

“Los riesgos de la obsesión inflacionaria”

Dr.LE Hernán Hirsch

Tomó 011 Folio 170

Agosto 2024



I. Claves del escenario local

II. Mundo: no ayuda al Gobierno, pero ...

III. El Programa Económico:

- ✓ Fase 1: Éxitos, efectos no deseados y desgaste
- ✓ Fase 2: Emisión y Déficit cero, ¿alcanza con eso?
(faltan los dólares y el peso se sigue apreciando)

IV. ¿Qué esperar?

V. Conclusiones

Clave I: Enorme debilidad política en el Congreso (no ayuda a la gestión económica)

El Congreso en 2024

	Diputados		Senadores	
	Bancas	%	Bancas	%
UxP	108	42%	35	49%
JxC	93	36%	24	33%
PRO	38	15%	7	10%
UCR	37	14%	13	18%
C Cívica	8	3%	0	0%
Resto	10	4%	4	6%
LLA - Milei	37	14%	7	10%
Resto	19	7%	6	8%
TOTAL	257	100%	72	100%
LLA + PRO	75	29%	14	19%
LLA+PRO+ 33%UCR+33%Resto JxC	90	35%	19	26%
LLA + JxC 100%	130	51%	30	42%

Mayorías:

129

36

Dos derrotas legislativas en una semana

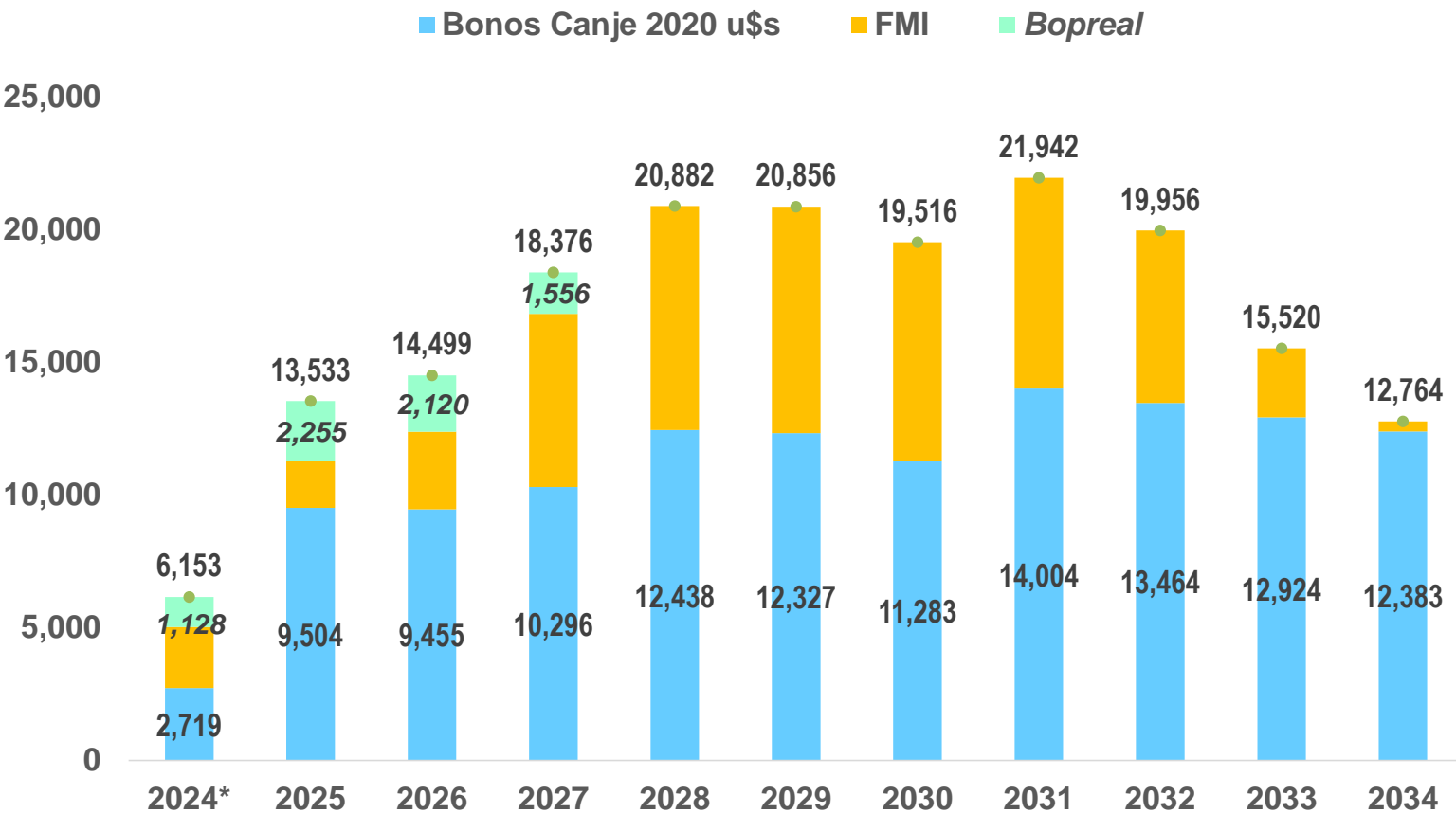
I. Sanción de la movilidad jubilatoria con mayoría de dos tercios en ambas cámaras. Diputados con el 75% y el Senado con 88%.

II. Rechazo en Diputados con el 73% al DNU de aumento del Presupuesto de la SIDE por \$100 mil M

¿Habrá ley de Presupuesto?

Clave II: El Gobierno enfrenta altos pagos de deuda en dólares en los próximos años y casi sin Financiamiento y Reservas

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

Clave III: El BCRA sigue con reservas netas negativas y ha dejado de comprar 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	23/08/24 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	27,845	8,932	-2,296	6,636
Oro certificado	2,817	3,231	3,461			
Oro no certificado	1,207	1,385	1,483			
DEGs	68	893	5			
Swap Chino no activado	13,299	13,127	13,300			
Depósito en el BIS	3,001	0	0			
SEDESA títulos	1,832	1,886	1,832			
Reservas Líquidas Totales *	817	11,505	9,596	10,688	-1,909	8,779
Encajes	9,460	9,030	10,485			
Resto Reservas Líquidas	-8,643	2,475	-889			
Pasivos Brutos	32,488	29,835	30,582	-2,653	747	-1,906
Encajes Bancarios	9,460	9,030	10,485			
Swap China	18,196	17,959	18,196			
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	-2,737	11,585	-3,043	8,542
RIN con Bopreal	-11,279	-1,694	-4,737	9,585	-3,043	6,542

No se percibe una gran voluntad por recomponer las reservas del BCRA

✓ No hay atraso cambiario. La pérdida de reservas es estacional y acumular reservas no es tan importante, ¿cómo hacen los países con TC flexible?

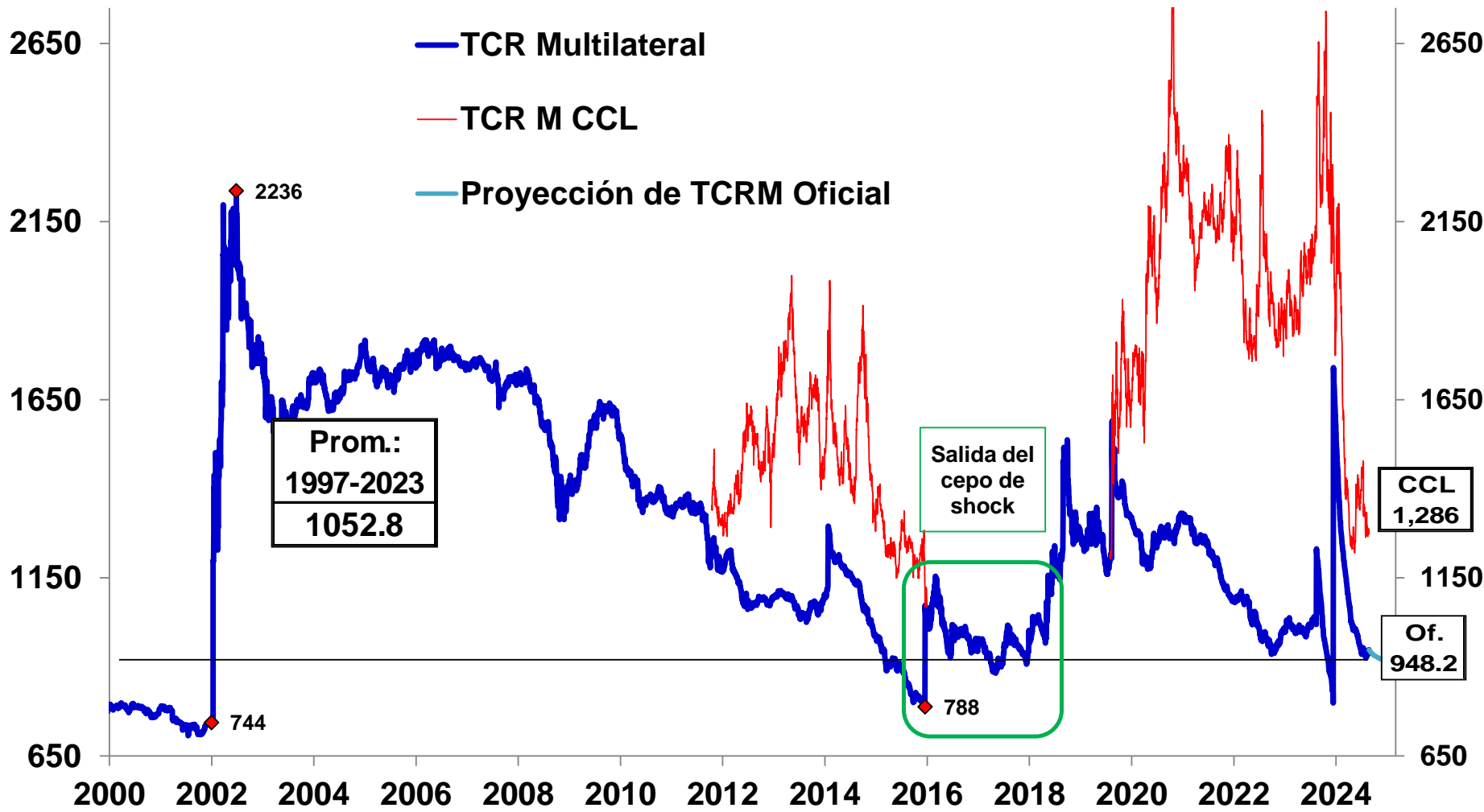
✓ “Déficit cero implica tener solvencia intertemporal... tarde temprano el riesgo país y las calificaciones se acomodarán...”

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

Clave IV: Se perdió la mejora de la competitividad cambiaria que se ganó con la devaluación del 118% de dic/23

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	1073
29/2/16		16	1155
30/6/17		17	940
31/12/17		19	973
11/8/23		287	1027
14/8/23		350	1232
17/11/23		354	891
10/12/23		364	856
12/12/23		367	799
13/12/23		800	1731
23/8/24		948	948
31/8/24		953	944
30/9/24		972	932
31/12/24		1016	916
2003-05			1717
2016			965
2017			945 ₆

I. Claves del escenario local

II. Mundo: no ayuda al Gobierno, pero ...

III. El Programa Económico:

- ✓ Fase 1: Éxitos, efectos no deseados y desgaste
- ✓ Fase 2: Emisión y Déficit cero, ¿alcanza con eso?
(faltan los dólares y el peso se sigue apreciando)

IV. ¿Qué esperar?

V. Conclusiones

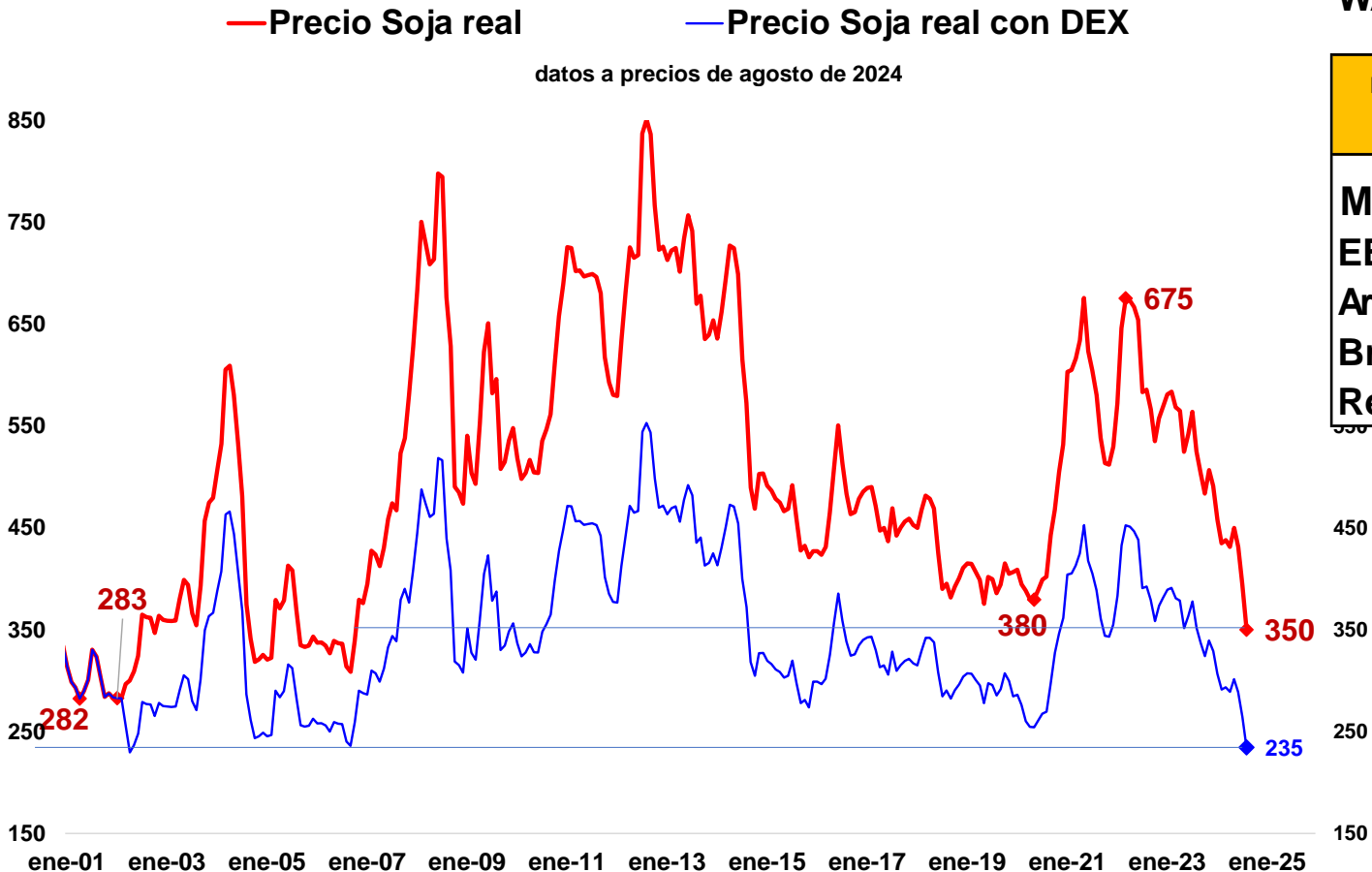
Mundo: El escenario de soft-landing en EE.UU. se mantiene

EE.UU.: Proyecciones del FOMC - FED
Rango, junio 2024

	dic-22	jun-23	dic-23	mar-24	abr	may	jun	jul-24	2024	Largo plazo
PBI real (var% a/a IVT) Proy.Mar24	0.7	2.4	3.1	2.9			3.1		1.9 - 2.3 2 - 2.4	- 1.8
Desempleo (% IVT) Proy.Mar24	3.5	3.6	3.7	3.8	3.9	4.0	4.1	4.3	3.9 - 4.2 3.9 - 4.1	4.2 4.1
Inflación PCE (% IVT) Proy.Mar24	5.4	3.2	2.6	2.7	2.7	2.6	2.5		2.5 - 2.9 2.3 - 2.7	2.0 2.0
Inflación "core" (% IVT) Proy.Mar24	4.9	4.3	2.9	2.8	2.8	2.6	2.6		2.8 - 3 2.5 - 2.8	

Powell el 23/08 (Jackson Hole): “La inflación ha disminuido significativamente... El mercado laboral ya no está sobrecalentado”

Pero los precios de nuestros productos de exportación continúan a la baja



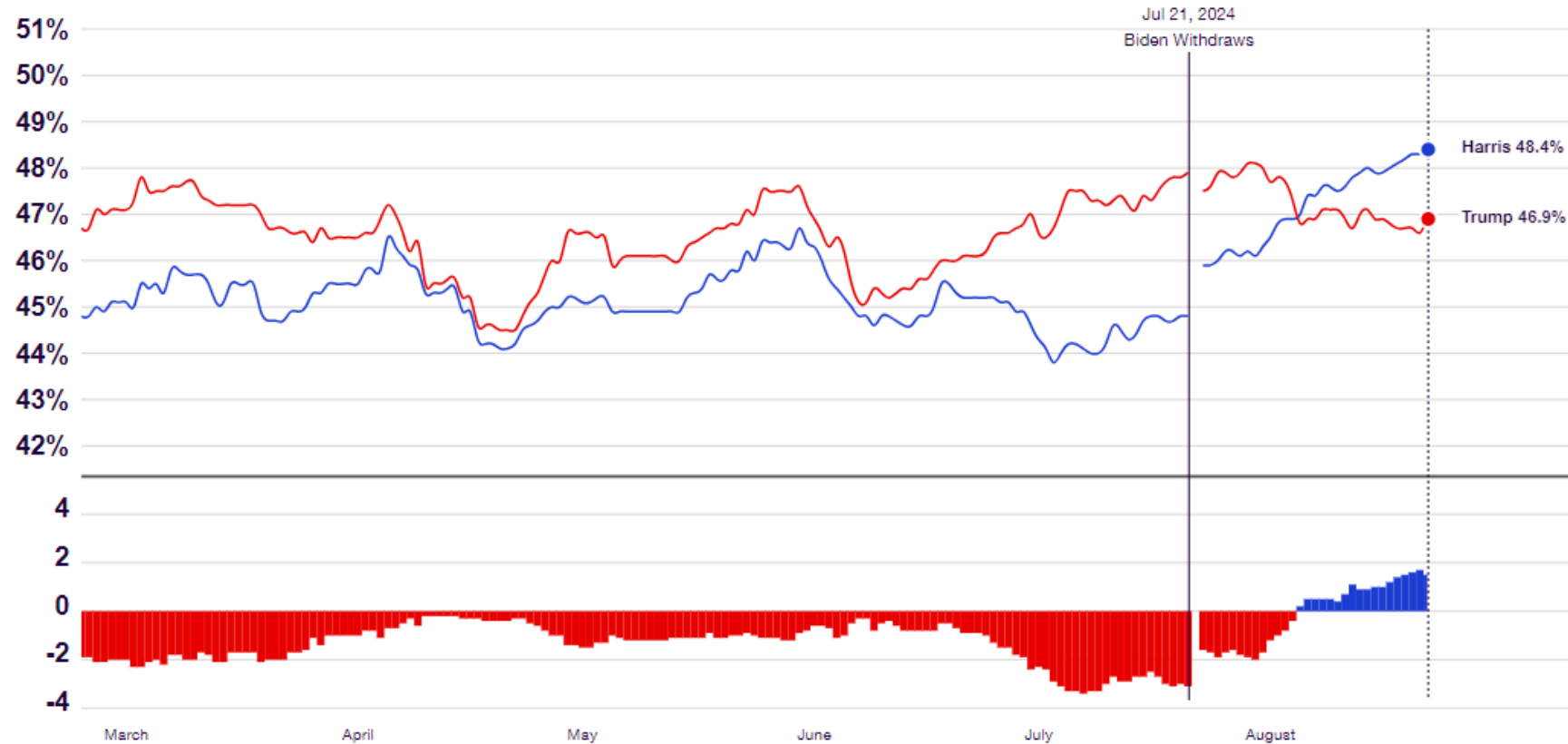
WASDE - Proyecciones de producción de soja

mill de ton	2023	2024	2025 p		Var 2025 Ago-Jul
			Jul	Ago	
Mundo	378	395	422	429	7
EE.UU.	116	113	121	125	4
Argentina	25	49	51	51	0
Brasil	162	153	169	169	0
Resto	75	80	81	84	3

Y las encuestas favorecen un triunfo de Kamala Harris

Trump vs. Harris

(Trump vs. Biden Before July 21, 2024)



Las señales de política monetaria tienden a convalidar un escenario de soft landing para EE.UU.

Powell el 23/08 (Jackson Hole):

- “La inflación ha disminuido significativamente... El mercado laboral ya no está sobrecalentado”
- “Los riesgos al alza para la inflación han disminuido y los riesgos a la baja para el empleo han aumentado.”
- “*Ha llegado el momento de hacer ajustes en la política monetaria...* La dirección que se debe seguir es clara”
- “Haremos todo lo posible para apoyar un mercado laboral fuerte a medida que avanzamos hacia la estabilidad de precios.”

