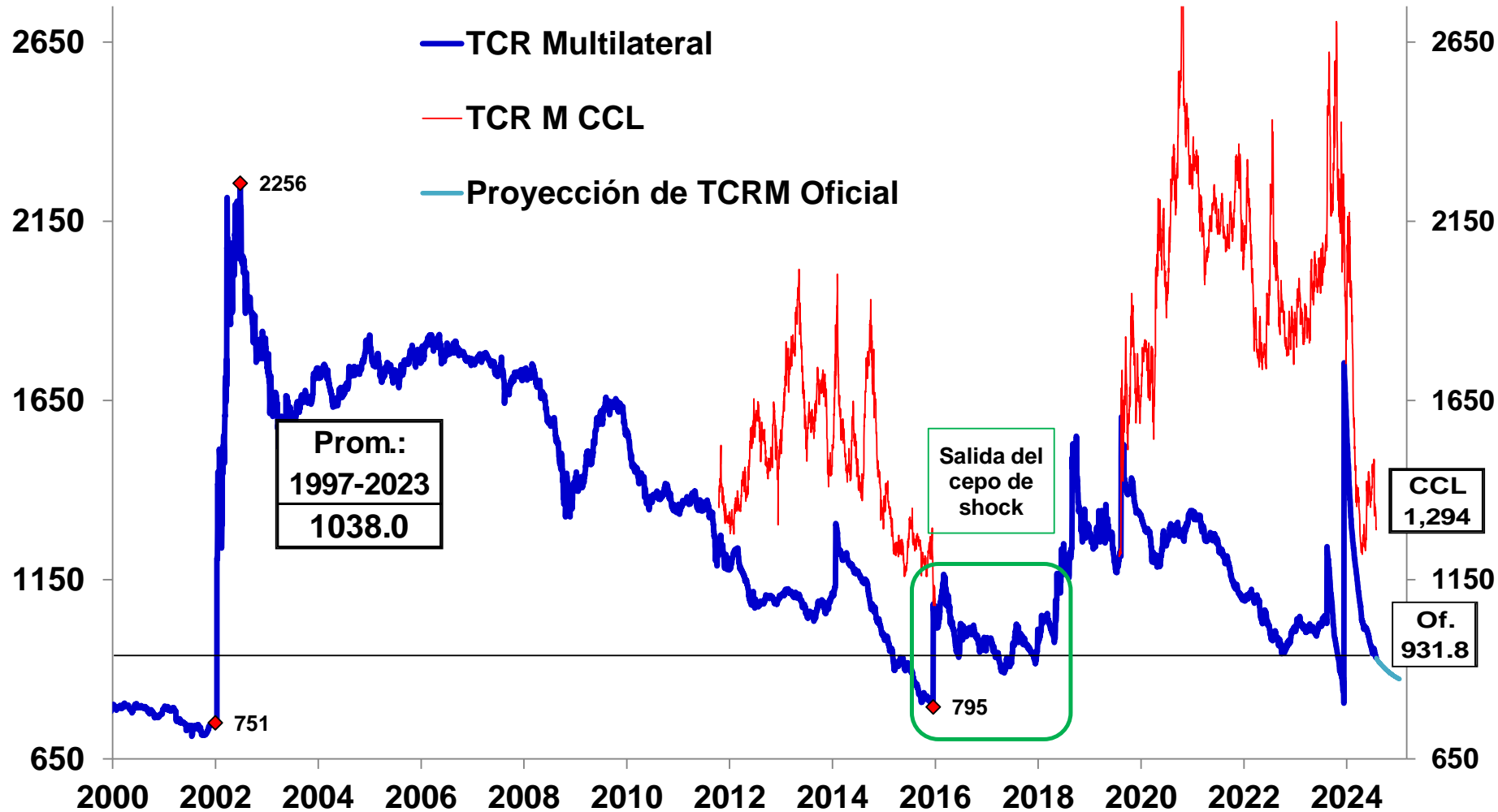


Brecha cambiaria y Tasa de interés del BCRA Datos diarios



Efectos: Con más crawl y aún con la inflación cayendo el TCR seguiría apreciándose

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



SIMs con TCR Multilateral

	TC multilateral	TCN	TCR Multi
17/12/15		14	1082
29/2/16		16	1165
30/6/17		17	948
31/12/17		19	982
11/8/23		287	1036
14/8/23		350	1242
17/11/23		354	898
10/12/23		364	864
12/12/23		367	806
13/12/23		800	1746
29/7/24		932	932
31/8/24		952	914
30/9/24		971	902
31/12/24		1016	875
2003-05			1732
2016			973
2017			953

Con el TCR apreciándose y con más demanda de dólares en el MULC las reservas podrían seguir cayendo

Balance Cambiario y Reservas del BCRA - Simulación 2024, Escenario Pasivo

u\$s M	6Meses	jul-24	ago-24	sep-24	oct-24	nov-24	dic-24	2023	2024
	2024	2024	2024	2024	2024	2024	2024	Año	Año
Cuenta Corriente Caja	8,937	-961	-1,054	-1,096	-1,386	-1,396	732	-3,581	3,777
Bienes	15,602	1,174	552	-298	-604	129	1,406	12,486	17,961
Exportaciones	31,991	5,821	5,478	5,233	5,020	5,252	5,978	61,663	64,772
Importaciones	16,389	4,647	4,926	5,531	5,624	5,124	4,571	49,178	46,811
Servicios reales	-1,245	-369	-356	-365	-306	-251	-184	-6,195	-3,077
Exportaciones	4,062	568	677	610	608	615	782	7,542	7,921
Importaciones	5,306	936	1,033	975	914	866	966	13,737	10,997
Intereses netos	-5,183	-1,725	-1,205	-379	-415	-1,203	-407	-9,534	-10,517
Deuda pública	4,269	1,737	987	194	206	982	191	7,255	8,566
Deuda privada	1,474	246	236	209	223	233	238	3,106	2,859
Utilidades y otros	-238	-40	-45	-53	-60	-70	-84	-338	-590
Cuenta capital y financiera	-2,989	-817	180	1,042	236	253	1,102	-17,943	-992
Compra de dólares (FAE)	587	98	117	121	118	116	120	-725	1,277
Deuda privada y títulos públicos	921	-357	3	63	41	49	109	-5,373	829
Inversión Extranjera Directa	443	150	101	109	118	129	125	913	1,174
FMI	1,574	-672	0	791	0	0	791	-5,078	2,483
Desembolsos	5,445	0	0	791	0	0	791	12,703	7,026
Vencimientos	3,871	672	0	0	0	0	0	17,782	4,543
Otros org.internacionales y bilaterales	-4,264	-61	-40	-40	-40	-40	-40	1,134	-4,525
BIS	-5,400	0	0	0	0	0	0	0	-5,400
Compra de u\$s vía bonos (BCRA+TN)	-158	0	0	0	0	0	0	-4,672	-158
Otros movimientos (encajes)	-2,091	25	-1	-2	-1	-1	-1	-4,142	-2,072
Variación de Reservas Brutas	5,949	-1,778	-874	-53	-1,150	-1,143	1,834	-21,524	2,785
Stock de Reservas Brutas, fp	29,016	27,238	26,364	26,311	25,161	24,018	25,852		
Stock de Reservas Netas, fp	910	-2,780	-3,653	-3,707	-4,856	-5,999	-4,165		

