

***“Cepo: lo vamos a liberar,
cuando la inflación del
programa sea cero”***

Dr.LE Hernán Hirsch

Tomo 011 Folio 170

Septiembre 2024



I. Claves del escenario local

II. El Boom financiero reciente (y el blanqueo y...)

III. ¿Recuperación en V, o en U o L (o no)?

¿Se frenó el proceso de desinflación?

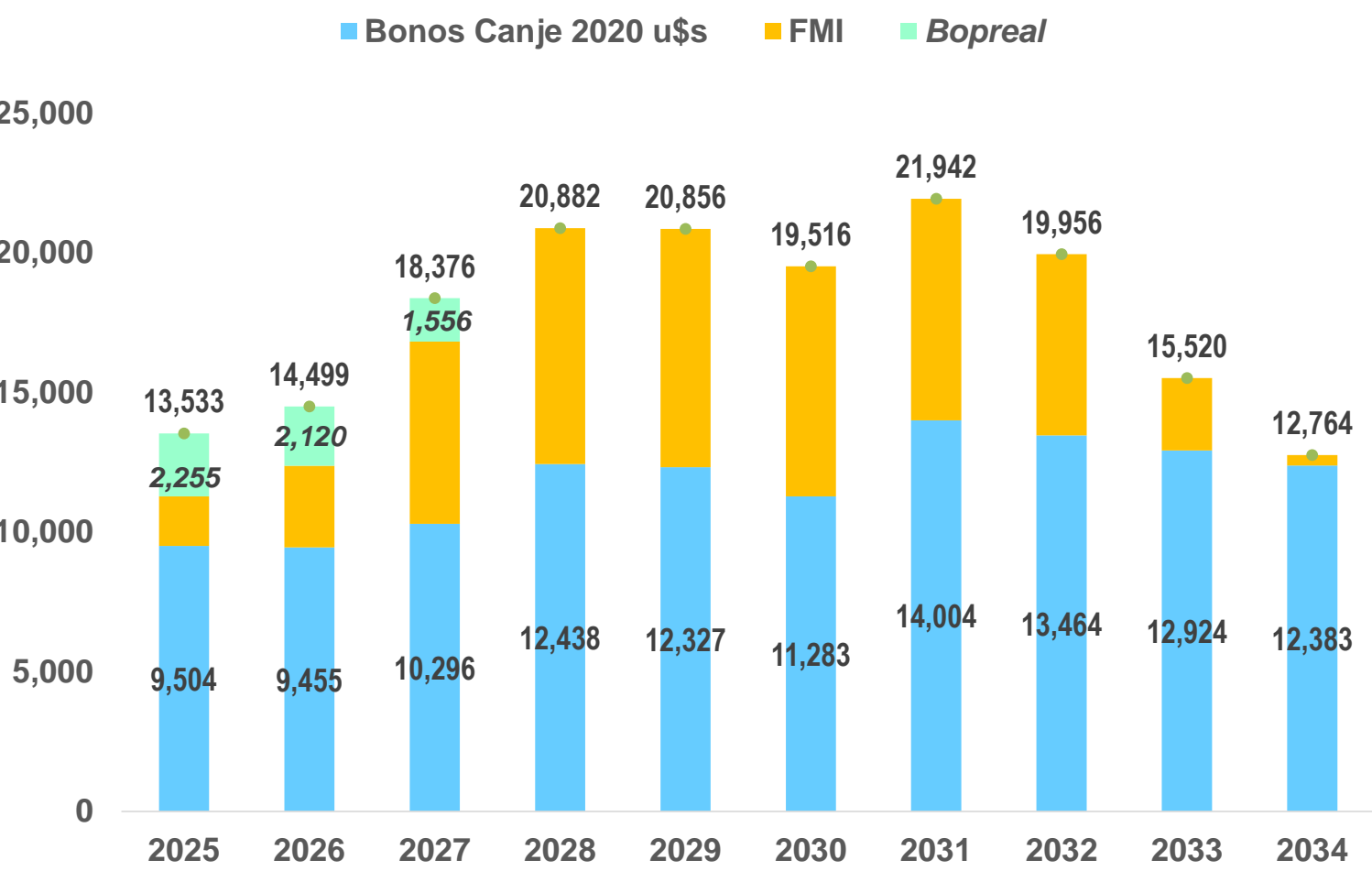
IV. ¿Hay un problema cambiario? ¿Se sale del cepo?