Tasa de la Fed esperada por el mercado

Fuente: CME FedWatch

FED		Tasa Fed esperada al...				
		20-mar	1-may	12-jun	31-jul	23-ago
Reunión	sep-24	4.93	5.22	5.25	5.21	5.19
	dic-24	4.60	5.04	4.99	4.77	4.50
	jun-25	4.06	4.64	4.39	3.96	3.47
Tasa actual: 5.25-5.50		FOMC t-4	FOMC t-3	FOMC t-2	FOMC t-1	últ.dato

I. Claves del escenario local

II. Mundo: no ayuda al Gobierno, pero ...

III. El Programa Económico:

- ✓ **Fase 1: Éxitos, efectos no deseados y desgaste**
- ✓ Fase 2: Emisión y Déficit cero, ¿alcanza con eso?
(faltan los dólares y el peso se sigue apreciando)

IV. ¿Qué esperar?

V. Conclusiones

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

Sector Público Nacional - base caja

SPN \$ MM	7M-I24 \$ MM	7M-23 \$ MM	Var.% a/a Real	7M-I24 % PBI	7M-23 % PBI	Var.pp del PBI
INGRESOS	51,317	14,484	-5.3	17.0	17.0	0.0
Tributarios totales	42,719	12,732	-10.3	14.1	14.9	-0.8
Tributarios sin retenciones	39,453	12,069	-12.6	13.1	14.2	-1.1
Retenciones a las exportaciones	3,266.8	662.8	31.7	1.1	0.8	0.3
Impuesto PAÍS	4,292.1	318.9	259.7	1.4	0.4	1.0
Rentas de propiedad y otros	8,597.7	1,752.0	31.2	2.8	2.1	0.8
GASTO PRIMARIO	43,455	16,699	-30.5	14.4	19.6	-5.2
Prestaciones sociales	22,700.0	7,540.8	-19.5	7.5	8.9	-1.3
Salarios	6,545.3	2,163.9	-19.2	2.2	2.5	-0.4
Bienes y Servicios	1,370.6	557.5	-34.3	0.5	0.7	-0.2
Planes sociales	4,697.9	1,626.6	-22.8	1.6	1.9	-0.4
Subsidios económicos	4,645.4	2,023.4	-38.6	1.5	2.4	-0.8
Energía	3,488.6	1,553.1	-40.0	1.2	1.8	-0.7
Transporte y otros	1,053.2	430.0	-34.5	0.3	0.5	-0.2
Gastos de capital	1,038.9	1,436.0	-80.7	0.3	1.7	-1.3
Transferencias a provincias	442.3	473.9	-75.1	0.1	0.6	-0.4
Déficit Empresas Públicas	2,014.3	877.1	-38.6	0.7	1.0	-0.4
Res PRIMARIO (FMI)	7,862	-2,215	-194.9	2.6	-2.6	5.2
Intereses netos	5,891	1,698	-7.3	1.9	2.0	0.0
RESULTADO FISCAL	1,971	-3,913	-113.5	0.7	-4.6	5.2

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

Sector Público Nacional - base caja

SPN \$ MM	jul-24 \$ MM	jul-23 \$ MM	Var.% nom	Var.% a/a Real	ISem-24 Var% real
INGRESOS	9,334	2,702	245.5	-4.9	-5.3
Tributarios totales	7,978	2,347	240.0	-9.6	-11.1
Tributarios sin retenciones	7,424	2,286	224.8	-13.7	-13.0
Der. s/exportaciones	554	61	809.1	141.6	19.7
Impuesto PAÍS	698	66	965.5	183.2	276.8
Rentas de propiedad y otros	1,356	355	281.7	1.5	37.7
GASTO PRIMARIO	8,425	3,036	177.5	-26.2	-31.9
Prestaciones sociales	4,102	1,233	232.8	-11.5	-21.7
Salarios	1,378	485	183.9	-24.5	-18.2
Bienes y Servicios	282	111	154.8	-32.3	-35.3
Planes sociales	797	301	164.7	-29.6	-21.8
Subsidios económicos	1,080	351	208.0	-18.1	-43.4
Energía	834	263	217.5	-15.6	-45.3
Transporte y otros	218	83	162.7	-30.2	-36.0
Gastos de capital	200	263	-24.0	-79.8	-81.0
Transferencias a provincias	81	95	-14.7	-77.3	-74.7
Déficit Empresas Públicas	505	198	155.4	-32.1	-41.0
Res PRIMARIO (FMI)	908	-334	-372	-172	-198
Intereses netos	1,509	420	259.4	-4.5	-8.9
RESULTADO FISCAL	-601	-754	-20	-78.8	-121.6

Y mantener el superávit tampoco será fácil hacia delante (en especial, siendo minoría)

Art.	Item	Impacto fiscal (% PBI)		Descripción
		2024	2025	
3º	Restitución del 8.1% por la inflación de ene/24	0.4%	0.7%	Se suma un ajuste del 8.1% al 12.5% que otorgó el Gobierno en abril por DNU para recuperar el 20.6% de la inflación de enero.
2º	Haber mínimo CBT + 9%	0.2%	0.3%	Se fija como haber mínimo 1.09 x el valor de la Canasta Básica Total de un adulto calculada por el INDEC. Este valor hoy se ubica más de 11.3% por arriba del mínimo jubilatorio (implicaría un ajuste adicional del 3.2% al "8.1%").
4º	Recomposición por mejora del salario real	0%	0.1%	Se dispone un ajuste mensual por año (marzo) por el 50% de la diferencia entre la variación salarial (RIOTE) y de los precios (IPC) en un mismo período de tiempo (si existiera una recuperación del salario real).
10º	Juicios con sentencia firme	0%	0.2% (m.p.)	Se instruye a la ANSES a cancelar los juicios sobre reajustes de haberes con sentencia firme y las deudas de la Nación con las cajas previsionales provinciales.
Impacto fiscal		0.6%	1.3%	

En especial, teniendo en cuenta que para lograr el equilibrio fiscal no se están contabilizando parte de los intereses de deuda

Intereses capitalizados en Julio

\$ MM	Cupón	Monto emitido	Monto capitalizado	Intereses capitalizados
Lecap S12L4	3.57% mensual	1,000	1,054	54
Lecap S26L4	4.00% mensual	2,000	2,190	190
LEFI	40.0% anual	20,000	20,309	309
Total				552

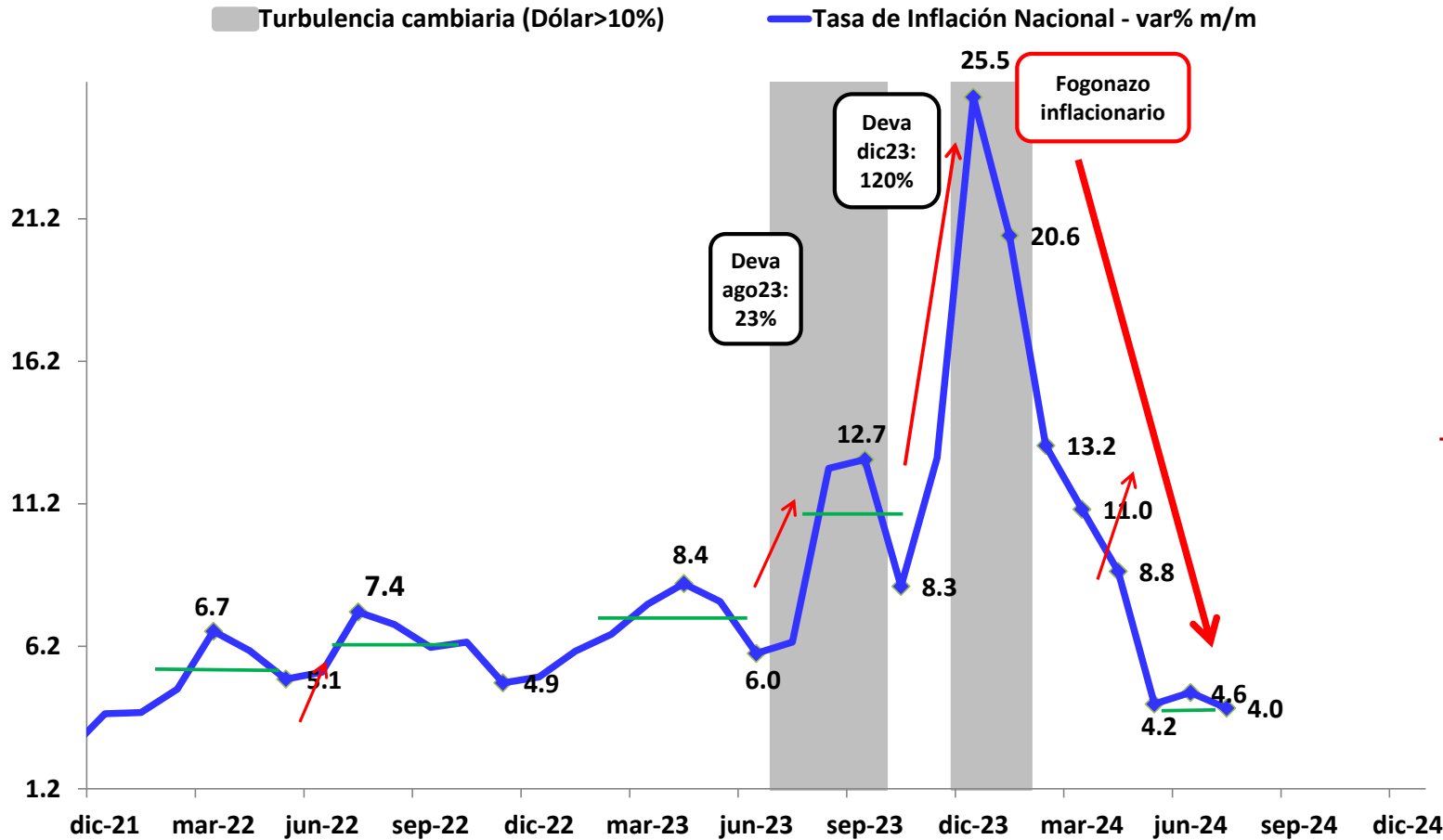
+
 Intereses CAJA Julio: 1,509
 Total interes Julio: **2,062**

Cierre Fiscal 2024 "más verdadero"

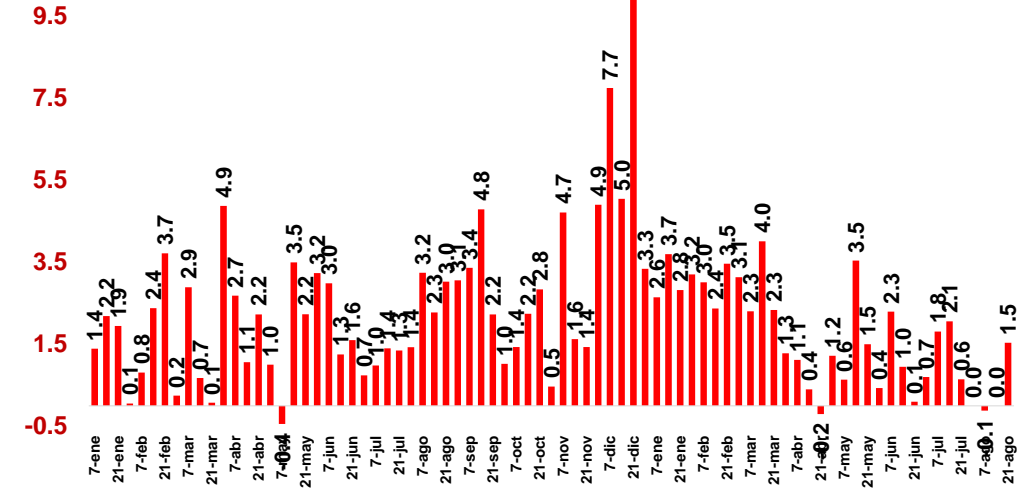
En % del PBI	2024
Superávit primario	1.7
Intereses "BASE CAJA"	1.7
Rtdo fiscal	0
Intereses CAPITALIZADOS	0.9
Rtdo fiscal CON intereses CAPITALIZADOS	-0.9

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

Inflación: fuerte desaceleración, moderándose en el margen



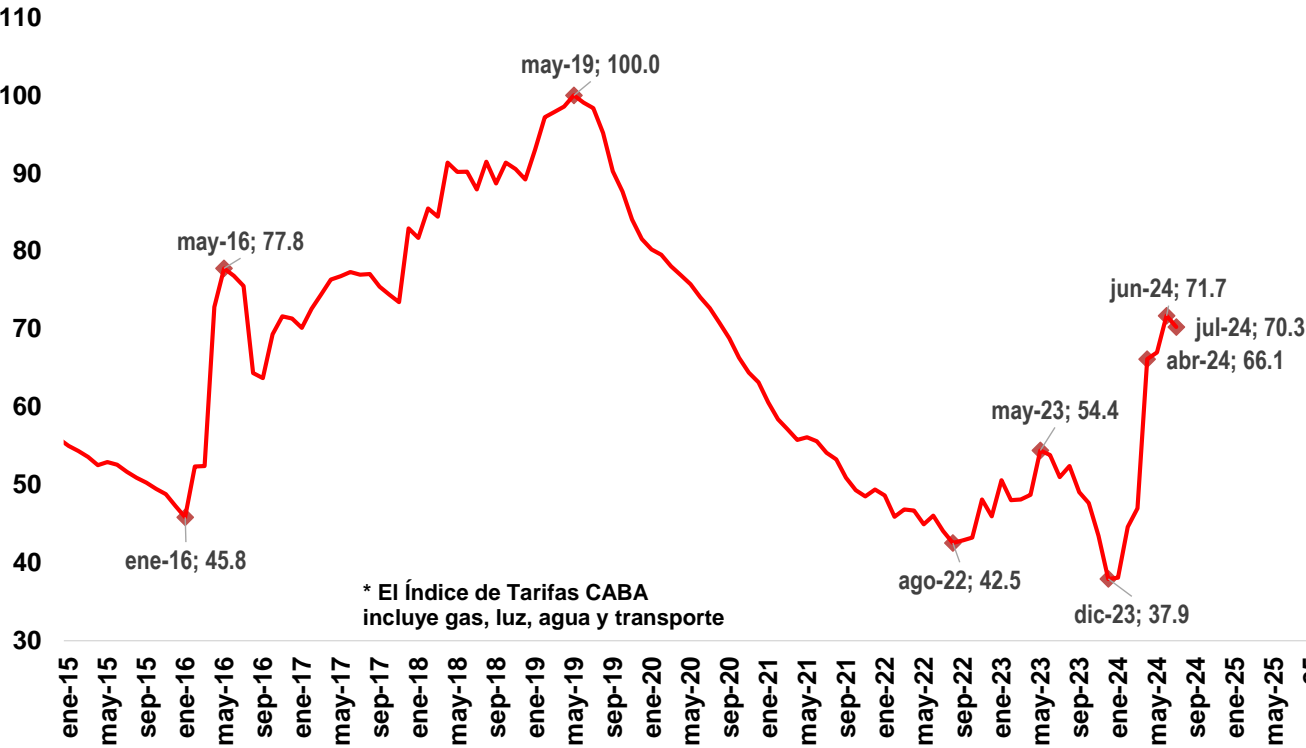
Relevamiento semanal de precios de bienes "core" Variación porcentual semanal



- ✓ Recesión
- ✓ Apreciación cambiaria

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

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



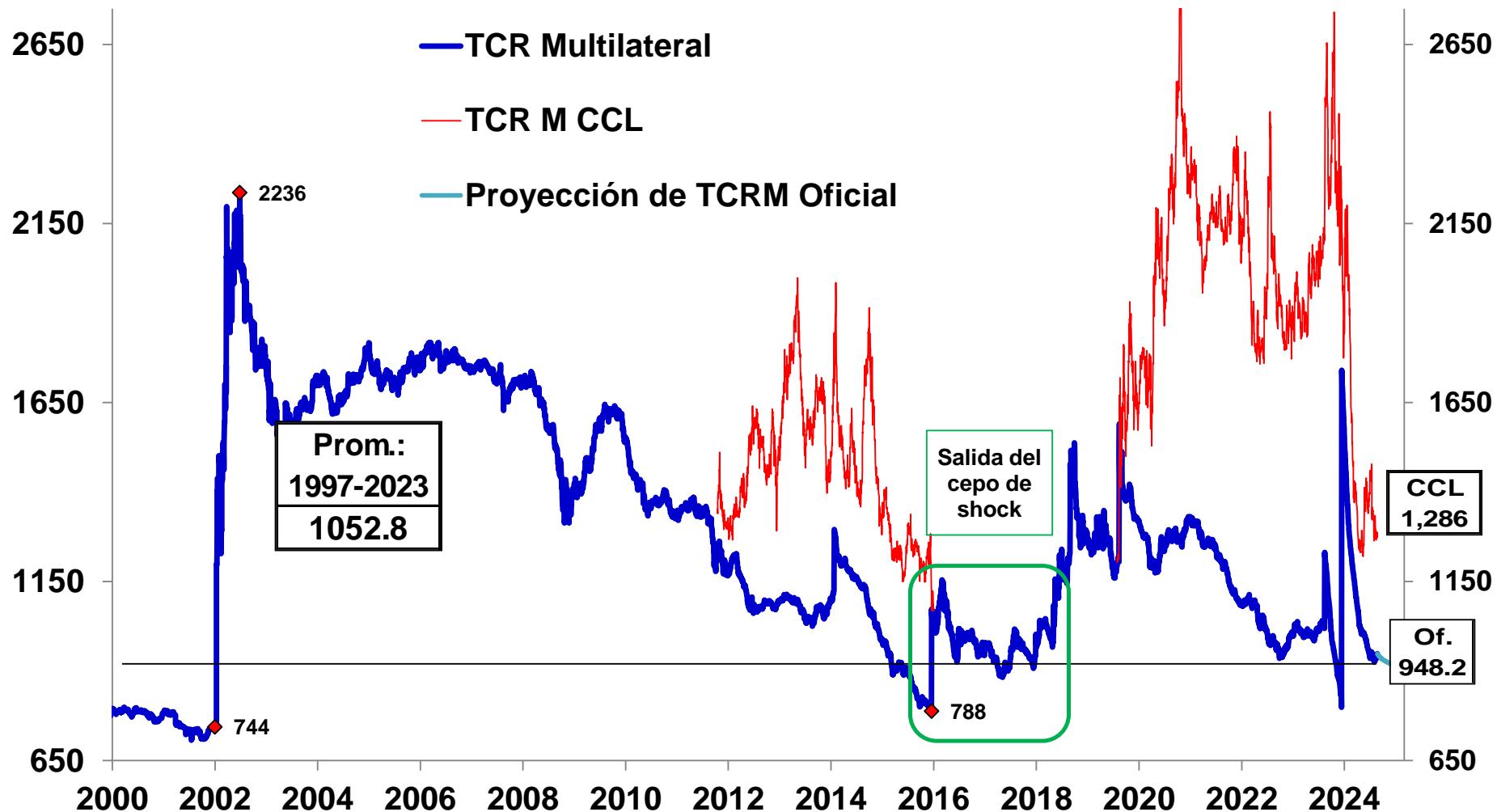
* El Índice de Tarifas CABA incluye gas, luz, agua y transporte

Tasa de inflación: Diferentes mediciones de la core

Var% mensual	IPC Nacional		IPC Nacional s.e.		Inflación core sin alimentos y sin tarifas s.e.
	Nivel Gral	Core	Nivel Gral	Core	
oct-23	8.3	8.8	7.9	8.2	9.1
nov-23	12.8	13.4	12.4	12.9	11.8
dic-23	25.5	28.3	25.9	28.3	19.6
ene-24	20.6	20.2	20.5	20.9	19.5
feb-24	13.2	12.3	13.6	12.5	11.8
mar-24	11.0	9.4	10.5	9.0	9.4
abr-24	8.8	6.3	9.4	6.8	7.6
may-24	4.2	3.7	5.0	4.3	6.1
jun-24	4.6	3.7	5.0	3.7	5.5
jul-24	4.0	3.8	4.3	4.2	5.2

EXTERNO: Hubo fuerte mejora del TCR, pero se perdió rápidamente

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	1073
29/2/16		16	1155
30/6/17		17	940
31/12/17		19	973
11/8/23		287	1027
14/8/23		350	1232
17/11/23		354	891
10/12/23		364	856
12/12/23		367	799
13/12/23		800	1731
23/8/24		948	948
31/8/24		953	944
30/9/24		972	932
31/12/24		1016	916
2003-05			1717
2016			965
2017			945 ₁₉

Hubo también una mejora inicial importante de las cuentas externas, pero se está diluyendo en el margen

Excedente cambiario

u\$sM	Superávit de cuenta cte caja	Compra de dólares
nov-23	47	385
dic-23	2,962	2,084
ene-24	2,344	3,272
feb-24	1,575	2,358
mar-24	1,804	2,882
abr-24	2,277	3,345
may-24	1,161	2,532
jun-24	-223	-47
jul-24		-138
ago-24		364