Acum.Reservas: 7,493

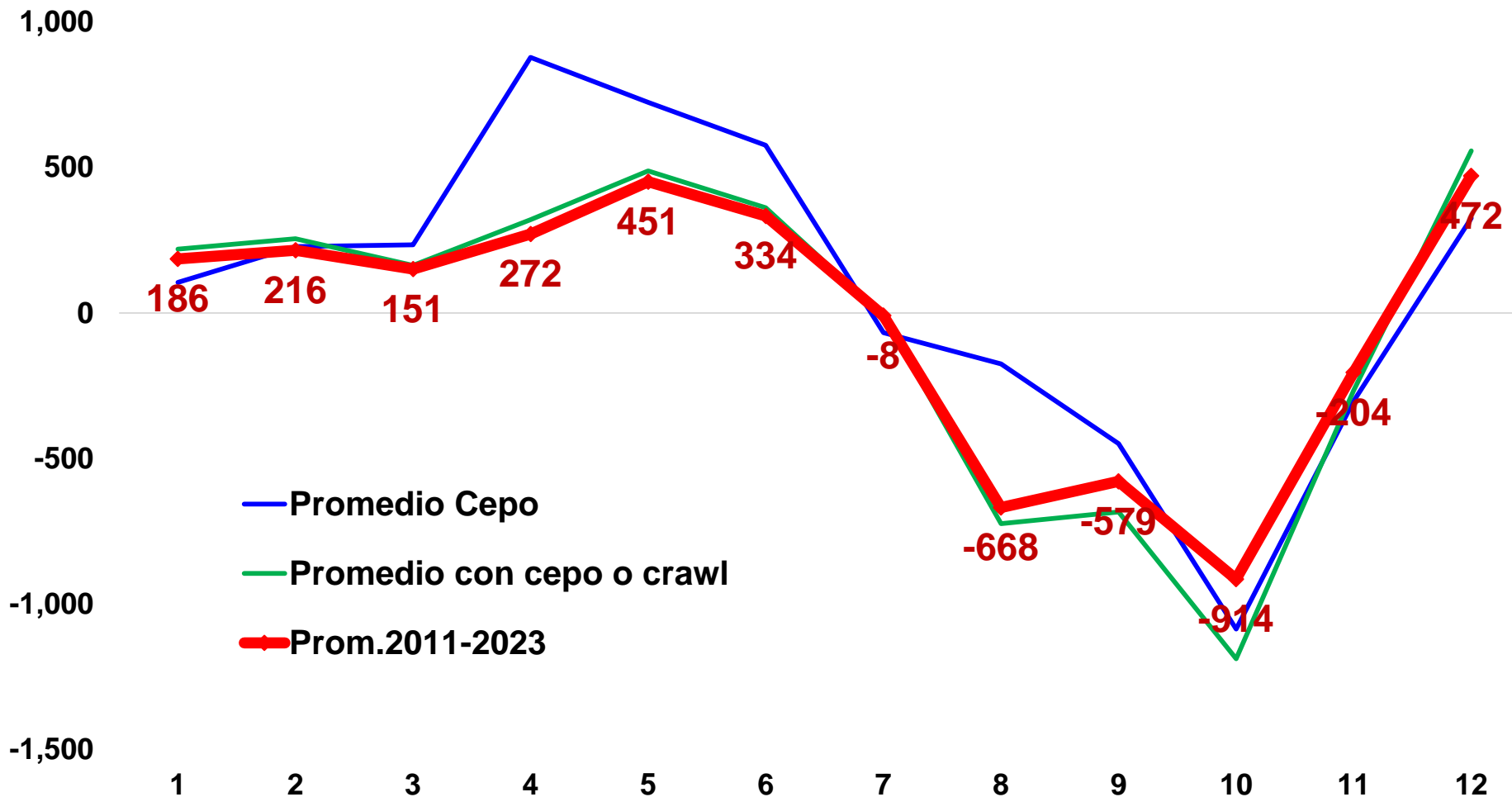
Meta FMI: 8,700

Vencimientos de deuda

u\$s M	ene-25
Nación + BCRA	4,784
Gobierno Nacional	
Total Capital + Interés	4,618
Capital	2,901
FMI	0
Bonos del Canje	2,901
Intereses	1,717
FMI	0
Bonos del Canje	1,717
BCRA	
Total Capital + Interés	167
Capital	167
Bopreal	167
Intereses	0
Bopreal	0

Históricamente el BCRA suele vender dólares en el tercer trimestre del año

Compra / Venta de dólares del BCRA en el MULC
 Datos mensuales en u\$s M

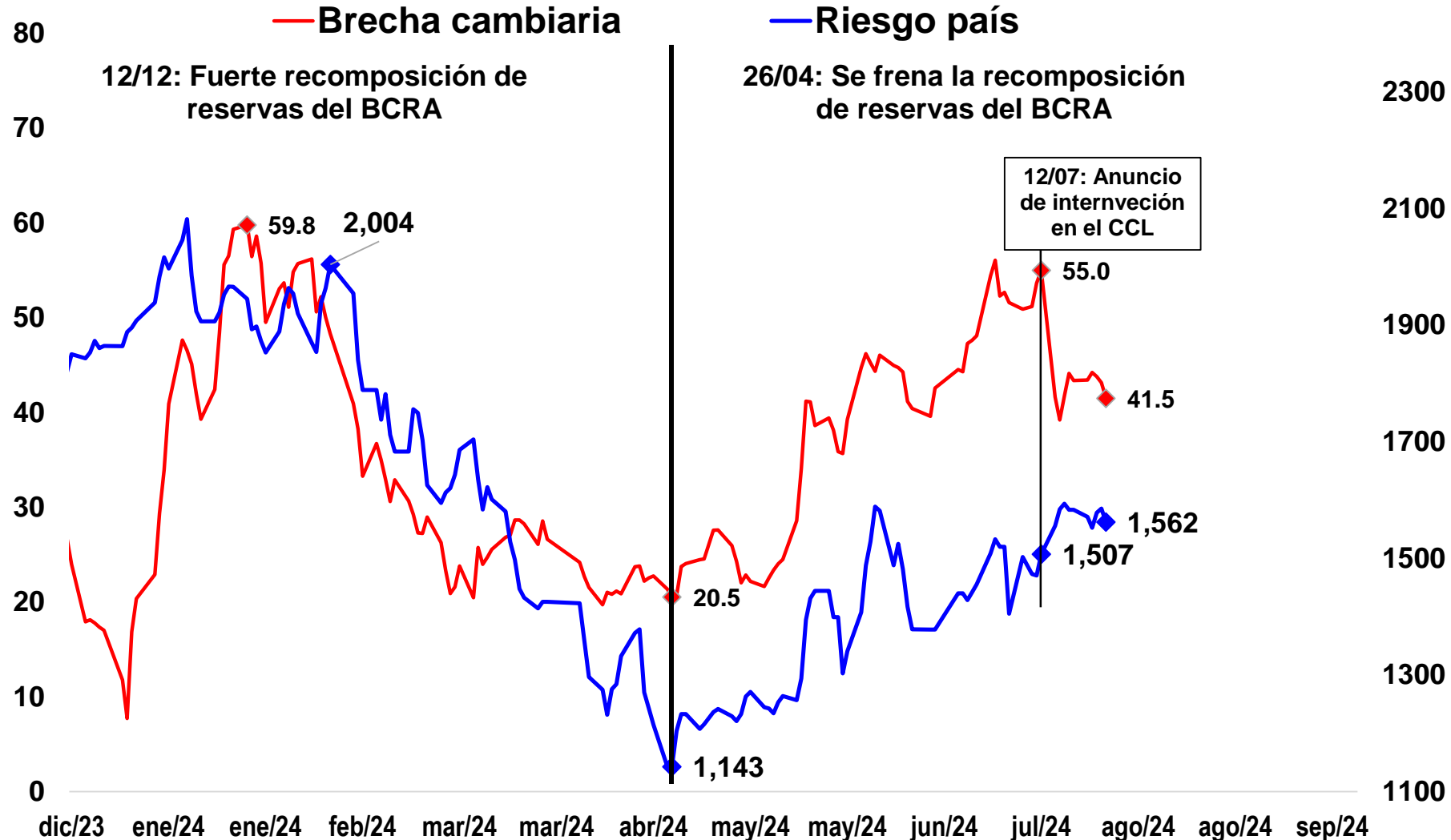


FMI - Metas de Reservas Netas

u\$sM	RIN	
	Nivel	Var
dic-23	-11.2	
mar-24	-2.5	8.7
jun-24	-0.3	2.2
sep-24	-3.6	-3.3
dic-24	-2.5	1.1