V. ¿Hacia dónde vamos? Escenario 2024/25

VI. Conclusiones

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

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



Vencimientos de deuda en dólares Tesoro Nacional + BCRA

u\$s M	2025	2026	2027	2025-27
FMI	1,774	2,924	6,524	11,222
Bonos del Canje	9,504	9,455	10,296	29,255
Bopreal 1/	2,255	2,120	1,556	5,931
Total 1/	13,533	14,499	18,376	46,408
Bopreal 2/	175	175	3,631	3,981
Swap China	2,500	2,500	0	5,000
Total 2/	16,208	17,174	22,007	55,390

Clave II: El Gobierno tiene pánico a un *Money overhang* (lo cual puede gatillar una crisis cambiaria)

Lo cual explica el plan de “déficit cero” y “emisión cero”

Conferencia de Milei el 23/09 en NY:

- ✓ “El cepo lo vamos a liberar cuando la inflación del programa sea cero (aprox. 2 y medio)” ... porque cuando se de ... “las LeFis desaparecerán y la base monetaria coincidirá con la base monetaria amplia.”
- ✓ “En ese momento, habrá desaparecido el *money overhang* y podremos abrir” ... “el cepo porque ya no tendrán balas para cargar las armas que puedan tirar la estabilidad macroeconómica, porque se habrá eliminado el exceso de pesos”

DÉFICIT CERO: Se logró una gran mejora en línea con el equilibrio fiscal

SPN \$ MM	ago-24 \$ MM	ago-23 \$ MM	Var.% nom	Var.% a/a Real	7M'24 Var% real	8M-24 % PBI	8M-23 % PBI	Var.pp del PBI
INGRESOS	8,748	3,018	189.8	-13.9	-5.3	17.0	17.2	-0.2
Tributarios totales	7,479	2,505	198.6	-11.3	-10.3	14.2	15.0	-0.8
Trib. sin retenciones e imp PAIS	7,045	2,401	193.5	-12.8	-12.6	13.1	14.2	-1.1
Retenciones a las exportaciones	434	104	317.4	24.0	31.7	1.0	0.8	0.3
Impuesto PAÍS	660	212	211.5	-7.5	259.7	1.4	0.5	0.9
Rentas de propiedad y otros	1,269	514	147.1	-26.6	31.2	2.8	2.2	0.6
GASTO PRIMARIO	7,849	3,055	156.9	-23.7	-30.5	14.5	19.4	-4.9
Prestaciones sociales	4,007	1,303	207.5	-8.7	-19.5	7.6	8.7	-1.1
Salarios	1,040	396	162.4	-22.1	-19.2	2.1	2.5	-0.4
Bienes y Servicios	346	136	153.4	-24.8	-34.3	0.5	0.7	-0.2
Planes sociales	562	316	78.0	-47.1	-22.8	1.5	1.9	-0.4
Subsidios económicos	1,144	392	192.2	-13.2	-38.6	1.6	2.4	-0.7
Energía	871	321	171.7	-19.3	-40.0	1.2	1.8	-0.6
Transporte y otros	270	66	311.7	22.3	-34.5	0.4	0.5	-0.1
Gastos de capital	253	266	-4.8	-71.7	-80.7	0.4	1.7	-1.3
Transferencias a provincias	228	114	98.8	-40.9	-75.1	0.2	0.6	-0.4
Déficit Empresas Públicas	269	132	103.9	-39.5	-38.6	0.6	1.0	-0.3
Res PRIMARIO (FMI)	900	-37	-2,534	-823	-195	2.5	-2.2	4.7
Intereses netos	896	348	157.8	-23.4	-7.3	1.9	2.0	-0.1
RESULTADO FISCAL	4	-385	-101	-100.3	-113.5	0.6	-4.2	4.8

EMISIÓN CERO: La política monetaria luego del desarme de los Pasivos Remunerados del BCRA (las tres etapas de la PM)