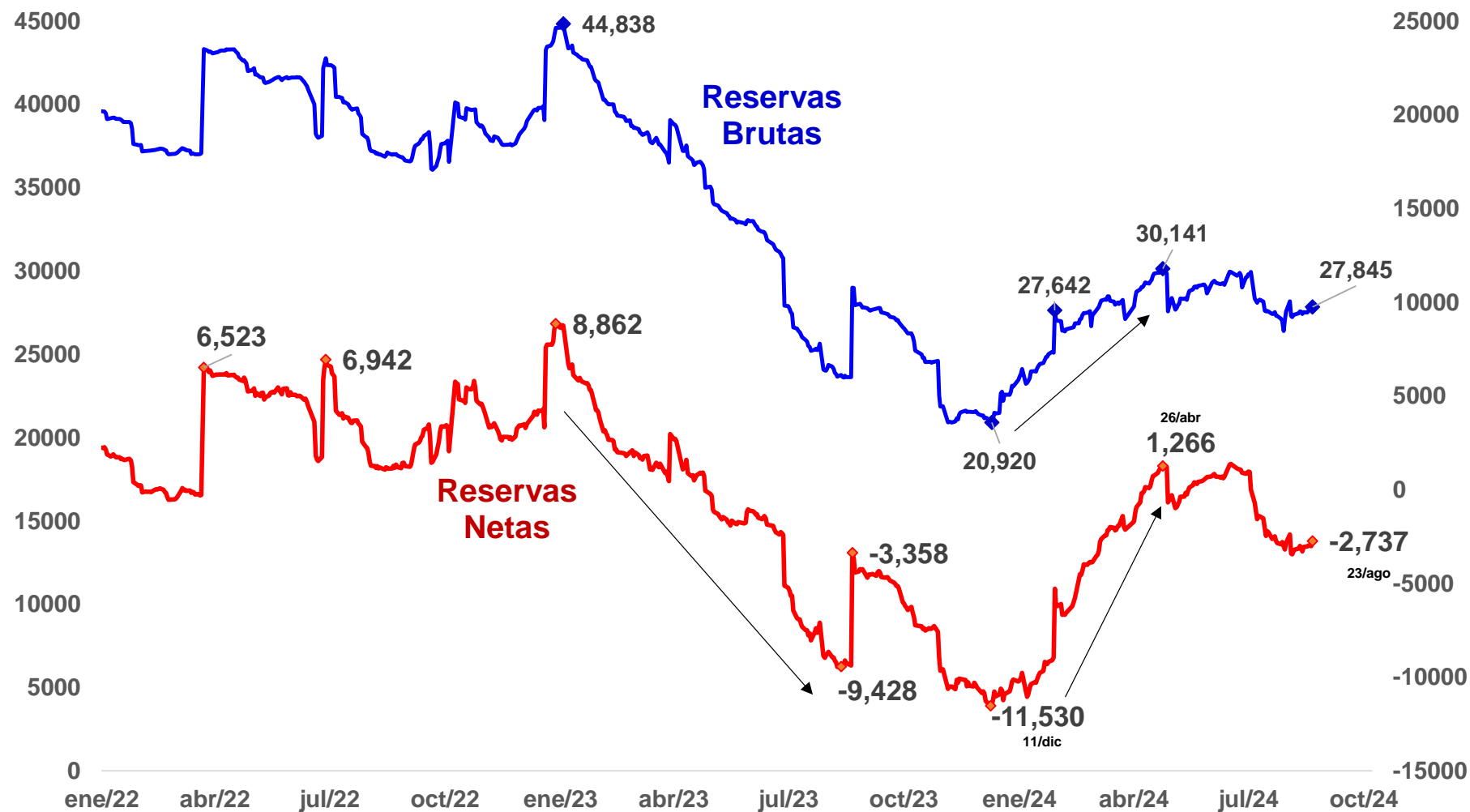
Balance Cambiario y Reservas del BCRA - Primer Semestre 2024

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
Stock de Reservas Brutas, fp	21,513	23,073	27,642	26,690	27,127	27,578	28,664	29,022		
Stock de Reservas Netas, fp	-10,535	-10,129	-5,280	-3,876	-2,123	-669	673	910		

El BCRA recompuso sus reservas pero disminuyen en el margen

Reservas Brutas y Netas del BCRA

Datos diarios desde enero 2022



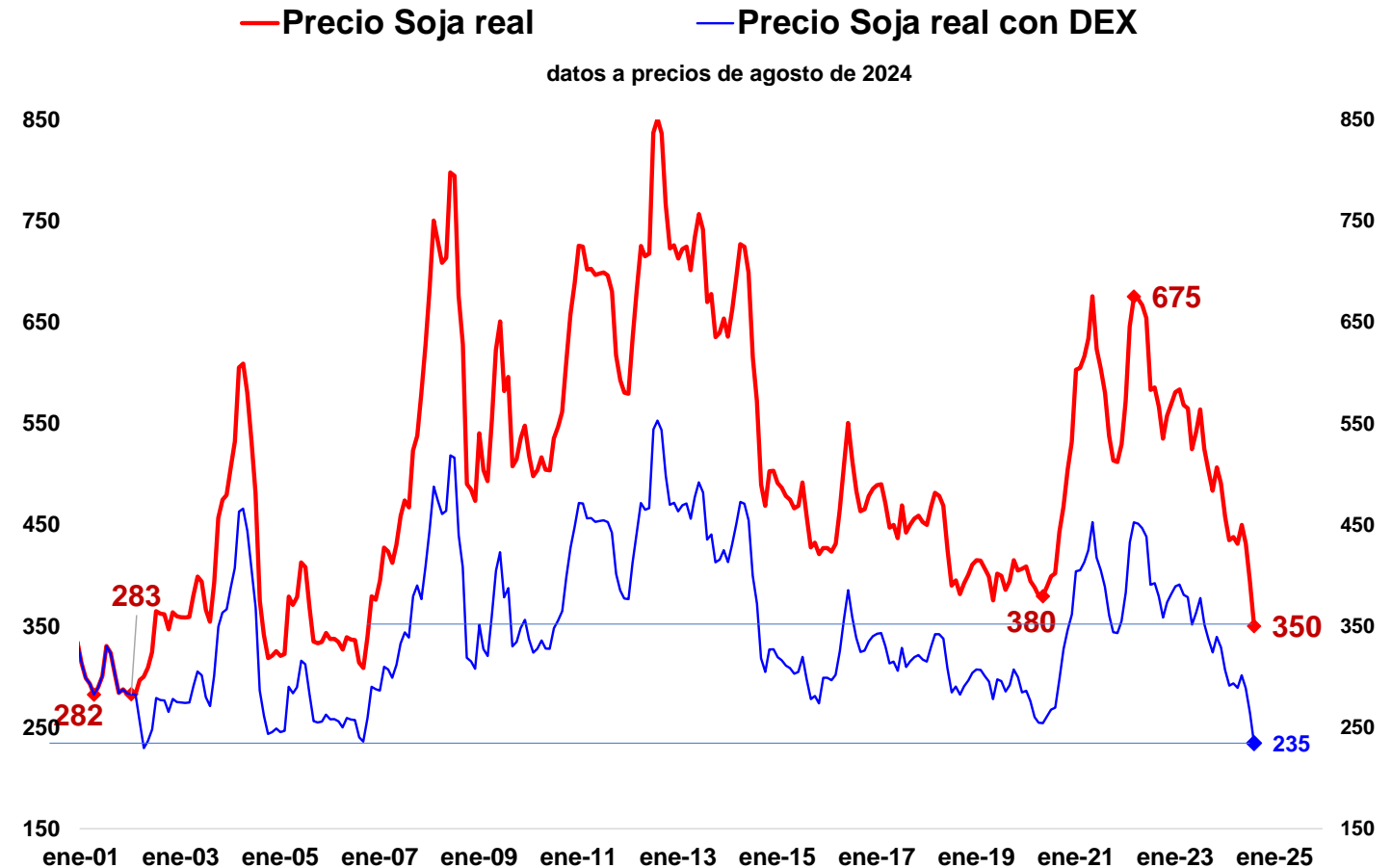
¿Es este el TCR que puede ser el de equilibrio “para el sector productivo”? Si lo depuramos por productividad ...

Deterioro de la Productividad

Var 2017-2023 - var %

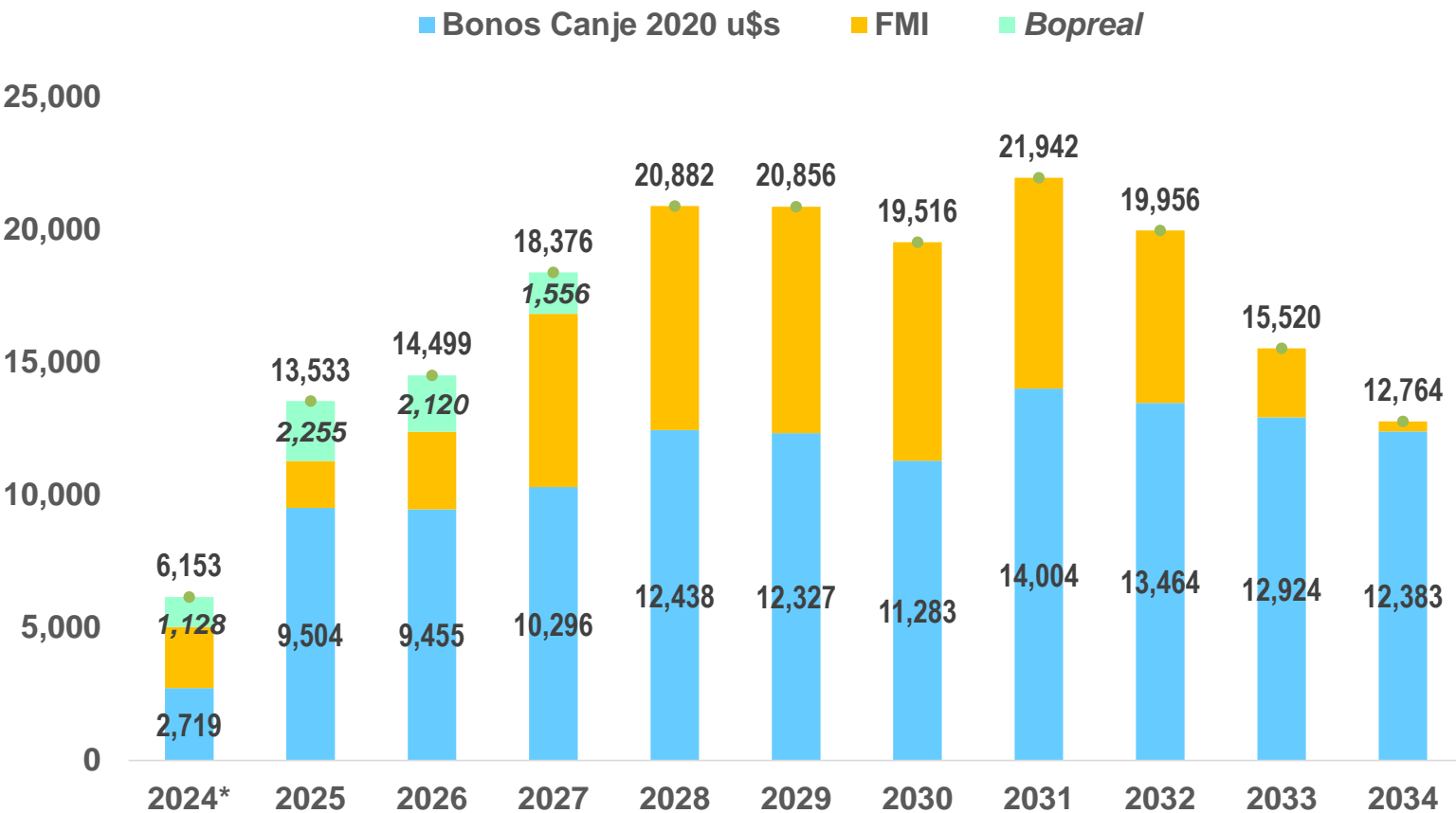
	Producti- vidad *
Brasil	5.6%
China	23.5%
EE.UU.	8.8%
Chile	3.1%
India	9.6%
Promedio Comercio	12.6%
Argentina	-13.3%

Mejora en los precios de expo e impo



¿Es este el TCR que permite acumular reservas para el pago de la deuda pública?

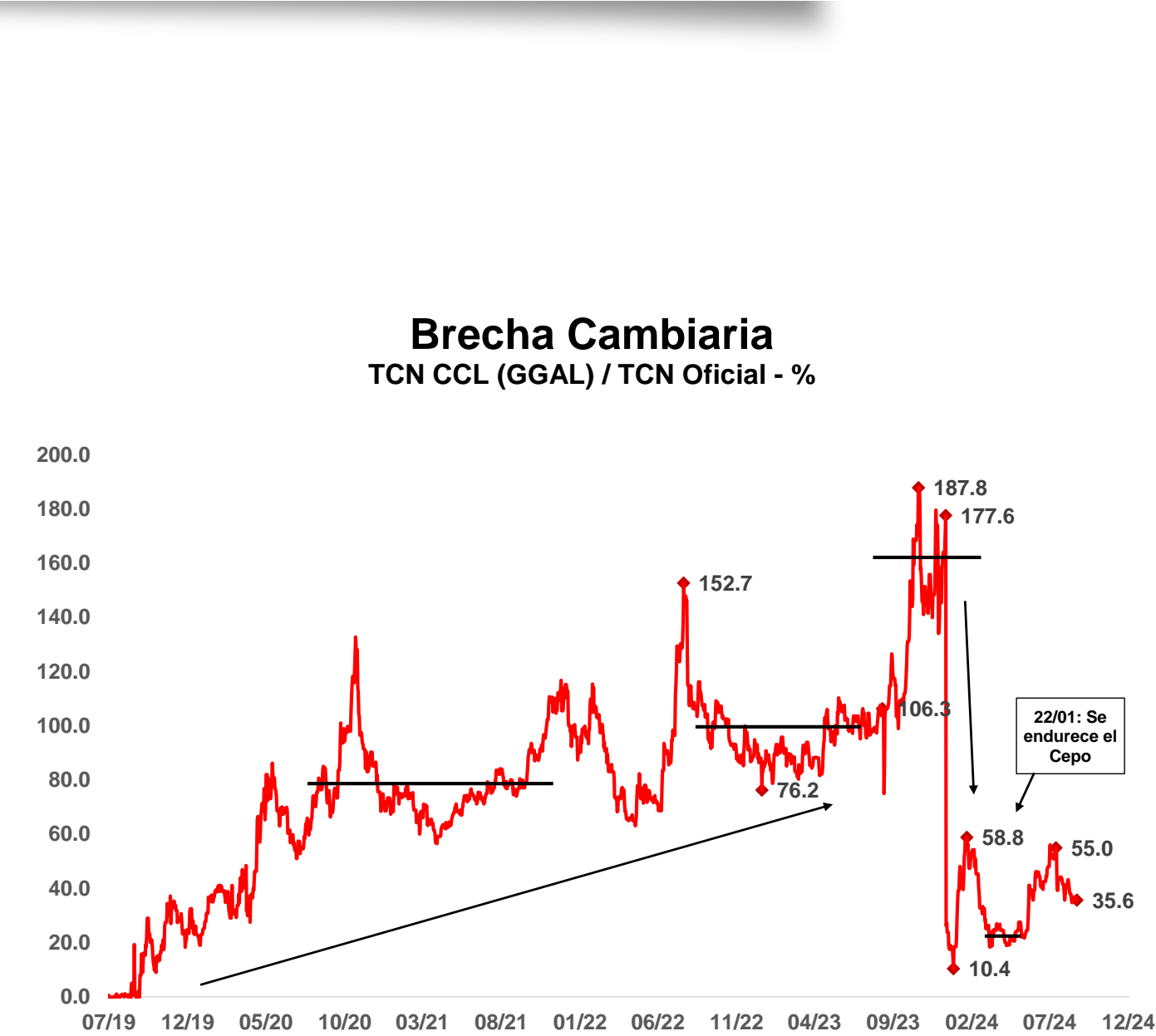
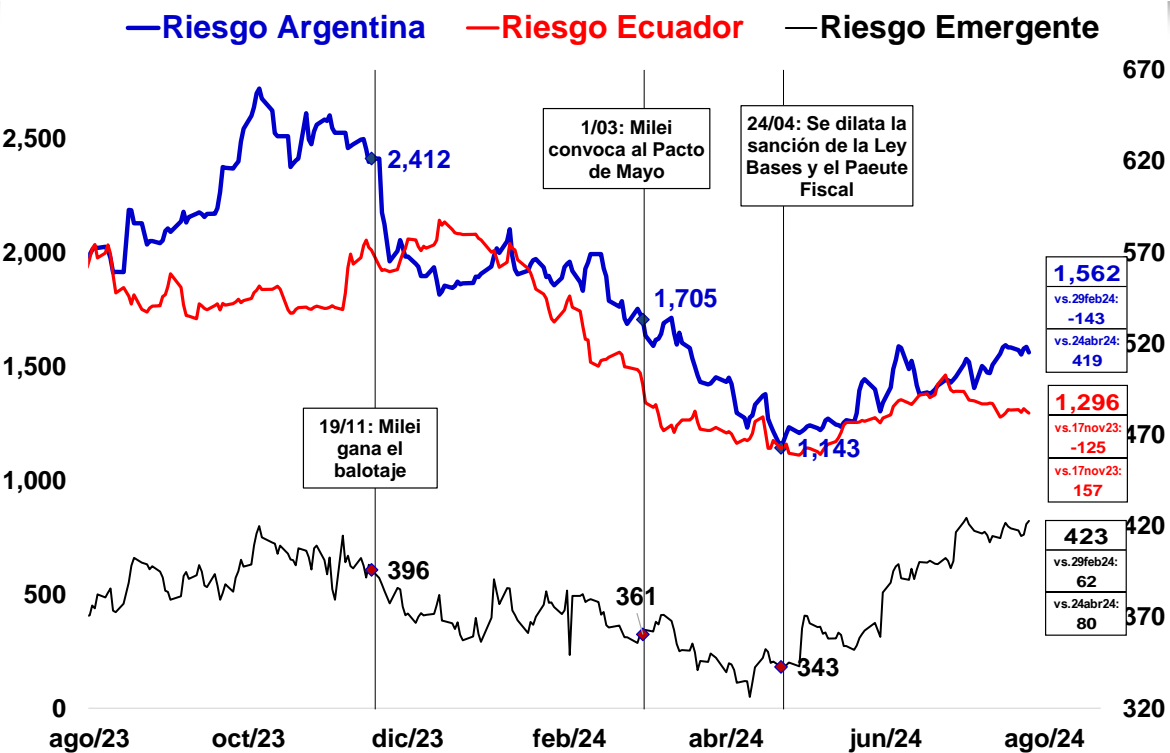
Cronograma de vencimientos de deuda en dólares (capital e interés, incluye FMI, Bonos del Canje de 2010 del Tesoro y Bopreal del BCRA)



Vencimientos de deuda del Gobierno Nacional y el BCRA

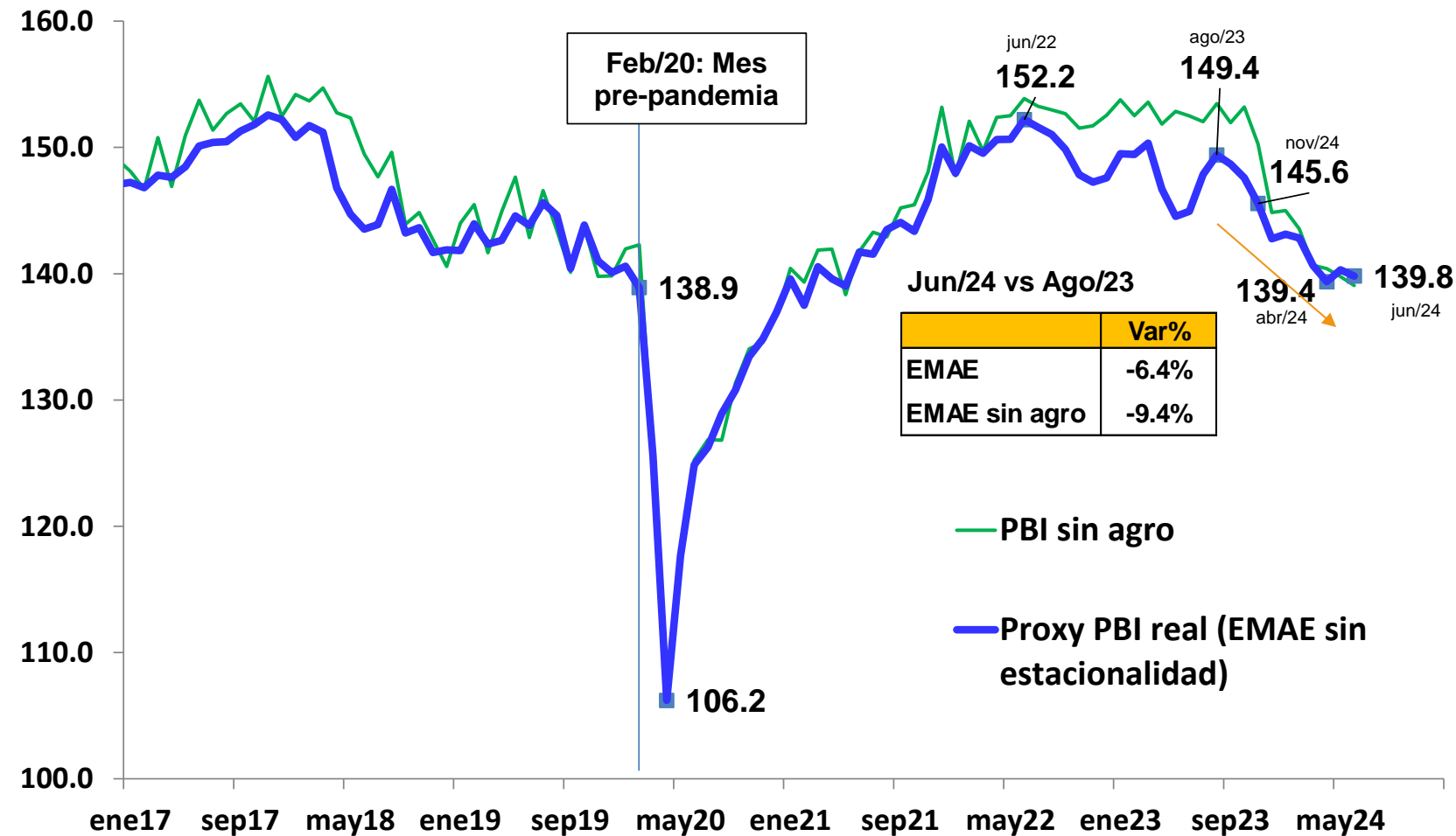
u\$s M	ago-24	sep-24	oct-24	nov-24	dic-24	ene-25
Nación + BCRA	2,962	167	204	1,012	167	4,784
Gobierno Nacional						
Total Capital + Interés	800	0	0	800	0	4,618
Capital	0	0	0	0	0	2,901
FMI	0	0	0	0	0	0
Bonos del Canje	0	0	0	0	0	2,901
Intereses	800	0	0	800	0	1,717
FMI	800	0	0	800	0	0
Bonos del Canje	0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