Efectos: Caída de la brecha cambiaria y menor acumulación de reservas (y suba del riesgo país)

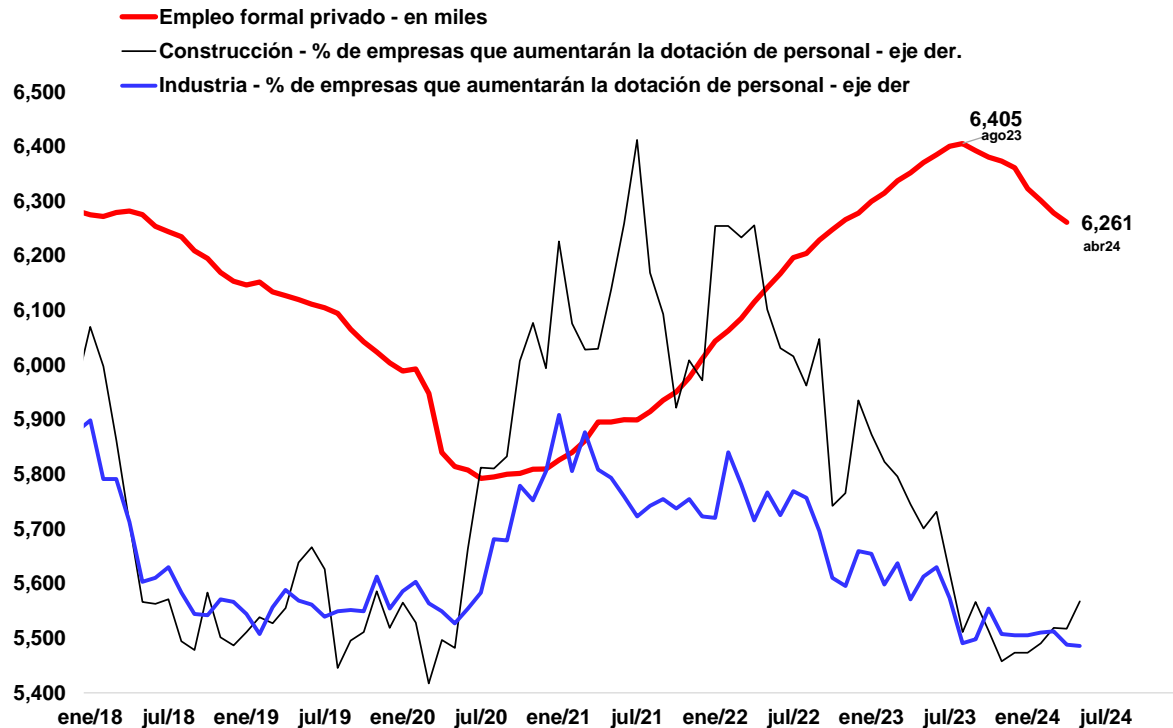
Brecha cambiaria y Riesgo País Datos diarios



Efectos: No hay grandes motores de demanda para empujar el nivel de actividad económica: Consumo privado e Inversión

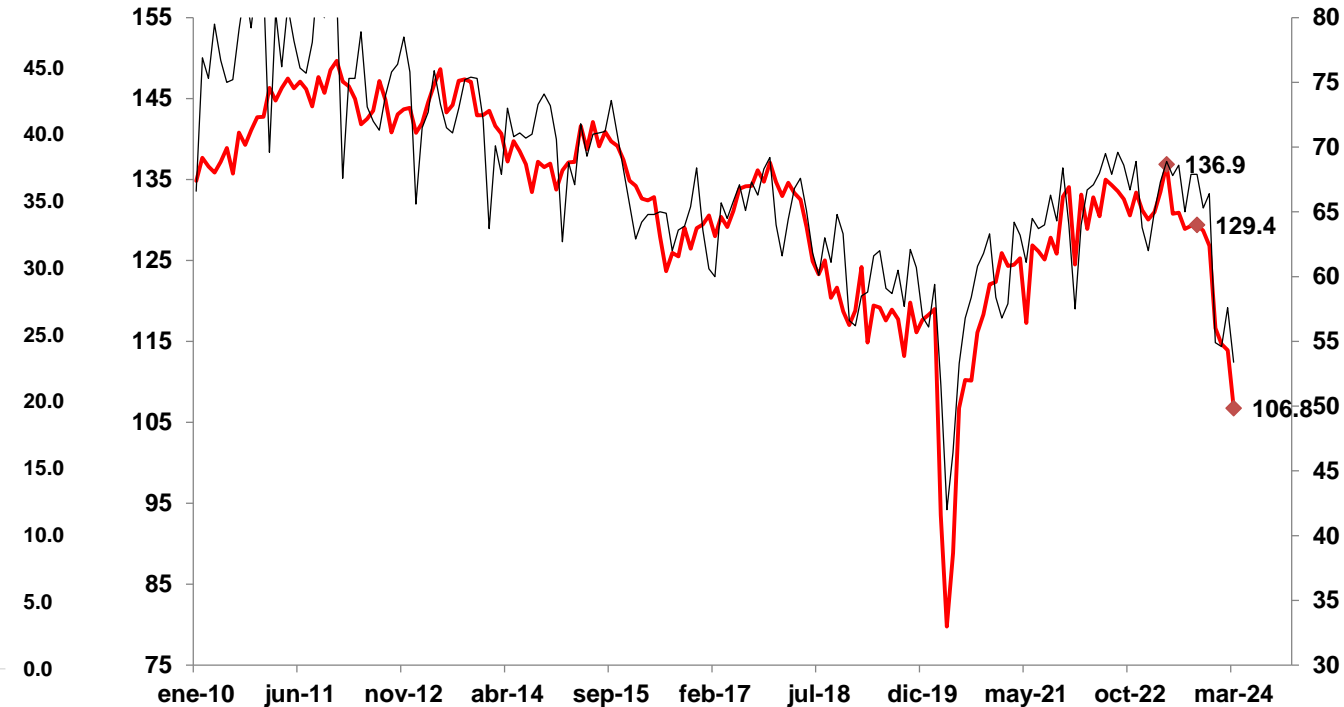
Fuerte caída de la demanda de empleo privado

Empleo privado formal y sondeos de demanda laboral



Actividad Industrial: en niveles bajos de capacidad instalada

Datos desestacionalizados - IPIM INDEC



Favorables:

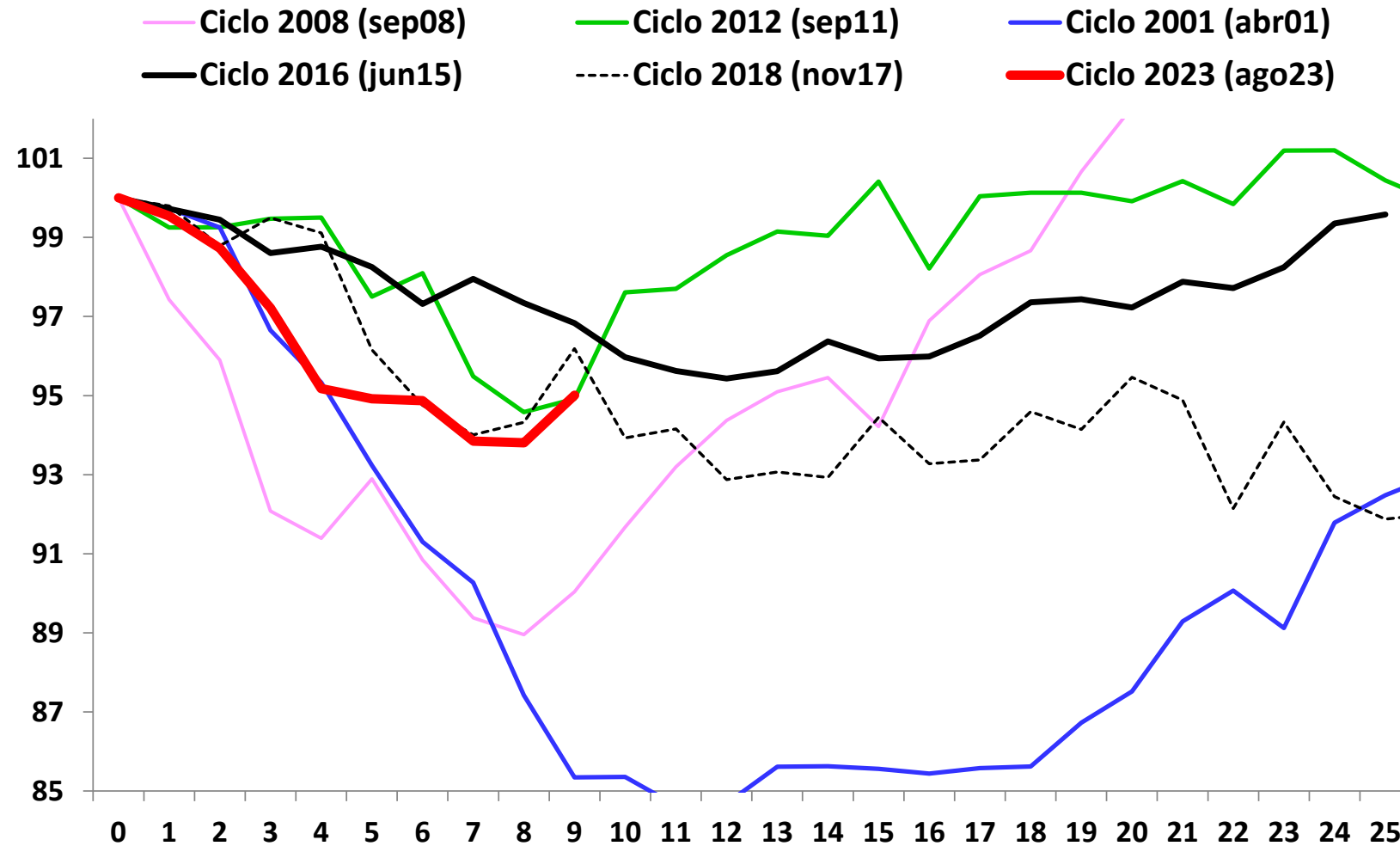
- ✓ Blanqueo
- ✓ Rebaja BBPP
- ✓ RIGI

Desfavorables:

- ✓ Hay cepo cambiario
- ✓ El TCR está apreciado
- ✓ La economía no recuperó crédito externo

Efectos: Con motores débiles (macro probablemente no estable) la recuperación podría ser lenta e inestable

Recesiones Comparadas: PBI total



- I. Claves del escenario local
- II. Fase I del Programa Económico: éxitos, efectos no deseados y desgaste
- III. Fase II: Hacia la Emisión cero y la escases de pesos (pero faltan los dólares)
- IV. Conclusiones**

- i. Un Gobierno con buen rumbo económico.**
- ii. Pero el programa de estabilización presenta señales de fatiga.**
- iii. Lo “mejor” del plan de estabilización ya pasó en términos financieros y también pasó lo “más malo” en términos reales**
- iv. El colchón externo desapareció y seguimos teniendo una economía desequilibrada.**
- v. La obsesión inflacionaria lo está llevando a un problema de conflicto de objetivos y de secuencia de política económica de su programa de estabilización.**
- vi. La capacidad de reacción que sigue mostrando el Gobierno ayuda a mantener una mínima estabilidad, pero la incertidumbre no disminuye**

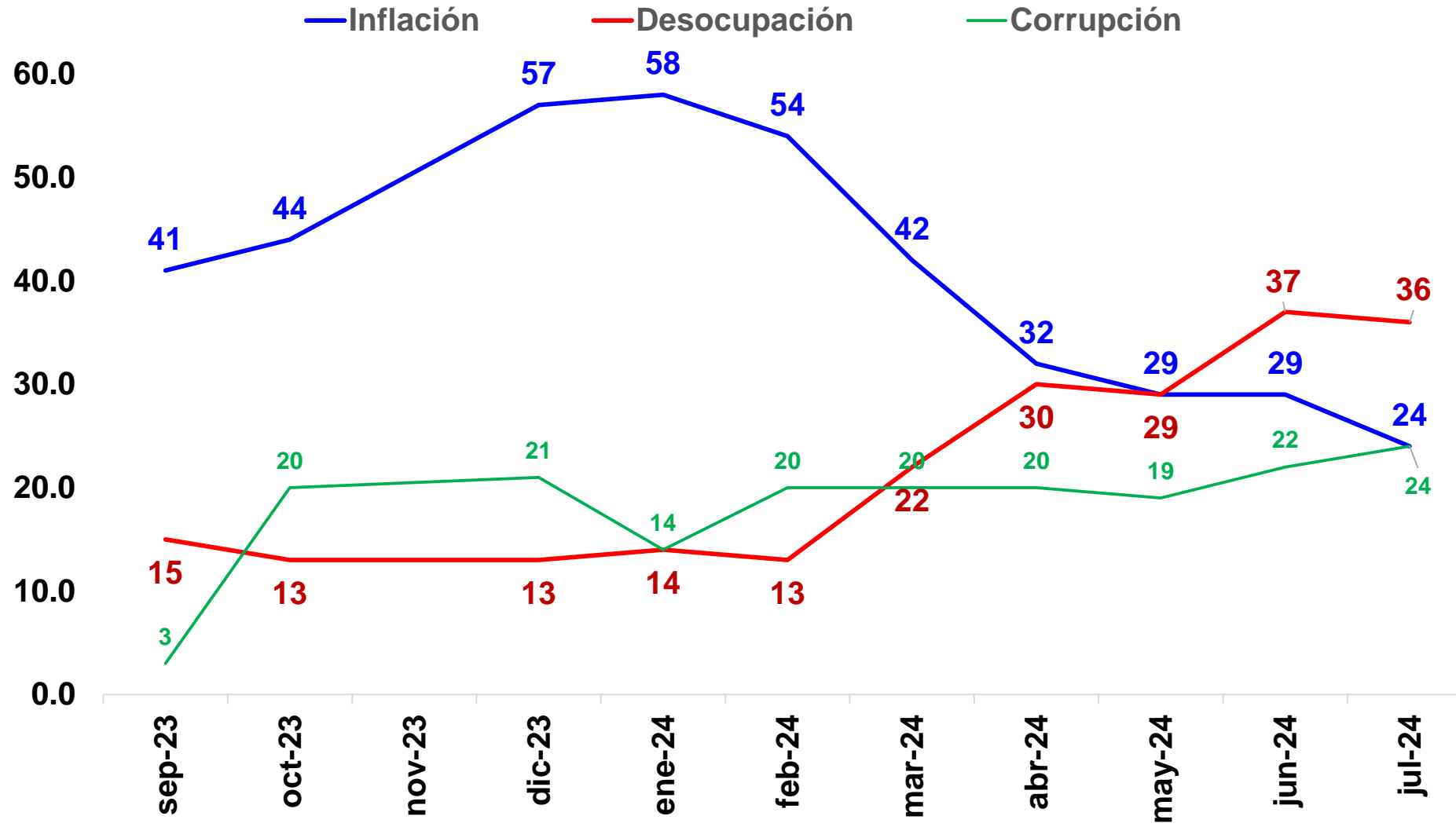
Cómo piensa el Gobierno la economía:

- I. No hay atraso cambiario. La pérdida de reservas es estacional.
- II. “Déficit cero implica tener solvencia intertemporal... tarde temprano el riesgo país y las calificaciones se acomodarán...”
- III. Con escases de moneda, el peso se va a apreciar