Política Monetaria del BCRA: Las tres etapas en lo que va de la gestión Milei

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 :													
12/05	13,971							25,704	33,076	58,780	21,523	22.2	50.0
12/06	17,473							29,476	31,766	61,242	24,764	44.3	40.0
Var \$M:	3,502	3,502	1,316	17,639	0	-13,875	-1,578	3,772	-1,310	2,462	3,241	22	-10
V%/ %tot	25.1							14.7	-4.0	4.2	15.1		
2024 :													
12/06	17,473							29,476	31,766	61,242	24,764	44.3	40.0
12/07	21,715							34,743	34,128	68,871	28,971	55.0	40.0
Var \$M:	4,242	4,242	35	8,395	0	-6,150	1,961	5,267	2,362	7,629	4,206	11	0
V%/ %tot	24.3							17.9	7.4	12.5	17.0		
2024 :													
18/08	22,476							33,613	37,367	70,980	34,132	36.9	40.0
18/09	23,027							34,068	39,190	73,258	38,642	28.0	40.0
Var \$M:	550	550	-43	38	1,730	-886	-289	455	1,823	2,278	4,510	-9	0
V%/ %tot	2.4							1.4	4.9	3.2	13.2		

I. Claves del escenario local

II. El Boom financiero reciente (y el blanqueo y...)

III. ¿Recuperación en V, o en U o L (o no)?

¿Se frenó el proceso de desinflación?