FINANCIERO: Se logró una fuerte caída del riesgo país y la brecha cambiaria, pero ya no hay mejoras en el margen



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

Actividad Económica: En el piso de la recesión
Proxy PBI real (EMAE sin estacionalidad)



Actividad Económica: Gran dispersión sectorial

EMA E - INDEC Variación % a/a	Jun-24 vs. jun-23	IIT-24 vs. IIT-14
EMA E (Proxy PBI)	-3.9	-4.9
Agricultura, ganadería, caza y sil	82.4	-13.7
Electricidad, gas y agua	-3.4	8.3
Explotación de minas y canteras	4.6	21.6
Transporte y comunicaciones	0.5	-1.3
Enseñanza	0.8	17.2
Servicios sociales y de salud	0.1	13.0
Admin. pública y defensa; y otros	-0.9	14.8
Act.inmobiliaria, empresarial y otros	-1.4	13.8
Otras act. comunitarias y otros	-4.6	-19.6
Hoteles y restaurantes	-7.1	-11.8
Intermediación financiera	-10.5	-18.6
Pesca	34.8	9.8
Comercio mayorista, minorista y repar	-18.6	-6.5
Industria manufacturera	-20.4	-18.7
Construcción	-23.6	-22.6

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

Mapa de Actividad Económica: Indicados adelantados

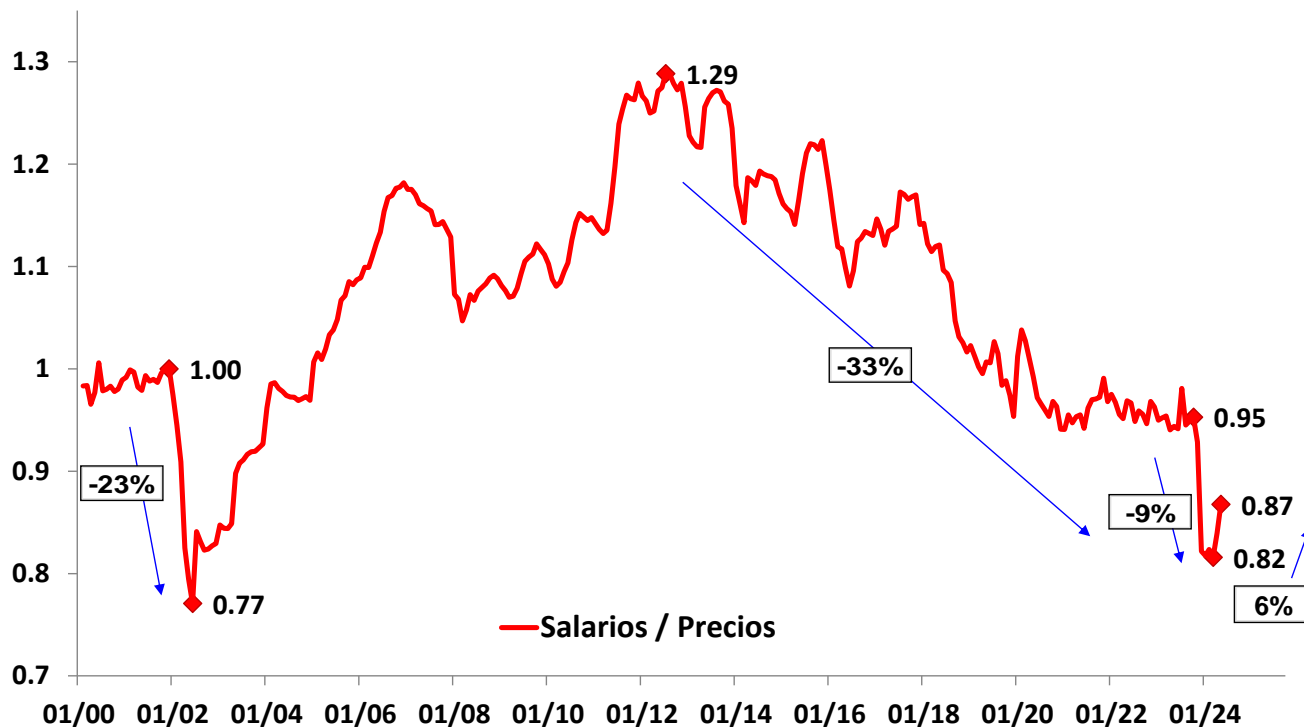
Var% mensual - Datos ajustados por estacionalidad

	EMAE (PBI)	PoLEco				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	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	1.3	0.1	-2.1	-5.7	-12.5	-3.0	13.4	11.4	38.2	0.9	-3.0	0.7	5.6	2.6	4.9	-1.7	-2.1	-23.5	2.3	0.3	71%
feb/23	0.0	-0.8	1.7	-6.2	7.4	10.5	0.9	8.5	-7.4	1.3	5.3	-2.4	1.7	-0.6	8.0	-1.3	2.5	-30.5	3.4	-0.9	57%
mar/23	0.6	-1.8	1.9	8.7	-8.8	15.4	11.0	12.0	18.8	5.6	1.6	4.7	8.0	4.4	-4.6	-0.6	0.4	24.0	0.2	18.5	81%
abr/23	-2.4	-1.5	1.3	-7.8	-2.9	-8.0	-11.5	-10.1	-5.9	-3.8	-5.5	2.8	-4.2	3.4	8.2	2.0	-2.4	-8.6	-1.5	-23.0	29%
may/23	-1.5	-0.5	-1.5	-7.2	26.8	6.4	8.8	11.7	1.3	0.6	5.5	-3.9	2.7	-3.3	1.1	1.4	2.2	44.2	2.3	-1.1	67%
jun/23	0.3	1.6	2.1	14.1	-0.8	7.7	5.2	4.3	-24.6	9.5	1.0	-0.9	-0.7	-1.7	0.9	-0.6	-1.6	-8.7	4.7	7.4	48%
jul/23	2.0	1.0	1.0	-6.0	-4.6	-25.3	-4.5	-0.9	21.6	-2.6	-3.2	-0.4	-0.9	1.2	-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	-0.7	1.0	-1.5	-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	-0.7	-6.6	-0.3	-5.9	-6.1	-7.3	-20.1	-4.0	-0.7	19%
oct/23	-0.7	-7.6	3.2	-7.7	-26.1	10.2	32.5	17.0	0.3	-9.5	6.9	-1.5	-1.9	-0.2	15.0	3.0	-2.7	-22.9	2.4	-3.8	52%
nov/23	-1.4	-10.3	-5.8	-11.4	14.9	-26.4	7.6	-2.7	3.4	-0.5	-6.2	-1.6	-6.0	-2.9	-13.7	-5.0	1.8	12.7	2.3	5.8	48%
dic/23	-1.9	43.2	-13.7	-3.7	-38.0	-25.1	-27.7	-10.7	-24.3	-5.7	-15.3	-6.4	-11.2	-9.2	-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	-1.8	-2.6	-12.6	-18.1	-14.9	-9.6	106.8	-8.8	6.9	14%
feb/24	-0.2	-9.5	-1.6	-11.7	-1.7	69.1	22.8	17.1	3.9	7.3	21.2	0.2	-3.0	-2.3	6.8	-0.3	8.6	-3.9	-6.3	11.1	67%
mar/24	-1.5	-7.8	2.7	14.6	0.8	-17.1	-12.5	-22.9	-12.4	-4.0	-6.6	-3.5	-19.5	-16.7	-11.2	-2.4	2.3	3.0	-5.1	-6.3	14%
abr/24	-0.9	-6.0	6.7	17.1	64.0	-22.9	29.6	45.7	53.4	4.2	-10.3	0.0	7.2	2.3	6.4	-0.3	-0.3	-11.0	-5.7	-10.2	43%
may/24	0.7	-2.0	3.0	6.6	20.3	15.5	-0.5	13.2	8.2	-3.2	-4.4	-0.3	17.3	6.9	3.2	7.2	11.5	29.9	0.8	12.1	76%
jun/24	-0.3 e	-2.5		4.1	16.3	9.4	-6.4	4.0	-37.0	12.6	35.2	-1.6	-8.4	2.7	9.7	10.2	-0.9	-14.1	3.3	-11.6	47%
jul/24	2.1 e	-1.1				8.9	21.3	9.3	78.4	-3.1	-10.8		26.2		12.1	12.3	6.7	6.2			60%

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%	May-24 vs.		may-24 miles
	ago-23	may-23	
Total	-2.4	-1.9	6,249
Agro	1.7	2.8	321
Pesca	1.4	6.0	15
Minería	2.2	3.9	96
Industrias manufactureras	-2.1	-1.5	1,172
Electricidad, gas y agua	0.3	0.8	77
Construcción	-19.3	-20.4	375
Comercio y reparaciones	-0.1	1.2	1,227
Hoteles y restaurantes	-2.3	-1.2	282
Transporte, al.y comun.	-2.0	-1.6	521
Intermediacion financiera	-0.4	-0.7	152
Act. Inmob y empresariales	-2.0	-1.8	887
Enseñanza	-0.6	-0.2	421
Ss sociales y de salud	-0.8	-0.5	331
Servicios personales	-1.7	-1.4	373

I. Claves del escenario local

II. Mundo: no ayuda al Gobierno, pero ...

III. El Programa Económico:

- ✓ Fase 1: Éxitos, efectos no deseados y desgaste
- ✓ **Fase 2: Emisión y Déficit cero, ¿alcanza con eso?
(faltan los dólares y el peso se sigue apreciando)**

IV. ¿Qué esperar?

V. Conclusiones

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

CÓMO PIENSA EL GOBIERNO	FASE 2: “Calibrándose” o en “Prueba y Error”
<ul style="list-style-type: none">✓ No hay atraso cambiario. La pérdida de reservas es estacional y acumular reservas no es tan importante, ¿cómo hacen los países con TC flexible?✓ “Déficit cero implica tener solvencia intertemporal... tarde temprano el riesgo país y las calificaciones se acomodarán...”✓ “Con escases de moneda, el peso se va a apreciar”	<ul style="list-style-type: none">✓ Arrancó con un esquema monetario de exceso de demanda neta cero de dinero, con compra de dólares para ΔR. Pero como los dólares que compró el BCRA eran venta obligada de dólares (no exceso de oferta), generaron un exceso de oferta de pesos que presionó sobre CCL y brecha.✓ Pasó a un esquema de Emisión cero (hoy) que $\Rightarrow \Delta BM=0$, con intervención en el MEP/CCL para absorber los pesos comprados en el MULC que \Rightarrow menor ΔR. Esto estabilizó la brecha, pero desestabilizó el RP.✓ Buscó mostrar VP y CP para bajar el RP. Anunció el “pago anticipado” de intereses de deuda en dólares de ene25 por u\$s1,700 M comprando los dólares con el superávit fiscal depositándolos en el BONY y del capital por u\$s M con un swap externo. Pero aún el Tesoro no compró los dólares, y tiene en el BCRA depósitos en dólares por u\$s862 M y en pesos por \$15,9 B (u\$s16,800 M, pero...).

Del desarme de los Pasivos del BCRA, al esquema de exceso de oferta cero de dinero y al esquema de emisión cero, ¿alcanza?

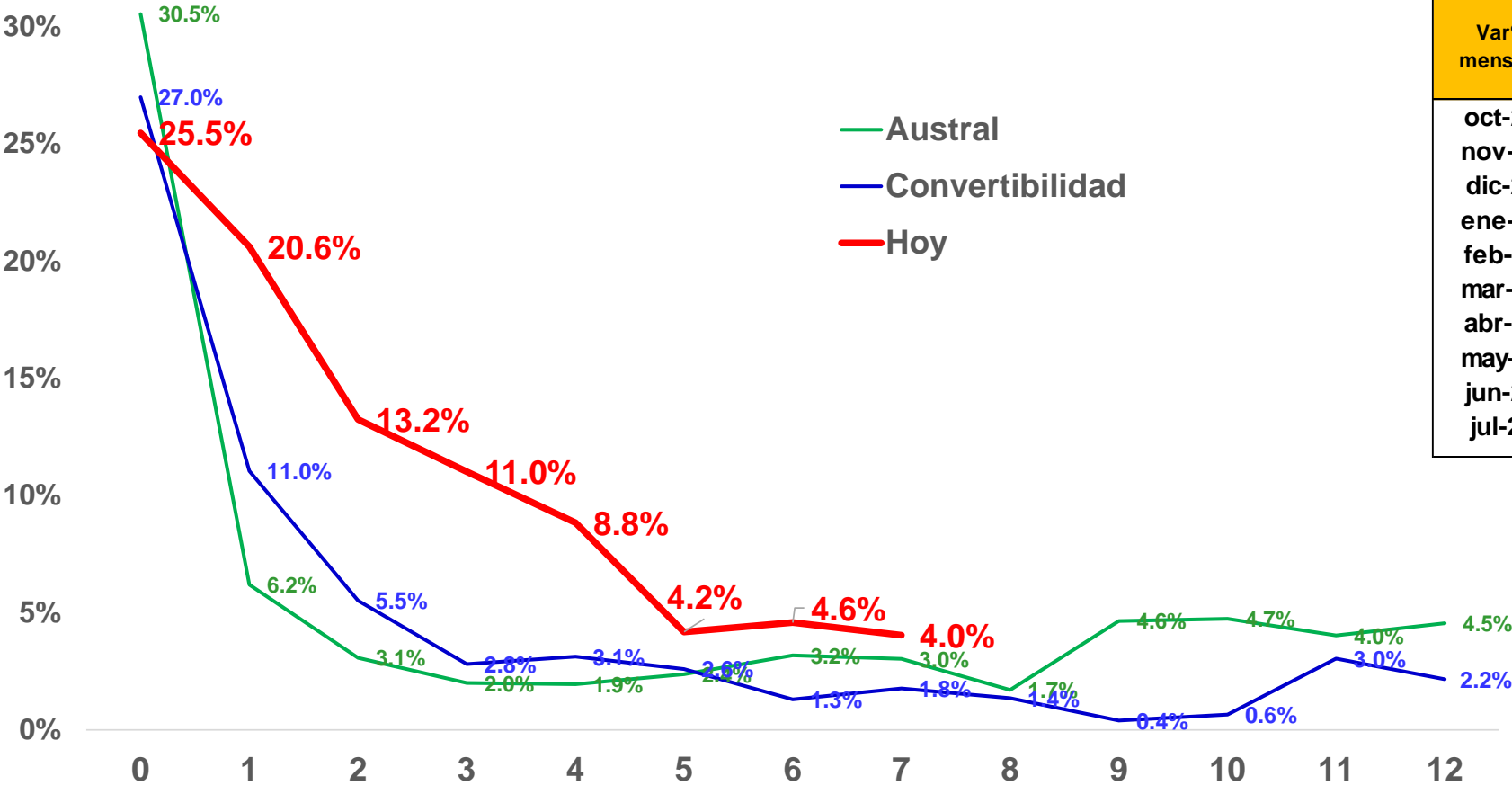
Política de Intervención del BCRA

En miles de millones de pesos corrientes

	Base Monetaria	Oferta de Base Monetaria						M2 priv (Sin rem.) Total \$	PF Priv + Vista rem. Total \$	M3 Priv Total \$	Prest. S Priv	Brecha	Tasa PM
		Var.BM	Compra de u\$s	Lelics/ Pases	LEFI	Gobierno	Cpra vta bonos /CCL						
2024 : 30/04	14,969												
31/05	17,152												
Var \$M:	2,183	2,183	2,239	15,414	0	-13,850	-1,621	3,540	1,289	4,829	3,053	15	-20
V%/ %tot	14.6							13.9	4.1	8.5	14.4		
2024 : 31/05	17,152												
30/06	20,182												
Var \$M:	3,031	3,031	-45	3,161	0	-5	-81	6,905	-484	6,421	4,188	9	0
V%/ %tot	17.7							23.8	-1.5	10.4	17.2		
2024 : 21/07	21,545												
21/08	22,094												
Var \$M:	549	549	38	10,888	-9,128	-976	-272	144	1,420	1,564	4,500	-7	0
V%/ %tot	2.5							0.4	3.9	2.3	14.7		

Riesgo I: Hay inercia y probablemente la caída de la tasa de inflación sea más moderada hacia adelante

Desinflación actual vs Plan Austral y Plan de Convertibilidad

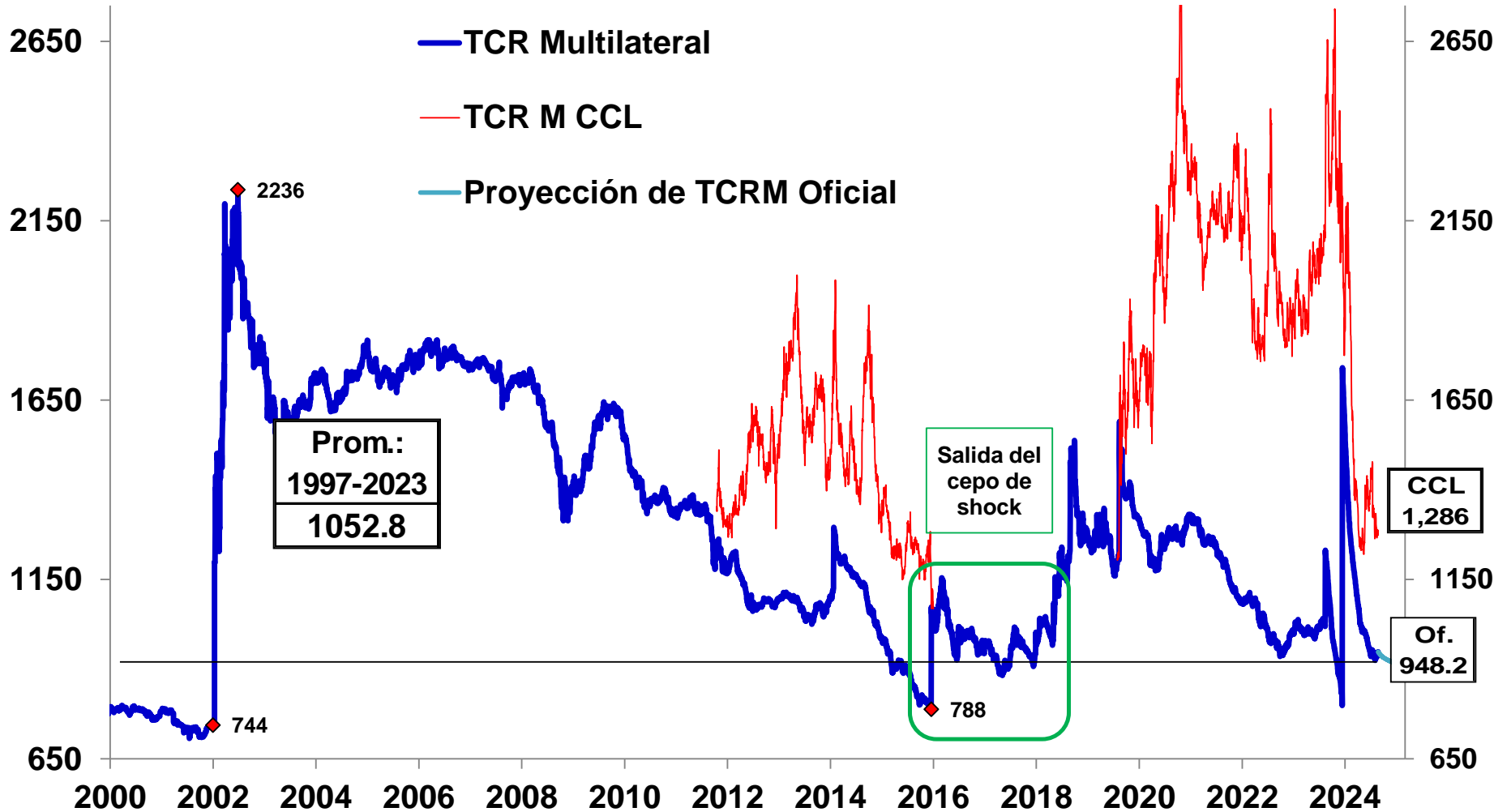


Tasa de inflación: Diferentes mediciones de la core

Var% mensual	IPC Nacional		IPC Nacional s.e.		Inflación core sin alimentos y sin tarifas s.e.
	Nivel Gral	Core	Nivel Gral	Core	
oct-23	8.3	8.8	7.9	8.2	9.1
nov-23	12.8	13.4	12.4	12.9	11.8
dic-23	25.5	28.3	25.9	28.3	19.6
ene-24	20.6	20.2	20.5	20.9	19.5
feb-24	13.2	12.3	13.6	12.5	11.8
mar-24	11.0	9.4	10.5	9.0	9.4
abr-24	8.8	6.3	9.4	6.8	7.6
may-24	4.2	3.7	5.0	4.3	6.1
jun-24	4.6	3.7	5.0	3.7	5.5
jul-24	4.0	3.8	4.3	4.2	5.2