Comienzan a cambiar las demandas de la población

Principales preocupaciones de la población

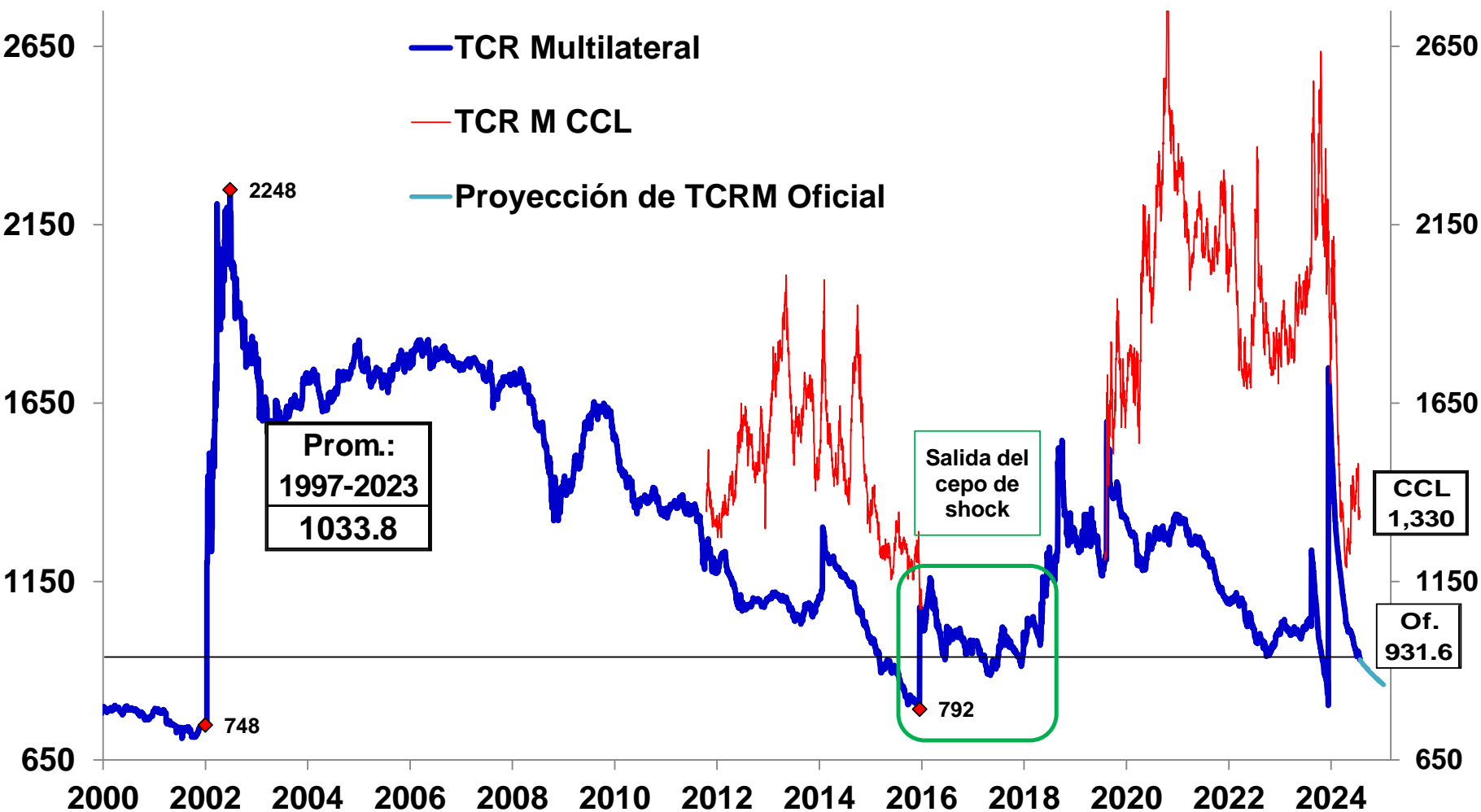
Sondeo Opina Argentina



¿Hay atraso cambiario? Enfoque (1) de análisis de la serie

SIMs con TCR Multilateral

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



TC multilateral	TCN	TCR Multi
17/12/15	14	1079
29/2/16	16	1161
30/6/17	17	945
31/12/17	19	978
11/8/23	287	1032
14/8/23	350	1238
17/11/23	354	895
10/12/23	364	861
12/12/23	367	803
13/12/23	800	1740
26/7/24	932	932
31/8/24	954	912
30/9/24	972	899
31/12/24	1016	864
2003-05		1726
2016		970
2017		950

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

Pero si al TCRM lo depuramos por productividad ...