IV. ¿Hay un problema cambiario? ¿Se sale del cepo?

V. ¿Hacia dónde vamos? Escenario 2024/25

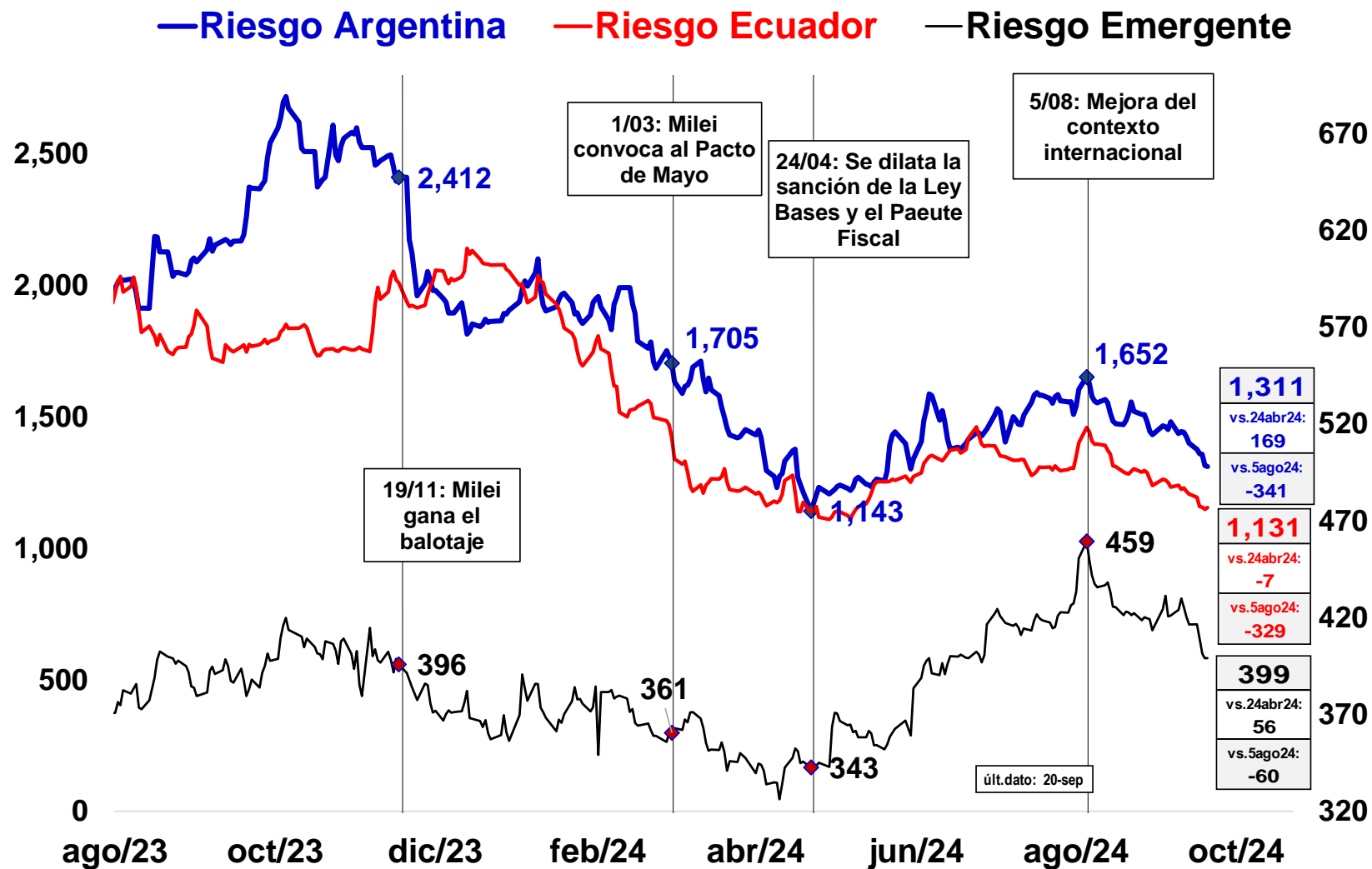
VI. Conclusiones

Boom financiero local

Dinámica Financiera: ¿donde estamos?

					Variaciones %		
	17-nov	23-abr	5-ago	23-sep	23-sep vs. 5-ago	23-sep vs. 23-abr	23-sep vs. 17-nov
	Pre balotage	Máximo previo	Inicio boom local	últ. Dato			
Dólar Blue	950	1,030	1,390	1,245	-10.4%	20.9%	31.1%
Dólar CCL Acciones	876	1,052	1,338	1,227	-8.3%	16.7%	40.0%
Brecha Blue	168%	18%	49%	29%	-20%	11%	-140%
Brecha MEP GD30	146%	15%	44%	24%	-19%	10%	-122%
Merval u\$s	736	1,184	1,062	1,459	37.4%	23.2%	98.2%
Riesgo país	2,416	1,143	1,652	1,308	-20.8%	14.5%	-45.9%
Precio AL30D	26.6	59.1	46.8	57.6	23.1%	-2.6%	116.5%
Precio GD30D	31.4	61.6	49.6	58.7	18.5%	-4.7%	86.9%
Precio AE38D	28.0	53.1	41.7	50.0	19.8%	-5.7%	78.4%
Precio AL35D	25.2	49.5	39.8	47.3	18.7%	-4.5%	87.5%
Precio Ecuador 30	45.6	68.6	65.2	73.9	13.3%	7.8%	62.1%
Dow Jones	34,947	38,504	38,703	42,125	8.8%	9.4%	20.5%
S&P500	4,514	5,071	5,186	5,719	10.3%	12.8%	26.7%
Bovespa u\$s	25,721	24,227	21,875	23,584	7.8%	-2.7%	-8.3%
Tasa USA 10 años	4.44	4.60	3.79	3.74	-5	-86	-70

Con fuerte caída del riesgo país, pero el contexto regional e internacional ayudan