Riesgo II: 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	1073
29/2/16		16	1155
30/6/17		17	940
31/12/17		19	973
11/8/23		287	1027
14/8/23		350	1232
17/11/23		354	891
10/12/23		364	856
12/12/23		367	799
13/12/23		800	1731
23/8/24		948	948
31/8/24		953	944
30/9/24		972	932
31/12/24		1016	916
2003-05			1717
2016			965
2017			945 ₃₂

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

Balance Cambiario y Reservas del BCRA - Estimación hasta enero 2025

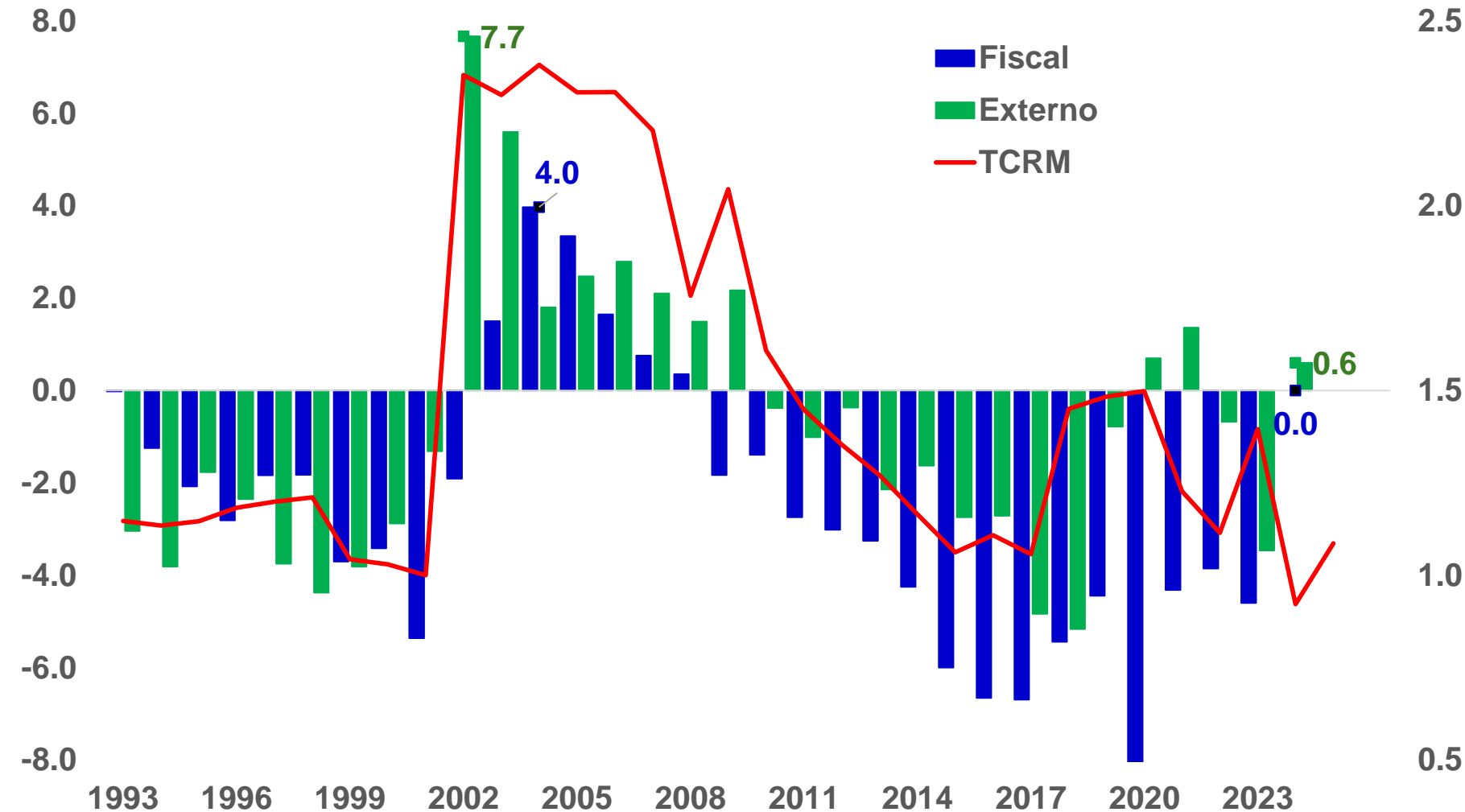
u\$s M	6Meses	jul	ago	sep	oct	nov	dic	ene	2023	2024
	2024	2024	2024	2024	2024	2024	2024	2025	Año	Año
Cuenta Corriente Caja	8,937	-1,520	-365	-1,306	-2,562	-1,656	322	-1,897	-3,581	1,851
Bienes	15,602	740	1,372	-385	-1,677	-39	1,089	454	12,486	16,703
Exportaciones	31,991	5,821	5,577	5,408	5,300	5,252	5,460	4,891	61,663	64,810
Importaciones	16,389	5,081	4,205	5,792	6,977	5,292	4,371	4,437	49,178	48,107
Servicios reales	-1,245	-494	-487	-489	-410	-344	-277	-601	-6,195	-3,745
Exportaciones	4,062	568	677	610	608	615	782	703	7,542	7,921
Importaciones	5,306	1,061	1,164	1,099	1,018	959	1,058	1,304	13,737	11,665
Intereses netos	-5,183	-1,725	-1,205	-379	-415	-1,203	-407	-1,690	-9,534	-10,517
Deuda pública	4,269	1,737	987	194	206	982	191	1,905	7,255	8,566
Deuda privada	1,474	246	236	209	223	233	238	231	3,106	2,859
Utilidades y otros	-238	-40	-45	-53	-60	-70	-84	-60	-338	-590
Cuenta capital y financiera	-2,989	-1,225	1,169	3,544	307	325	1,246	-409	-17,943	2,378
Compra de dólares (FAE)	587	98	117	121	118	116	120	115	-725	1,277
Deuda privada y títulos públicos	921	232	3	63	41	49	109	833	-5,373	1,418
Inversión Extranjera Directa	443	150	101	109	118	129	125	134	913	1,174
FMI	1,574	-672	0	527	0	0	569	0	-5,078	1,998
Desembolsos	5,445	0	0	527	0	0	569	0	12,703	6,541
Vencimientos	3,871	672	0	0	0	0	0	0	17,782	4,543
Otros org.internacionales y bilaterales	-4,264	-61	667	0	0	0	0	0	1,134	-3,658
BIS	-5,400	0	0	0	0	0	0	0	0	-5,400
Compra de u\$s vía bonos (BCRA+TN)	-158	0	0	0	0	0	0	0	-4,672	-158
Deuda pública	-75	-1,178	0	0	0	0	0	-2,901	0	0
Otros movimientos (encajes)	-2,016	206	281	2,724	30	31	324	1,410	-3,087	1,580
Variación de Reservas Brutas	5,949	-2,745	805	2,238	-2,255	-1,331	1,568	-2,306	-21,524	4,228
Stock de Reservas Brutas, fp	29,022	26,402	27,207	29,445	27,190	25,858	27,427	25,121		
Stock de Reservas Netas, fp	910	-3,015	-2,210	-2,696	-4,980	-6,343	-5,098	-8,813		

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

No tenemos los superávits gemelos de la salida de la Convertibilidad

Superávit Gemelos en % del PBI
Superávit Fiscal y Externo



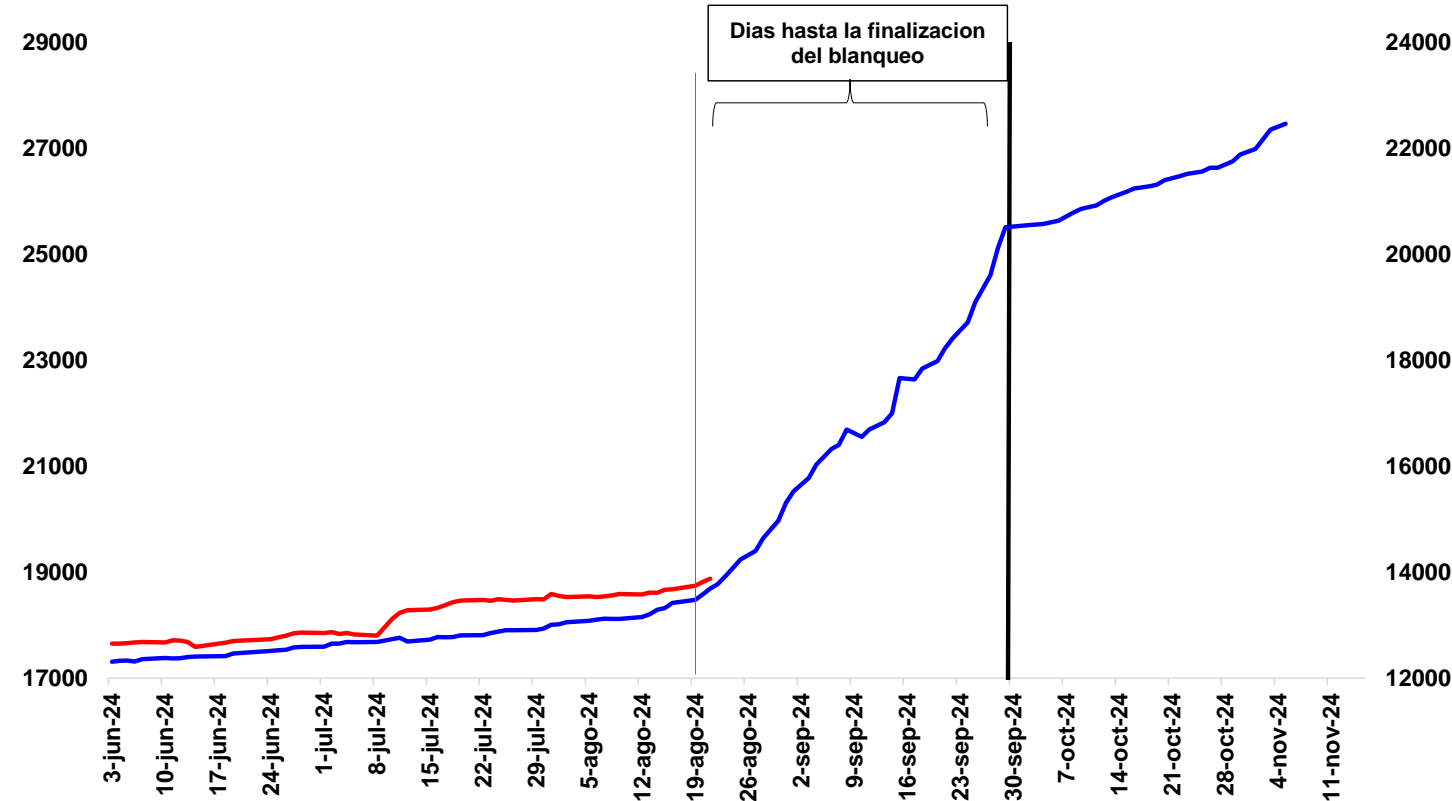
	ARA Metric	Ranking	Reservas
Argentina	0.37	52	23.1
Brasil	1.30	20	355.0
México	1.17	27	214.4
Colombia	1.21	24	59.6
Uruguay	1.63	13	16.2
Paraguay	1.76	9	10.3
Peru	2.33	4	71.3
Egipto	0.46	49	32.8
Hungría	0.96	37	43.3
Turquía	1.00	35	140.9
Indonesia	1.12	31	134.9
Malasia	1.15	29	113.5
Tailandia	2.09	5	224.5
Venezuela	0.23	55	5.2
Bolivia	0.21	56	1.8

Esto hace a la política económica más dependiente del blanqueo, el RIGI y del financiamiento externo

Blanqueo 2024-25: Una primera estimación

	Blanqueo 2016-17		Blanqueo 2024-25 *	
	u\$s M	% Total	u\$s M	% Total
Activos regularizados	116,800	100%	45,000	100%
Inversiones	55,900	48%	21,537	48%
Extranjeras	54,782	47%	21,106	47%
Domésticas	1,118	1%	431	1%
Depósitos bancarios	33,600	29%	12,945	29%
Extranjeras	25,872	22%	9,968	22%
Domésticas	7,728	7%	2,977	7%
Propiedades	20,500	18%	7,898	18%
Extranjeras	10,500	9%	4,045	9%
Domésticas	10,000	9%	3,853	9%
Otros activos	6,800	6%	2,620	6%
Total exterior	93,194	80%	35,905	80%
Total local	23,606	20%	9,095	20%
DDJJs	254,700		152,820	
DDJJ prom. (u\$s)	458,579		294,464	
Recaudación (u\$s M)	9,500		1,800	
% PBI	1.7%		0.3%	
Penalidad promedio:	8%		4%	

Blanqueo 2024 vs. Blanqueo 2016 Datos diarios desde el 1/06/2024



I. Claves del escenario local

II. Mundo: no ayuda al Gobierno, pero ...

III. El Programa Económico:

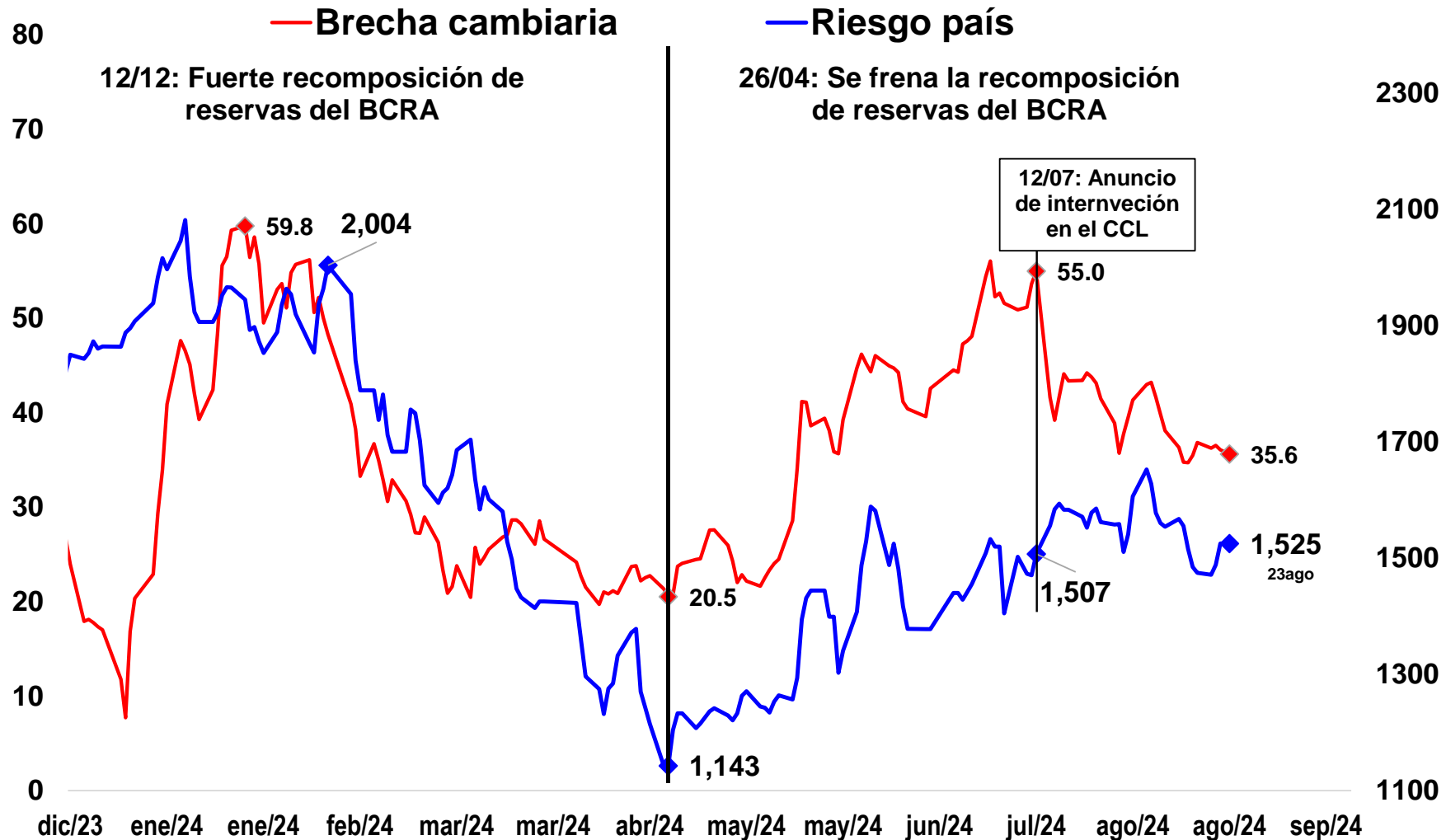
- ✓ Fase 1: Éxitos, efectos no deseados y desgaste
- ✓ Fase 2: Emisión y Déficit cero, ¿alcanza con eso?
(faltan los dólares y el peso se sigue apreciando)

IV. ¿Qué esperar?

V. Conclusiones

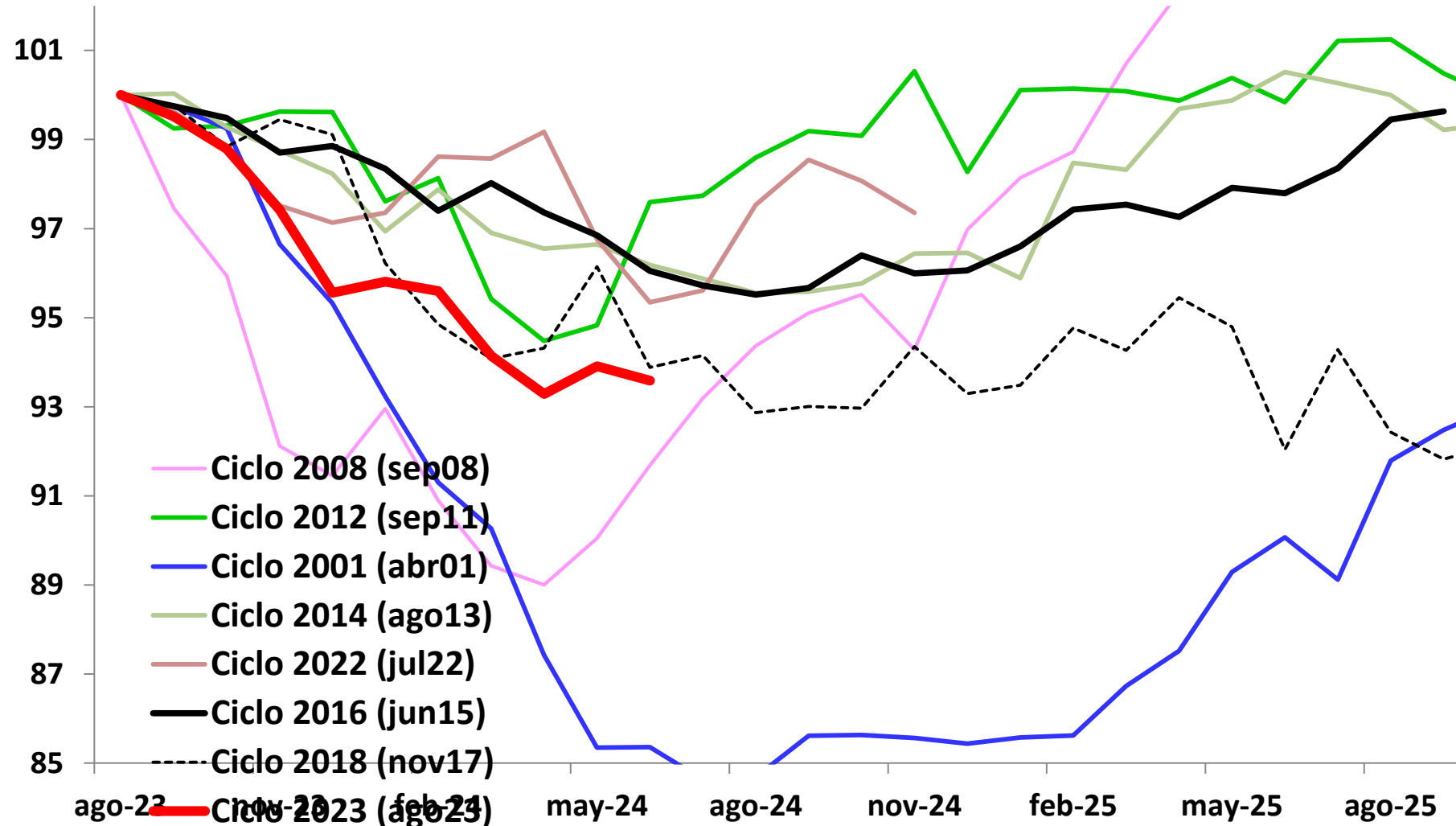
Efectos: Caída de la brecha cambiaria y menor acumulación de reservas (y suba del riesgo país)