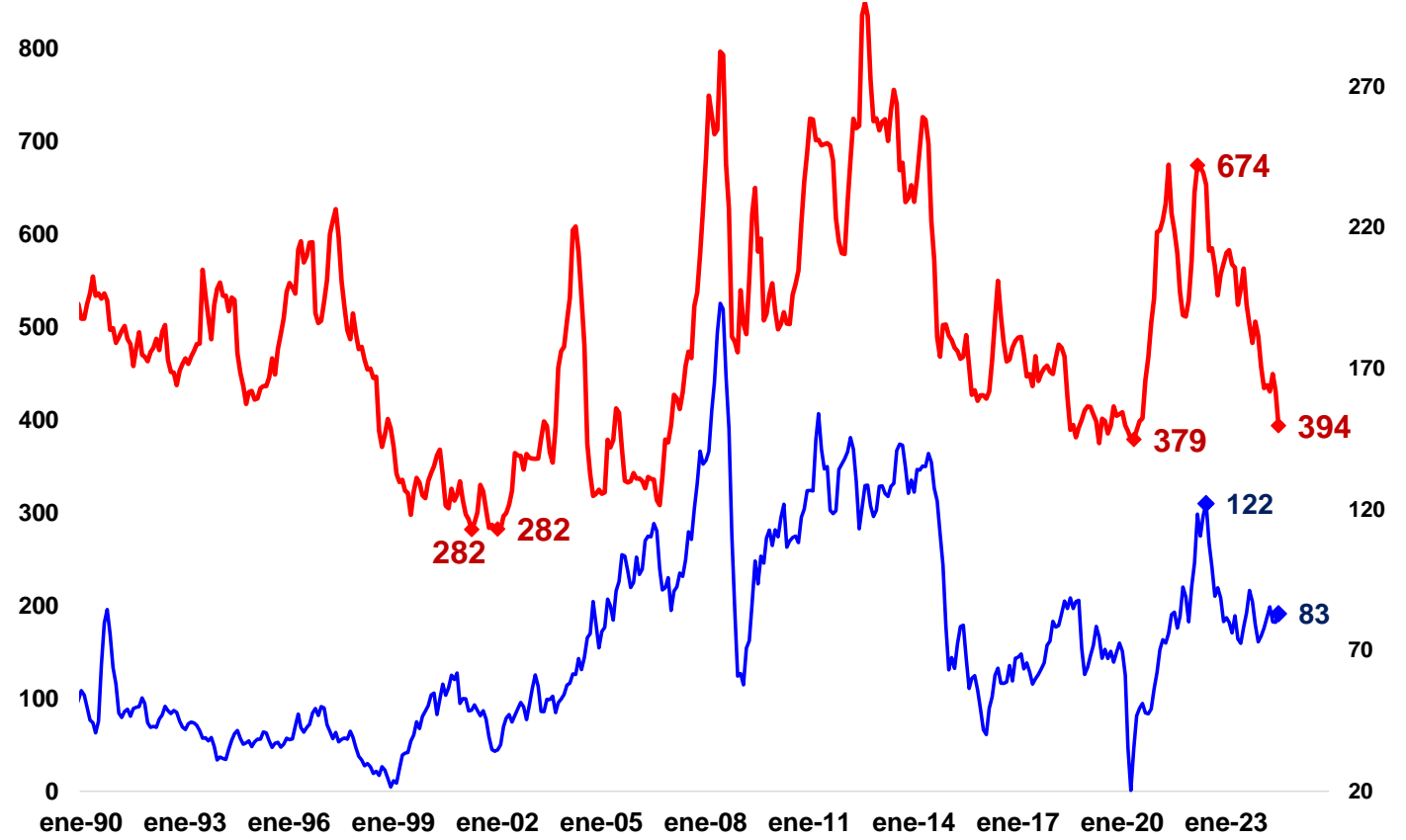
Deterioro de la Productividad

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

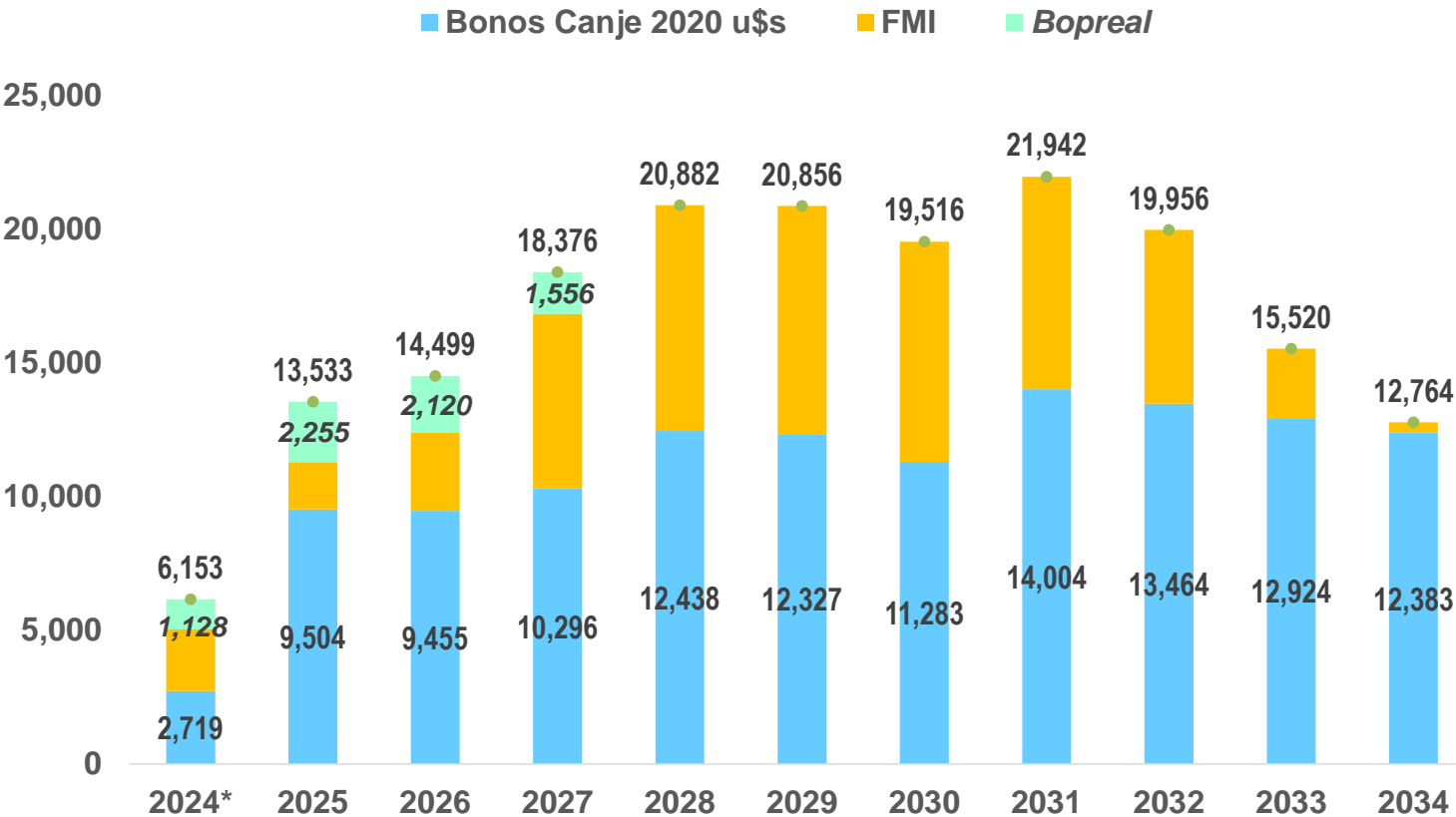
— Precio Soja real — Precio Petróleo WTI real - eje der
 datos a precios de julio de 2024



Enfoque (3): ¿Es éste el TCR que permite generar el superávit de cuenta corriente necesario para pagar la deuda y no afectar el aparato productivo?

Cronograma de vencimientos de deuda en dólares

(capital e interés, incluye FMI, Bonos del Canje de 2010 del Tesoro y Bopreal del BCRA)



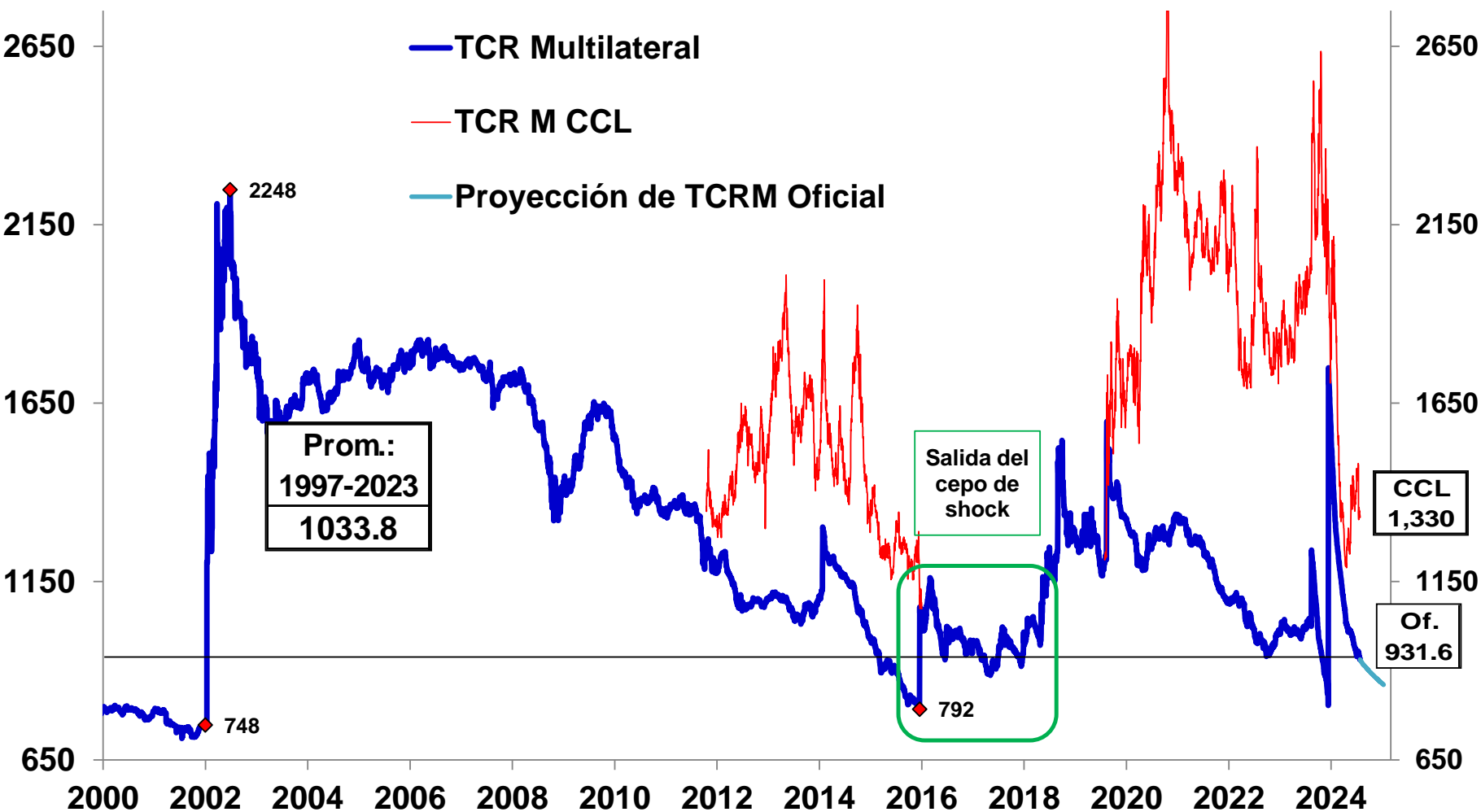
Vencimientos de deuda del Gobierno Nacional y el BCRA

u\$s M	ago-24	sep-24	oct-24	nov-24	dic-24	ene-25
Nación + BCRA	2,962	167	204	1,012	167	4,784
Gobierno Nacional						
Total Capital + Interés	800	0	0	800	0	4,618
Capital	0	0	0	0	0	2,901
FMI	0	0	0	0	0	0
Bonos del Canje	0	0	0	0	0	2,901
Intereses	800	0	0	800	0	1,717
FMI	800	0	0	800	0	0
Bonos del Canje	0	0	0	0	0	1,717
BCRA						
Total Capital + Interés	2,162	167	204	212	167	167
Capital	2,117	167	167	167	167	167
Bopreal	167	167	167	167	167	167
Intereses	45	0	38	45	0	0
Bopreal	45	0	38	45	0	0

Y hacia delante ...