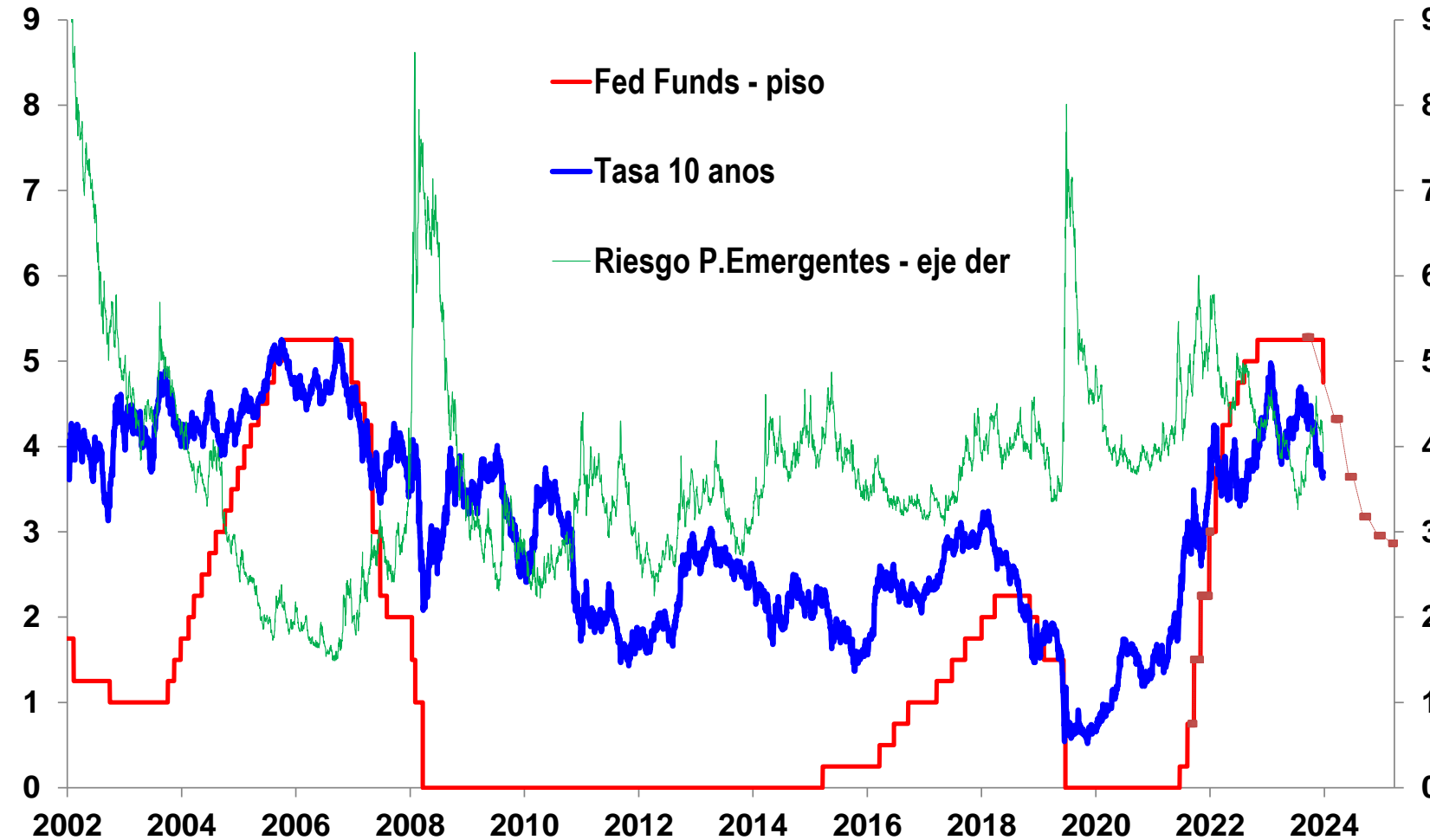


Riesgo emergente: Mejora generalizada

Datos en bp	5-ago	20-sep	20/9 vs 5/8	
			Var bp	Var %
Global	379	330	-50	-13%
Latam	509	450	-59	-12%
Rep. Dom.	246	198	-47	-19%
Brasil	246	213	-33	-14%
Colombia	339	313	-26	-8%
Ecuador	1,460	1,156	-305	-21%
Argentina	1,652	1,311	-341	-21%
México	353	324	-30	-8%
Perú	281	260	-21	-7%
Panamá	191	159	-32	-17%
Venezuela	20,044	21,072	1,028	5%
Uruguay	106	92	-14	-13%
Chile	150	123	-27	-18%
El Salvador	814	613	-201	-25%