Brecha cambiaria y Riesgo País Datos diarios



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

Recesiones Comparadas: PBI total En un nuevo Ciclo Económico Contractivo



I. Claves del escenario local

II. Mundo: no ayuda al Gobierno, pero ...

III. El Programa Económico:

- ✓ Fase 1: Éxitos, efectos no deseados y desgaste
- ✓ Fase 2: Emisión y Déficit cero, ¿alcanza con eso?
(faltan los dólares y el peso se sigue apreciando)

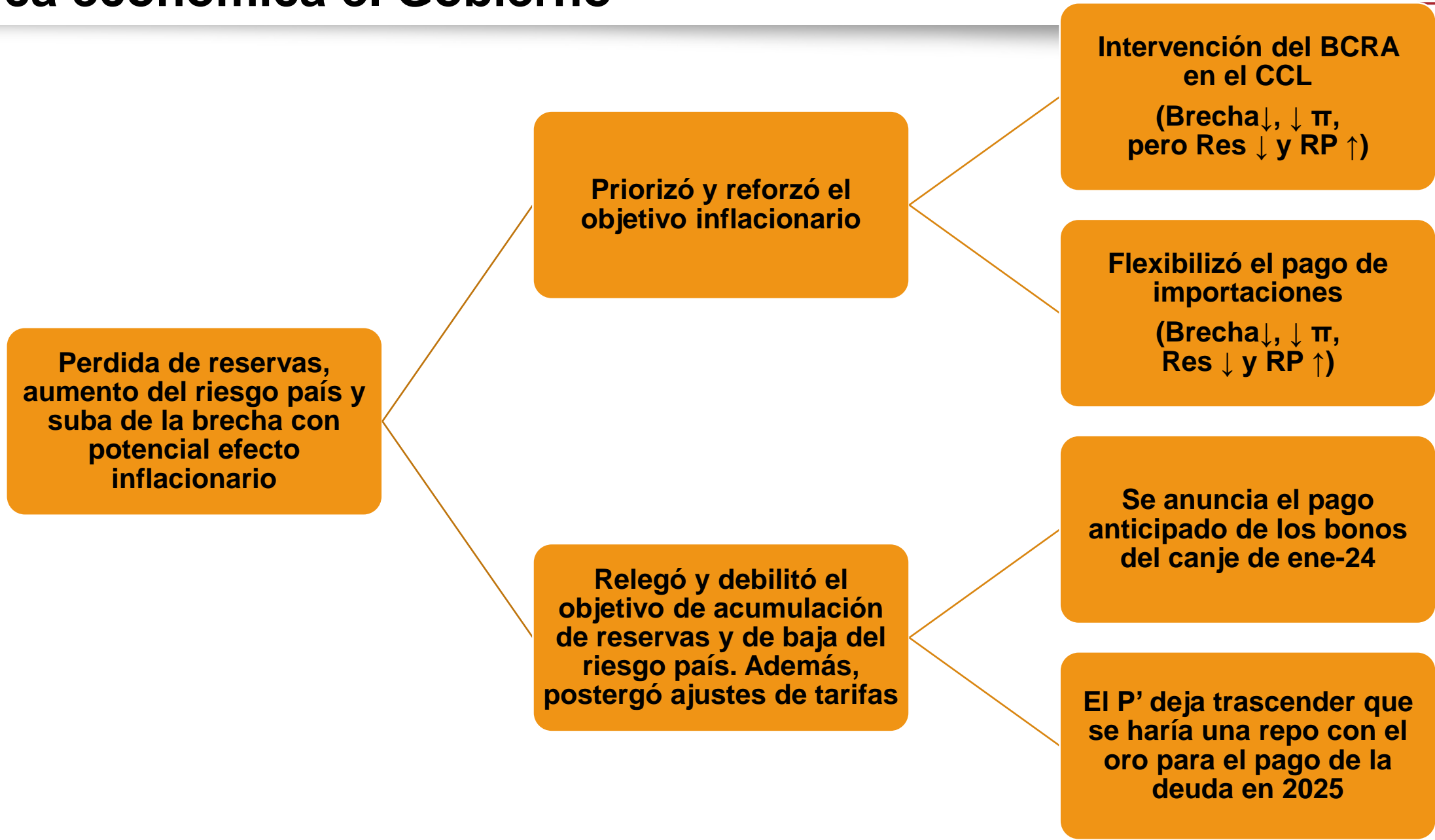
IV. ¿Qué esperar?

V. 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 déficit cero y emisión cero.✓ Se reafirma la política del blend y del crawl al 2% yendo al 1% cuando la inflación alcance el 2%.✓ 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.

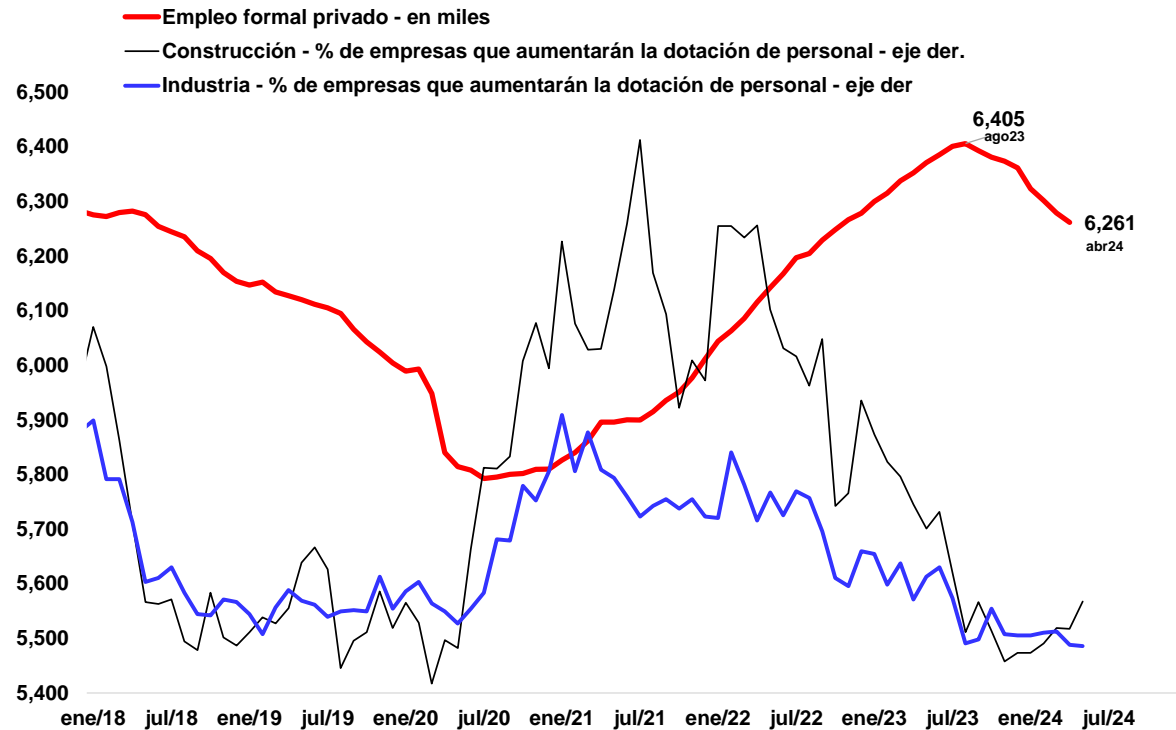
Frente al dilema que se le planteó frente al desgaste de su política económica el Gobierno



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

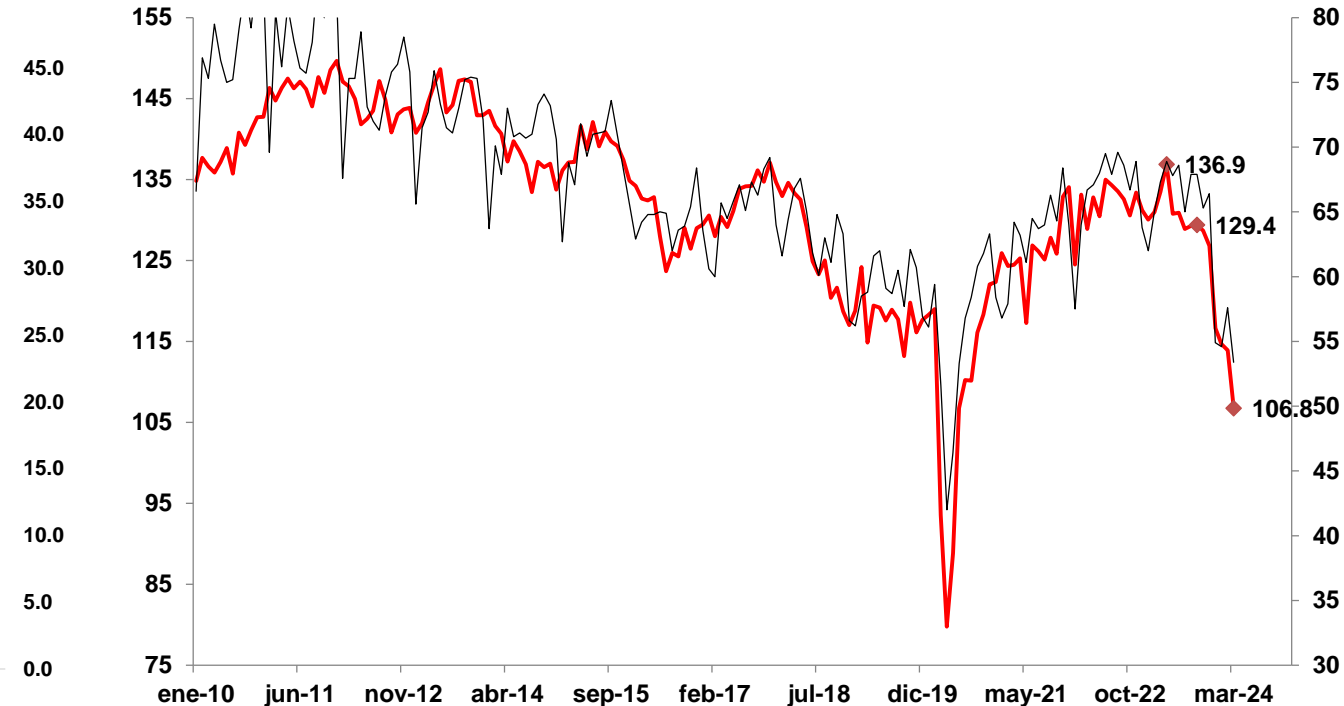
Fuerte caída de la demanda de empleo privado

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

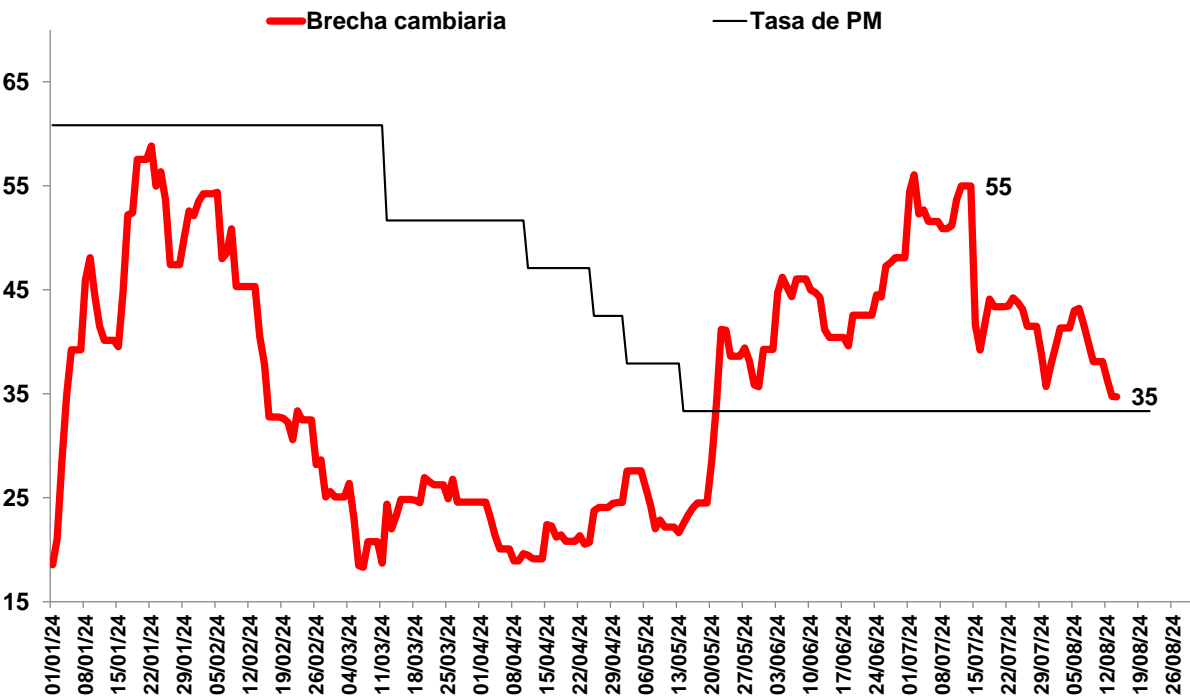
Desfavorables:

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

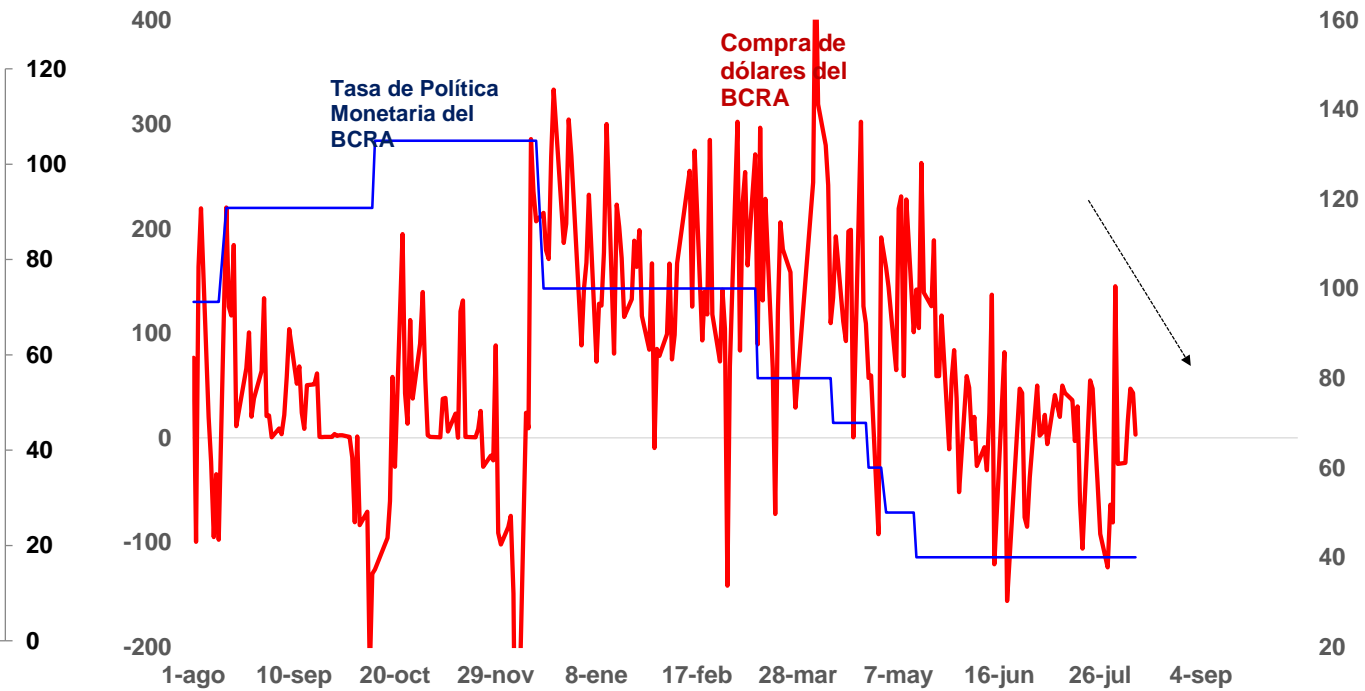
El arranque de la Fase 2: Baja acelerada de la tasa de interés que generó presión cambiaria

Brecha cambiaria y Tasa de interés del BCRA

Datos diarios

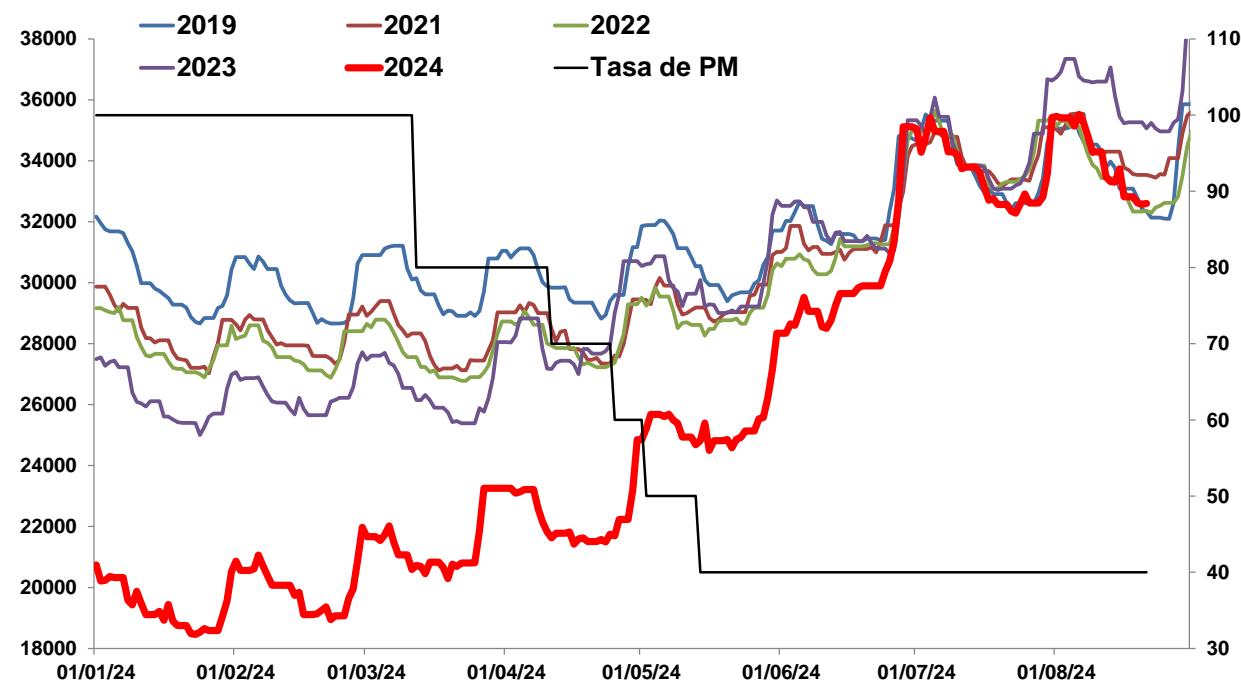


Compra/ venta de dólares del BCRA

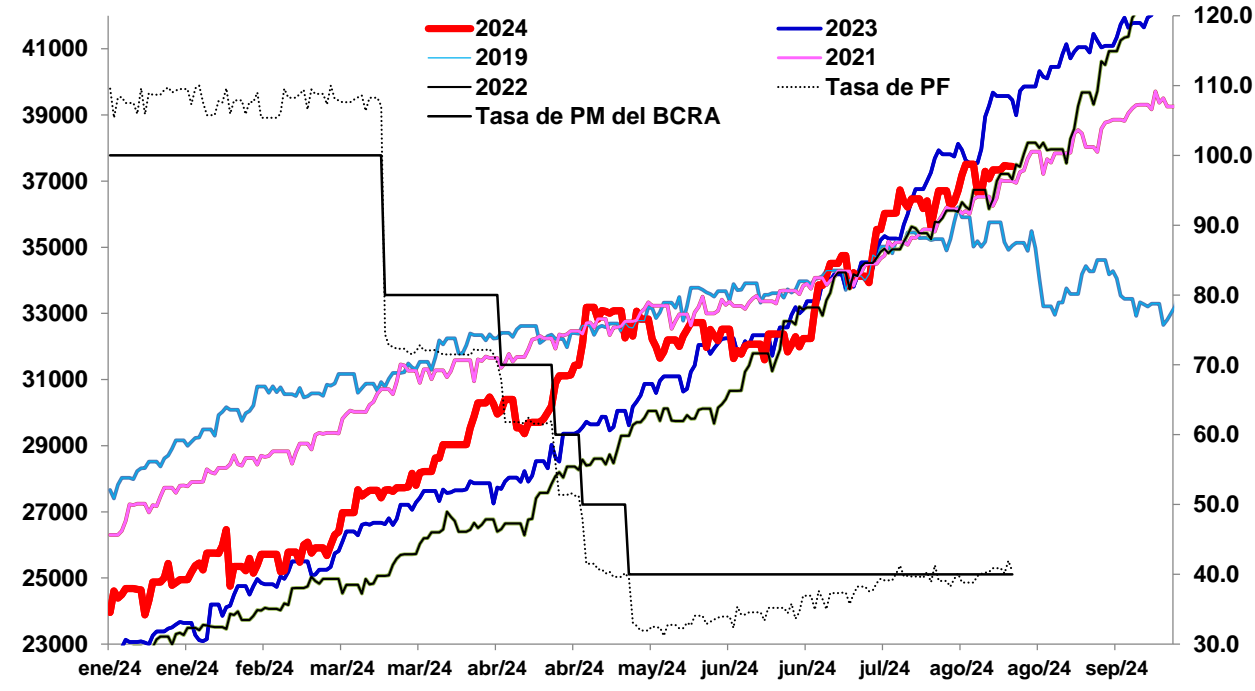


El arranque de la Fase 2: Baja acelerada de la tasa de interés que generó presión cambiaria