SIMs con TCR Multilateral

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

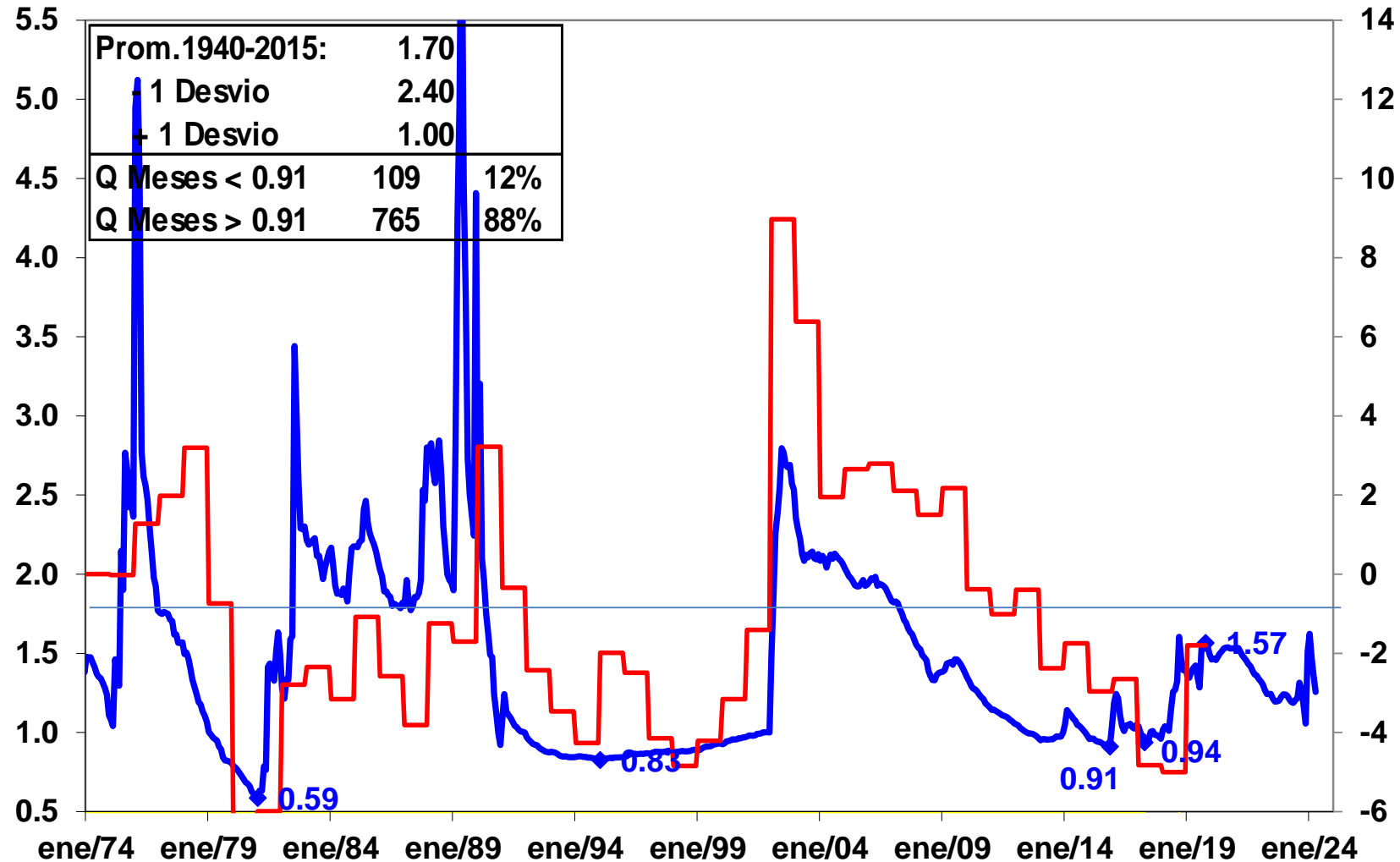


TC multilateral	TCN	TCR Multi
17/12/15	14	1079
29/2/16	16	1161
30/6/17	17	945
31/12/17	19	978
11/8/23	287	1032
14/8/23	350	1238
17/11/23	354	895
10/12/23	364	861
12/12/23	367	803
13/12/23	800	1740
26/7/24	932	932
31/8/24	954	912
30/9/24	972	899
31/12/24	1016	864
2003-05		1726
2016		970
2017		950

Enfoque (3): ¿Es éste el TCR que permite generar el superávit de cuenta corriente necesario para pagar la deuda y 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)



- I. Claves del escenario local
- II. Fase I del Programa Económico: éxitos, efectos no deseados y desgaste
- III. Fase II: Hacia la Emisión cero y la escases de pesos (pero faltan los dólares)
- IV. ¿Hay atraso cambiario? ¿Se sale del cepo?**
- V. Competencia de monedas ¿Qué es y qué implica?
- VI. Conclusiones

- I. Claves del escenario local
- II. Fase I del Programa Económico: éxitos, efectos no deseados y desgaste
- III. Fase II: Hacia la Emisión cero y la escases de pesos (pero faltan los dólares)
- IV. ¿Hay atraso cambiario? ¿Se sale del cepo?
- V. Competencia de monedas ¿Qué es y qué implica?**
- VI. Conclusiones**

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 en u\$s M	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 no bancarias	M3 Privado	Activos domésticos privados
	I	II	III	IV	V	VI
31/12/15	14,763	27,146	41,909	7,010	95,688	102,698
31/12/16	27,869	44,342	72,211	14,780	103,061	117,841
31/12/17	43,308	64,517	107,825	32,407	111,687	144,094
31/12/18	34,361	19,739	54,101	23,018	72,760	95,778
31/12/19	21,208	15,902	37,110	15,778	49,301	65,079
31/12/20	17,309	17,042	34,350	10,812	46,928	57,740
31/12/21	19,955	23,999	43,954	10,563	52,528	63,090
31/12/22	23,369	30,042	53,411	10,183	58,116	68,300
31/03/23	23,177	30,206	53,383	10,077	55,450	65,527
30/06/23	22,207	31,549	53,757	9,589	53,595	63,185
30/09/23	18,310	27,298	45,608	7,639	42,107	49,746
31/12/23	28,183	29,544	57,727	9,658	47,251	56,910
31/03/24	37,370	35,631	73,001	11,238	49,610	60,847
30/04/24	40,511	36,406	76,917	13,713	51,465	65,178
31/05/24	41,925	21,914	63,839	15,328	48,921	64,249