En EE.UU. se estaría iniciando un nuevo ciclo de tasas de interés bajista

EE.UU.: Política Monetaria y tasa de Federal Funds



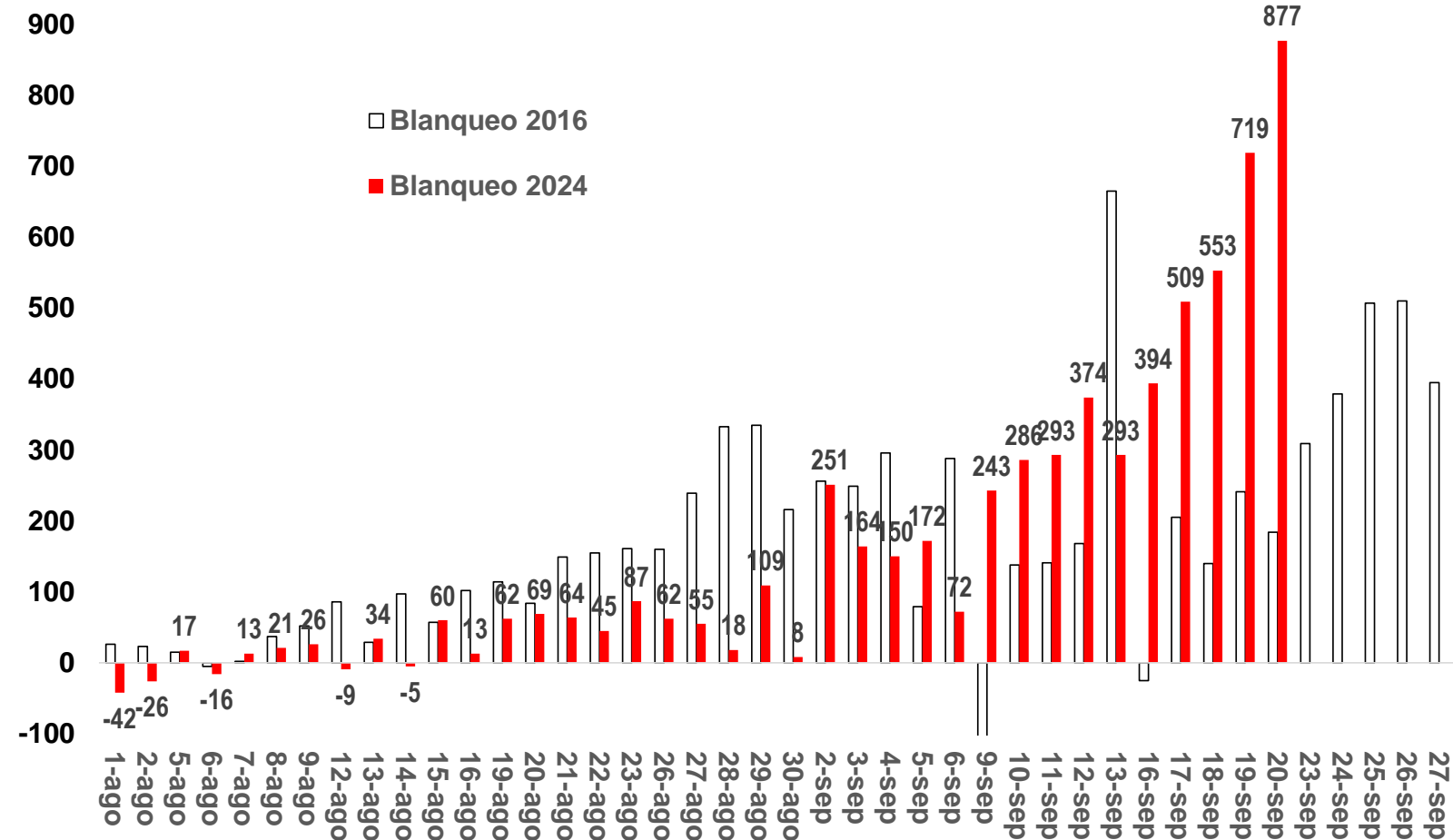
EE.UU.: Proyecciones del FOMC - FED Mediana, septiembre 2024

	2024	2025	Largo plazo
PBI real (var% IVT)	2.0	2.0	1.8
Proy.Jun24	2.1	2.0	1.8
Desempleo (% IVT)	4.4	4.4	4.2
Proy.Jun24	4.0	4.2	4.2
Inflación (% IVT)	2.3	2.1	2.0
Proy.Jun24	2.6	2.3	2.0
IPC "core" (% IVT)	2.6	2.2	2.0
Proy.Jun24	2.8	2.3	2.0
Tasa Fed("punta")	4.4	3.4	2.9
Proy.Jun24	5.1	4.1	2.8

El blanqueo apunta a ser un éxito en términos de aumento de depósitos en dólares

Depósitos del sector privado en dólares

Variaciones diarias en millones de dólares



Depósitos privados en dólares

Durante los días previos al cierre del ...

(comparaciones contra igual cantidad de días previo al cierre del blanqueo)

Blanqueo de 2024		Blanqueo de 2016	
Fecha	u\$s M	Fecha	u\$s M
8-ago-24	18,563	29-sep-16	13,154
20-sep-24	24,611	11-nov-16	18,225
30-sep-24*		22-nov-16*	20,537

Aumento de depósitos al 20-sep-24 (últ.dato):	Aumento de depósitos al 11-nov-16 :
6,048	5,071

Aumento de depósitos extrapolando la dinámica del Blanqueo 2016

Var total: 9,217

(extrapolación)

Aumento total de depósitos por el Blanqueo 2016

7,728

(dato)