M2 Privado no remunerado en \$
 Datos diarios desde fin de noviembre - base 12/7/24



Depósitos Remunerados (PF+Vista) privados en pesos
 Datos diarios - Base valor del día 12/7/2024 - en \$ M



- 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**

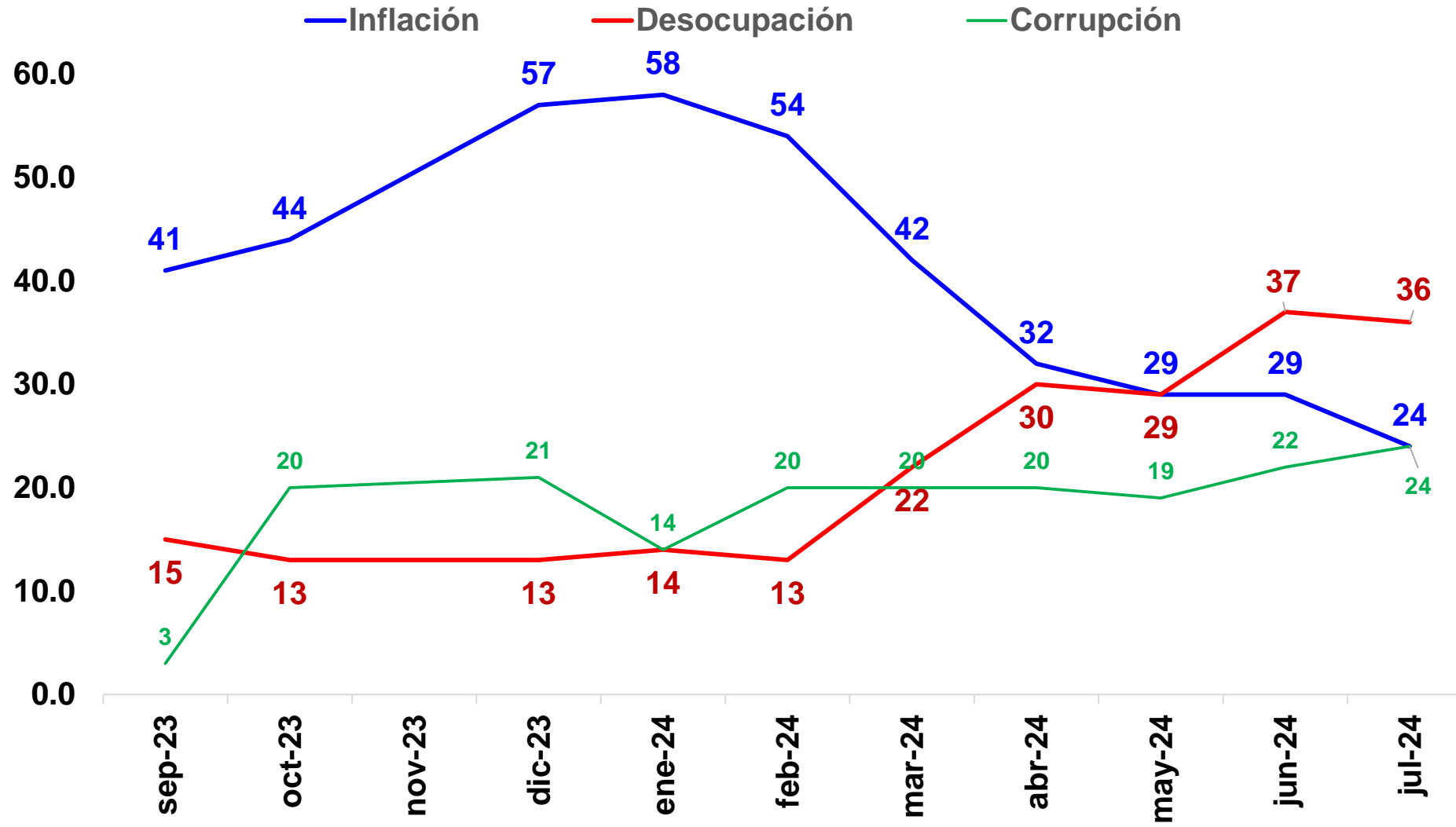
Cómo piensa el Gobierno la economía:

- 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

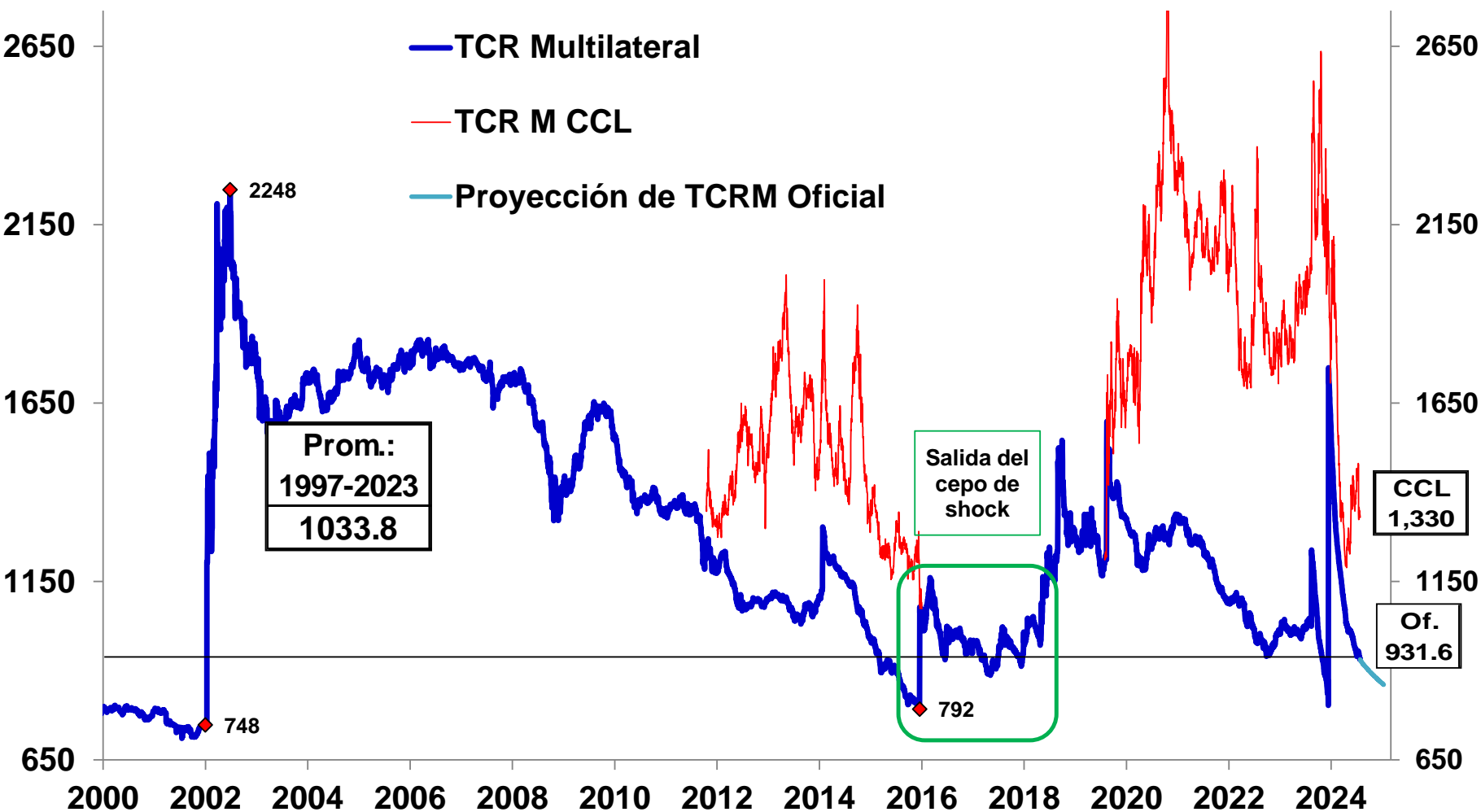
Sondeo Opina Argentina



¿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

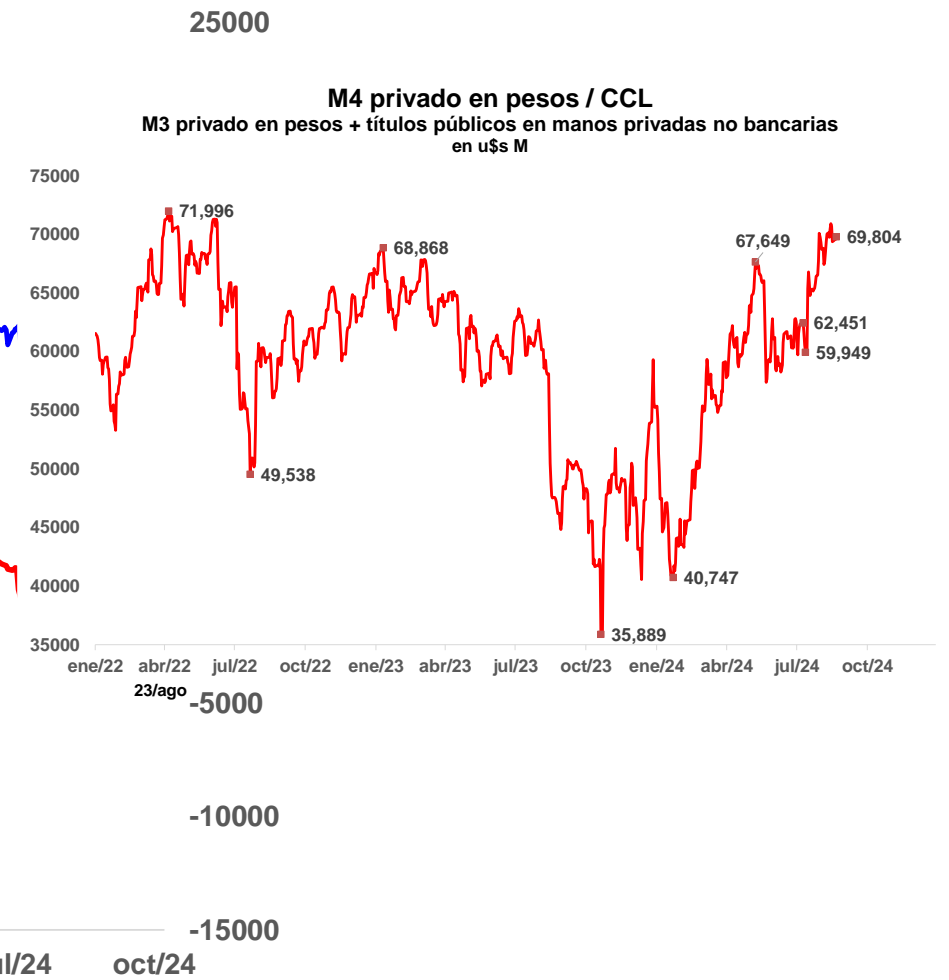
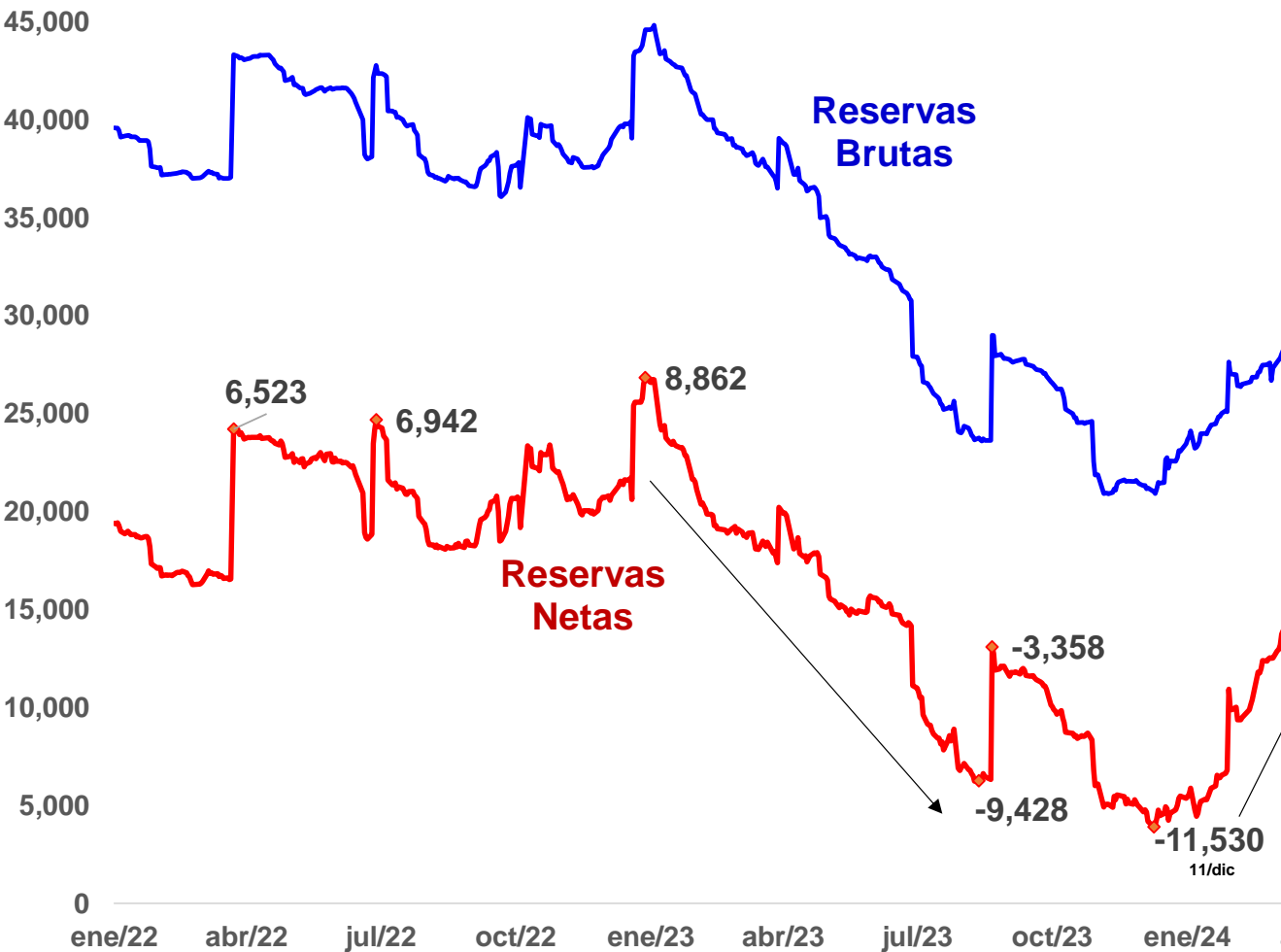


TC multilateral	TCN	TCR Multi
17/12/15	14	1079
29/2/16	16	1161
30/6/17	17	945
31/12/17	19	978
11/8/23	287	1032
14/8/23	350	1238
17/11/23	354	895
10/12/23	364	861
12/12/23	367	803
13/12/23	800	1740
26/7/24	932	932
31/8/24	954	912
30/9/24	972	899
31/12/24	1016	864
2003-05		1726
2016		970
2017		950

¿El TCRM de 2017 puede ser “el de equilibrio”? Pero si al TCRM lo depuramos por productividad ...

Reservas Brutas y Netas del BCRA

Datos diarios desde enero 2022



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

Pero si al TCRM lo depuramos por productividad ...

Cumplimiento de la Meta de acumulación de Reservas Netas del BCRA
Escenario sin préstamos externos ("sin swaps")

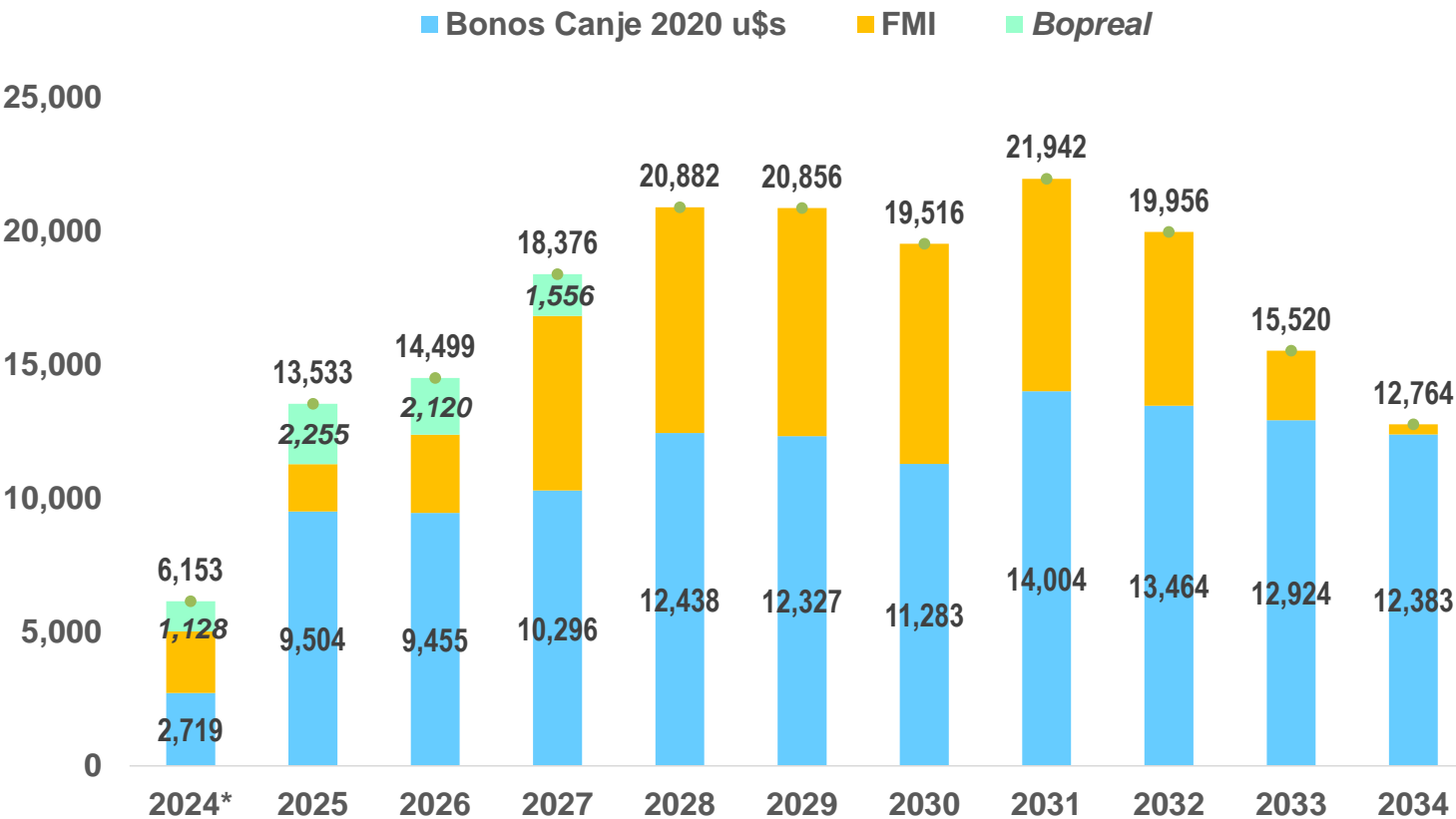
u\$s M, datos "punta"	07/12/23	31-mar	30-jun	23-ago	30-sep	31-dic
		Meta	Meta	últ.dato	Meta	Meta
Reservas Netas	-11,279	-2,123	910	-2,737	-2,696	-5,098*
Acumulación de Reservas Netas (I)		9,156	12,190	8,542	8,583	6,181*
Meta de acumulación de RIN - a fin de cada trimestre (II)		5,900	10,900		8,700	9,700
Sobrecumplimiento (I-II)		3,256	1,290		-117	-3,519