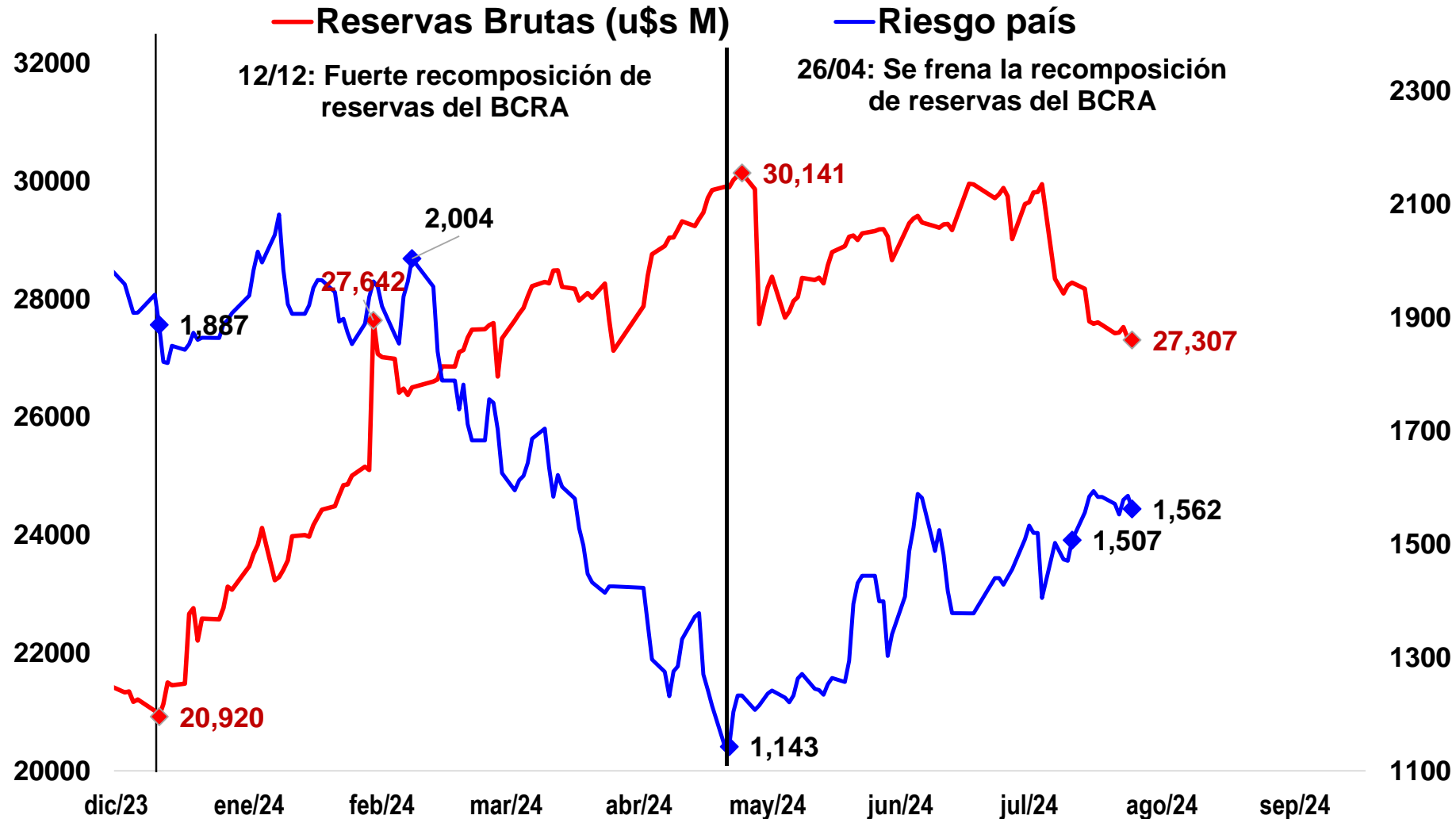
TOTAL PERÍODO Milei						
	23,615	-5,384	18,231	7,689	6,815	14,503
	129%	-20%	40%	101%	16%	29%

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

Clave III: ¿El BCRA cuenta con reservas suficientes?

Reservas Brutas del BCRA y Riesgo País

Datos diarios



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

Toda la política económica apuntando al objetivo desinflacionario (y la brecha):

- I. Se reafirma la política fiscal contractiva de cero de financiamiento monetario para el fisco.**
- II. Se reafirma la política cambiaria de crawl al 2% mensual yendo al 1% cuando la inflación alcance el 2%.**
- III. Se cierra el grifo de emisión monetaria por pasivos remunerados y puts.**
- IV. Se decide la intervención en el CCL para reducir la brecha esterilizando los pesos emitidos por compra de dólares (\$2.5 B, o u\$s1,850 M).**
- V. Emisión monetaria cero (sui generis) con meta tope de base monetaria amplia de \$47.7 B. La base monetaria hoy es de \$21 B (se emitirá por Lefi, Lecap y, eventualmente, compra neta de dólares).**

Clave V: ¿Que nos dicen las proyecciones implícitas del acuerdo con el FMI sobre la política económica?

Escenario Macro Base Acuerdo FMI

	2022	2023	2024	2025
PBI real - var%	5.0	-1.6	-3.5	5.0
Inflación - dic/dic %	95%	211%	140%	45%
TCN punta	177	809	1,250	2,083
Var%	72%	357%	54%	67%
TCR punta - a precios de fin 2023	538	809	534	630
Rtdo de Cuenta Corriente - % del PBI	-0.7	-3.4	0.6	0.6
Reservas Brutas - u\$s mil M	44.6	23.1	27.2	33.2
Reservas Netas - u\$s mil M	8.8	-8.5	-1.5	4.5
Base Monetaria - var%	42.5	84.6	170.3	101.8
Base Monetaria - % del PBI	6.3	5.1	4.2	5.0
Rtdo fiscal - % del PBI	-4.2	-4.6	0.0	0.5
Emisión Deuda Externa - u\$s M, proxy	0	0	0	1,500
Deuda pública - % del PBI	84.7	156.7	91.0	78.3

u\$s M	Compra de dólares del BCRA	Reservas
2003	5,684	14,119
2004	7,918	19,646
2005	10,554	28,077
2006	14,166	32,037
2007	10,474	46,166

No hay grandes motores de demanda para empujar el nivel de actividad económica: el consumo privado

Política de Intervención del BCRA

En miles de millones de pesos corrientes

	Base Monetaria			Oferta de Base Monetaria							Depó Priv Total \$	M2 priv (Sin rem.) Total \$	PF Priv + Vista rem. Total \$	Prest. S Priv	Brecha
	Billetes	Reservas	Var.BM	Compra de u\$s	Lelics/ Pases	Intereses	Lelics/ Pases (sólo capital)	Gobierno	Lefi/ Cpra- vta bonos						
2021 :															
22/04	2,503	1,560	943								5,497	3,735	3,322	2,883	0.0
30/06	2,736	1,789	946								6,330	4,635	3,484	3,086	65.6
Var \$M:	232	229	3	232	279	-28	242	-270	33	-51	833	900	163	203	66
V%/ %tot	9.3	14.7	0.3								15.2	24.1	4.9	7.1	#¡DIV0!
2021 :															
30/06	2,736	1,789	946								6,330	4,635	3,484	3,086	65.6
23/07	2,901	1,881	1,020								6,249	4,517	3,613	3,104	75.5
Var \$M:	166	92	74	166	101	-21	89	-109	128	-43	-81	-118	129	18	10
V%/ %tot	6.1	5.2	7.8								-1.3	-2.5	3.7	0.6	15.1
2024 :															
22/04	13,181	7,734	5,447								44,191	22,115	29,810	20,151	21.3
30/06	20,182	11,139	9,044								56,998	35,899	32,237	28,441	48.1
Var \$M:	7,002	3,405	3,597	7,002	2,589	18,234	2,200	16,033	-13,792	-29	12,807	13,784	2,427	8,290	27
V%/ %tot	53.1	44.0	66.0								29.0	62.3	8.1	41.1	125.2
2024 :															
30/06	20,182	11,139	9,044								56,998	35,899	32,237	28,441	48.1
23/07	20,887	12,449	8,438								57,314	33,232	36,532	31,241	44.2
Var \$M:	705	1,311	-606	705	126	16,215	334	15,881	-5,943	-9,692	316	-2,667	4,294	2,800	-4
V%/ %tot	3.5	11.8	-6.7								0.6	-7.4	13.3	9.8	-8.0

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