* Datos al 23/08

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)



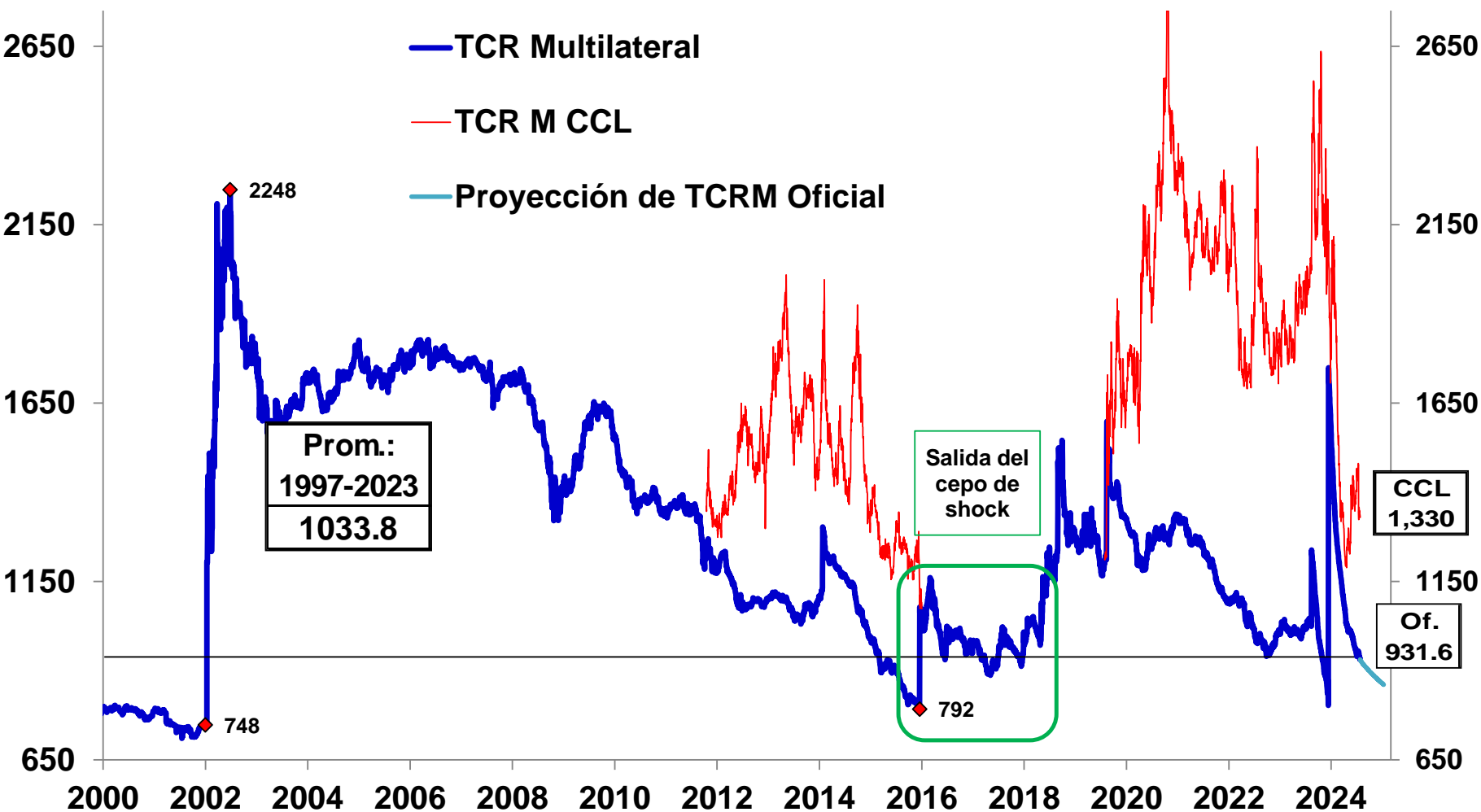
Vencimientos de deuda del Gobierno Nacional y el BCRA

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

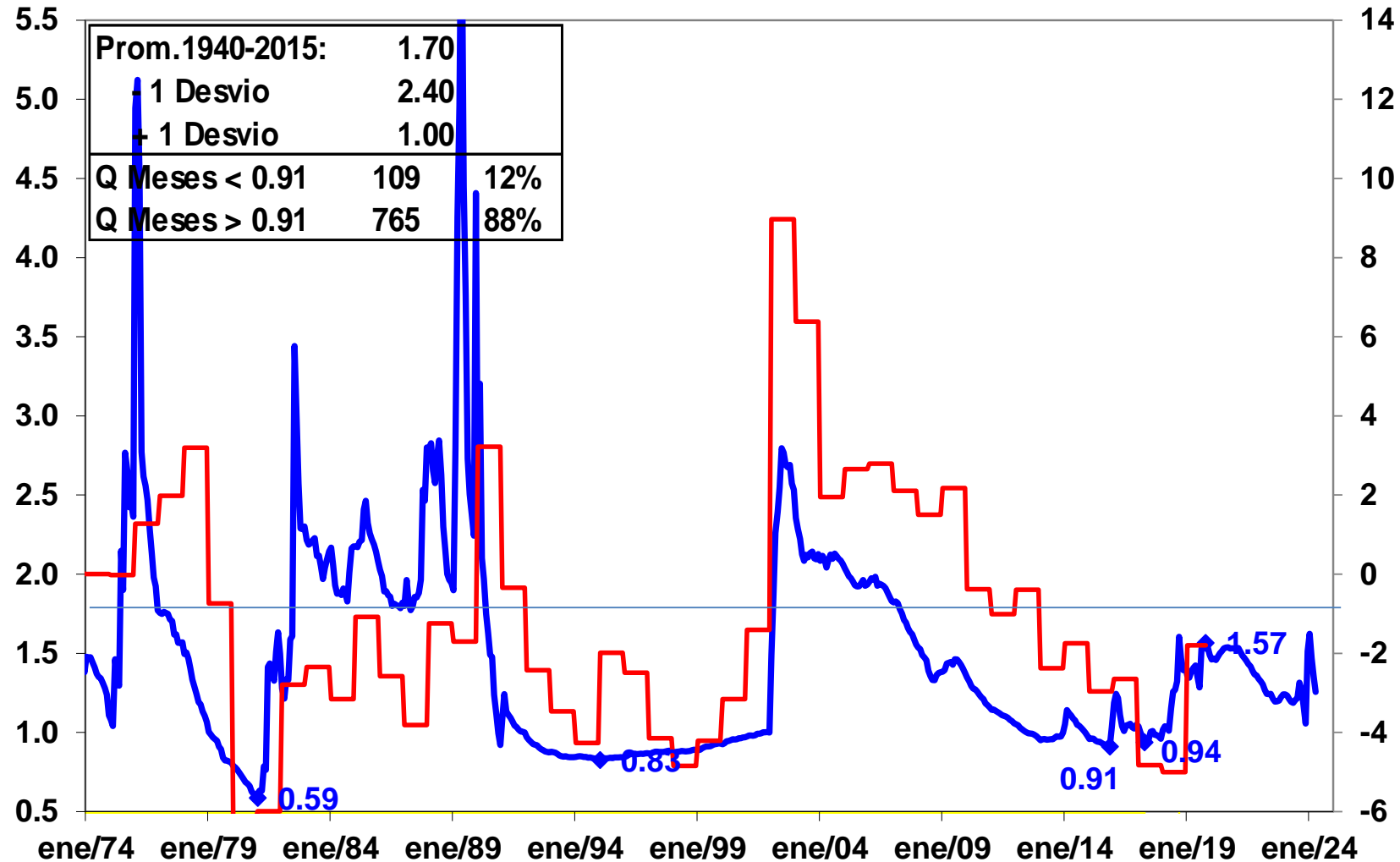


TC multilateral	TCN	TCR Multi
17/12/15	14	1079
29/2/16	16	1161
30/6/17	17	945
31/12/17	19	978
11/8/23	287	1032
14/8/23	350	1238
17/11/23	354	895
10/12/23	364	861
12/12/23	367	803
13/12/23	800	1740
26/7/24	932	932
31/8/24	954	912
30/9/24	972	899
31/12/24	1016	864
2003-05		1726
2016		970
2017		950

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)



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-?-)**

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

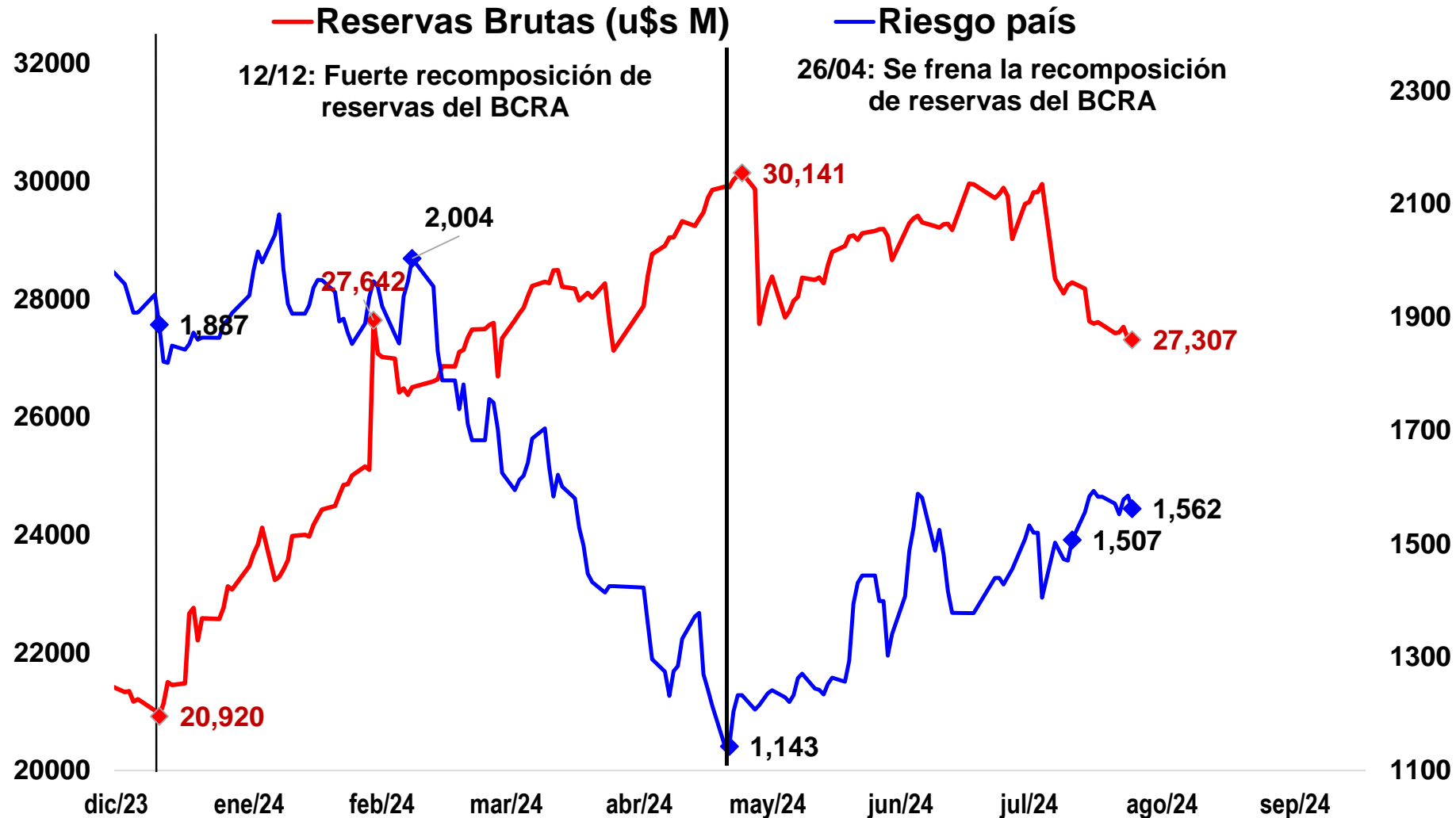
TOTAL PERÍODO Milei						
	23,615	-5,384	18,231	7,689	6,815	14,503
	129%	-20%	40%	101%	16%	29%

* 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

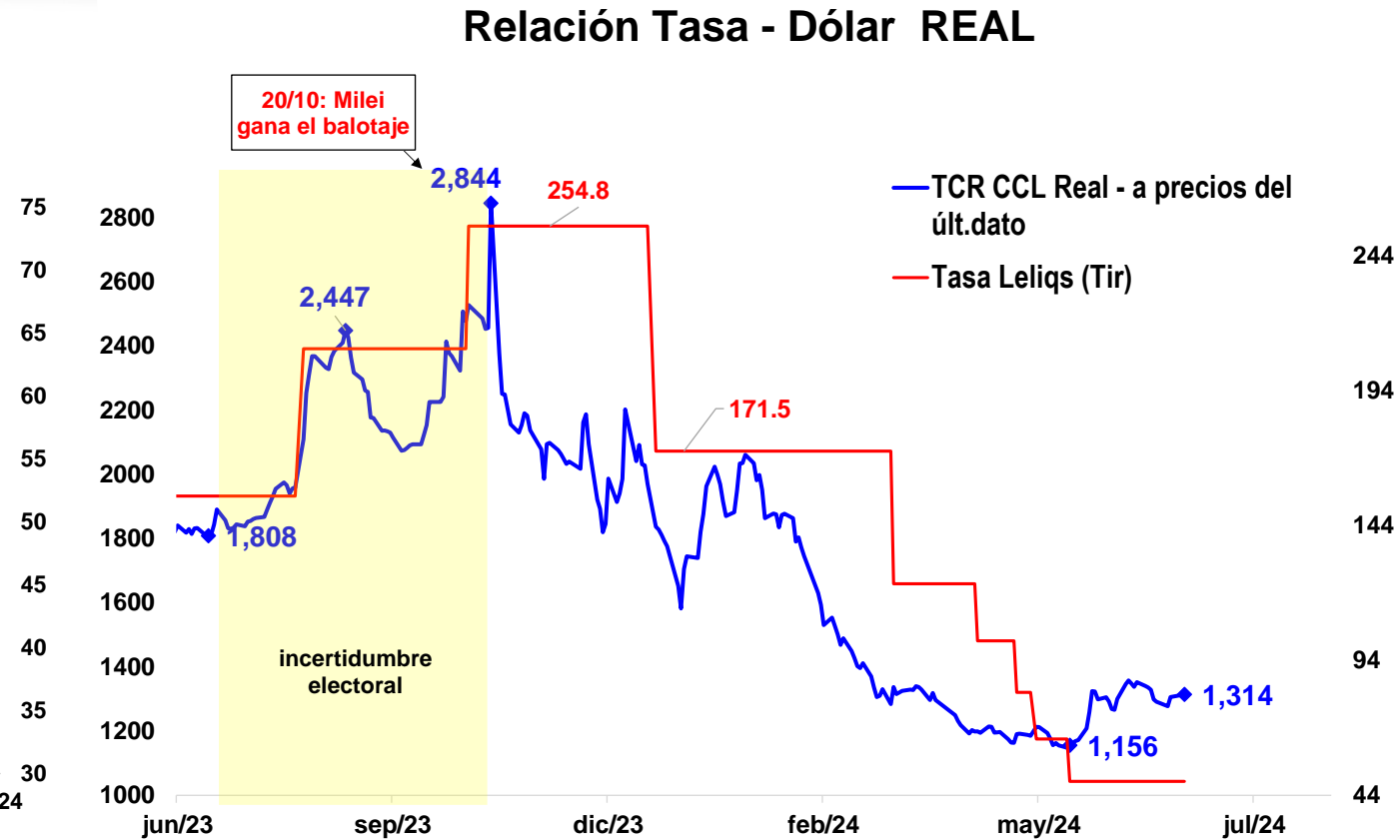
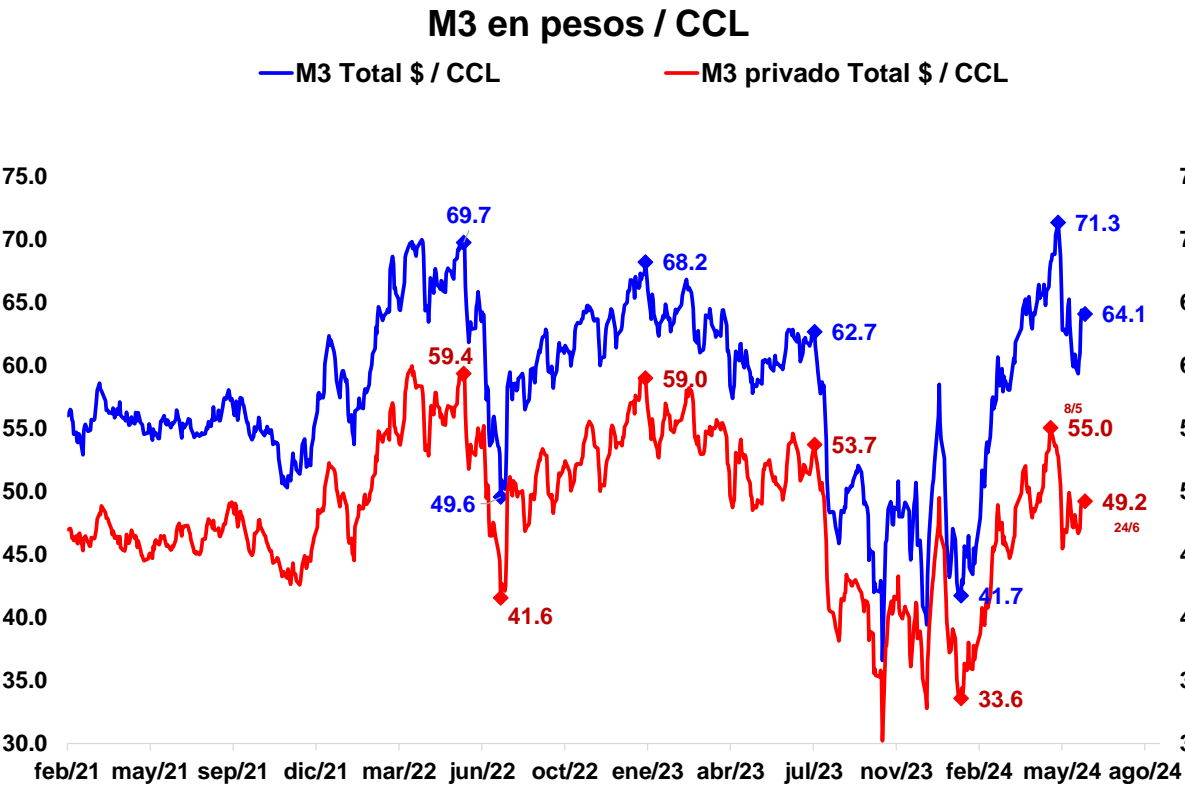
No hay grandes motores de demanda para empujar el nivel de actividad económica: el consumo privado

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



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

Sector Público Nacional - base caja

SPN \$ MM	jul-24 \$ MM	jul-23 \$ MM	Var.% nom	Var.% a/a Real	ISem-24 Var% real
INGRESOS	9,334	2,702	245.5	-4.9	-5.3
Tributarios totales	7,978	2,347	240.0	-9.6	-11.1
Tributarios sin retenciones	7,424	2,286	224.8	-13.7	-13.0
Der. s/exportaciones	554	61	809.1	141.6	19.7
Impuesto PAÍS	698	66	965.5	183.2	276.8
Rentas de propiedad y otros	1,356	355	281.7	1.5	37.7
GASTO PRIMARIO	8,425	3,036	177.5	-26.2	-31.9
Prestaciones sociales	4,102	1,233	232.8	-11.5	-21.7
Salarios	1,378	485	183.9	-24.5	-18.2
Bienes y Servicios	282	111	154.8	-32.3	-35.3
Planes sociales	797	301	164.7	-29.6	-21.8
Subsidios económicos	1,080	351	208.0	-18.1	-43.4
Energía	834	263	217.5	-15.6	-45.3
Transporte y otros	218	83	162.7	-30.2	-36.0
Gastos de capital	200	263	-24.0	-79.8	-81.0
Transferencias a provincias	81	95	-14.7	-77.3	-74.7
Déficit Empresas Públicas	505	198	155.4	-32.1	-41.0
Res PRIMARIO (FMI)	908	-334	-372	-172	-198
Intereses netos	1,509	420	259.4	-4.5	-8.9
RESULTADO FISCAL	-601	-754	-20	-78.8	-121.6

Impacto de la normalización parcial de pagos en julio

\$ MM	Normalización	
	julio	Postergación junio
Normalización de pagos en julio	680	1,400
Energía	300	700
Prestaciones sociales	300	300
Universidades	50	250
Bienes y servicios y otros	30	150
Déficit primario observado	908	489
Déficit fiscal observado	-601	238
Sup primario sin normalización	1,588	-911
Rtdo fiscal sin normalización	79	-1,162