Pero hay menor acumulación de reservas y al BCRA le está costando reponer reservas

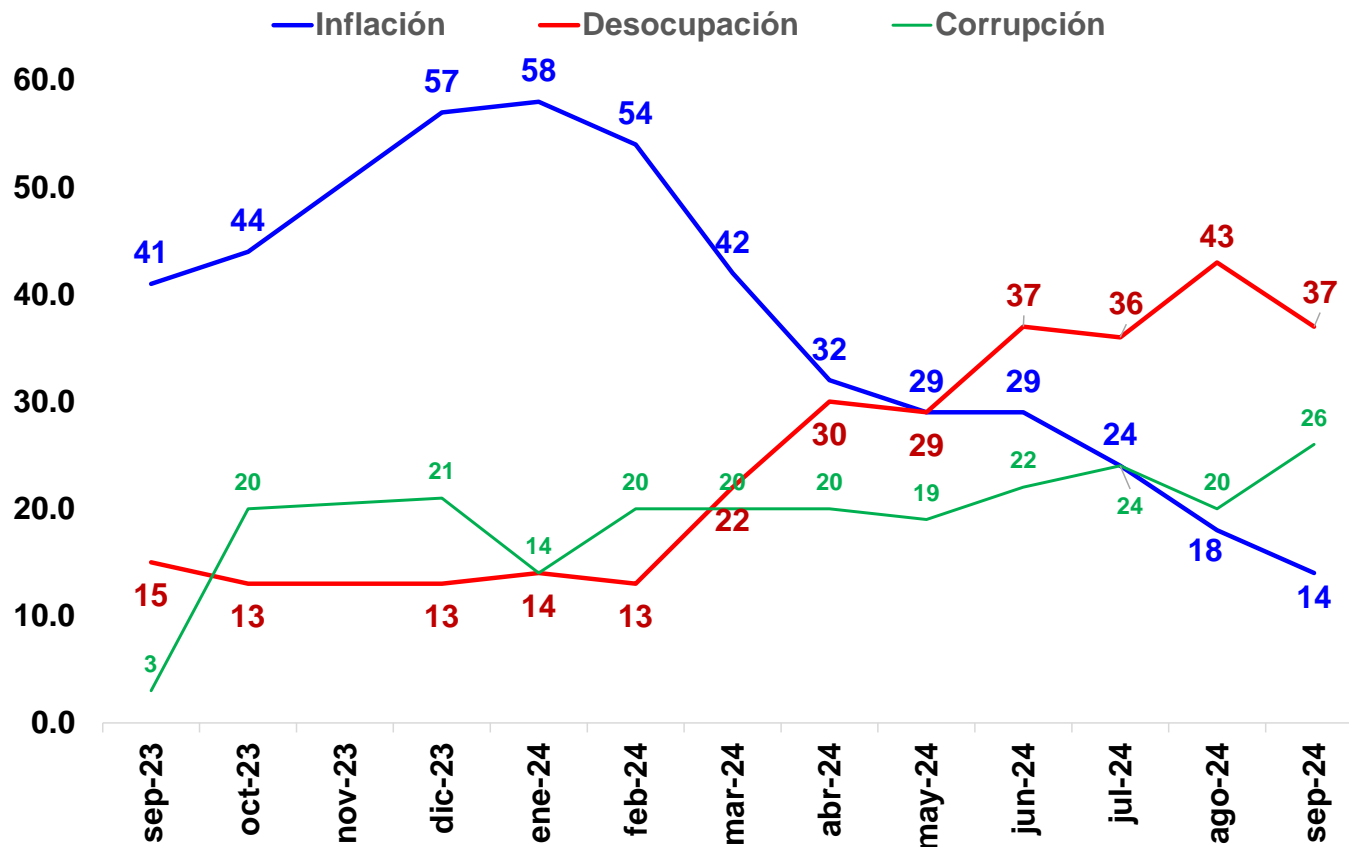
Mercado de cambios (proxys):

u\$s M	Mercado de cambios oficial(MULC):					Mercado MEP / CCL		
	Oferta exportadores (vol neg MAE)	Expo campo	Expo resto	Compras BCRA	Demanda neta de dólares	Oferta exportadores (20% proxy)	Ventas de dólares del BCRA (e)	Brecha (punta)
DATOS PROMEDIO DIARIOS:								
dic-23	289	65	223	110	179	72	0	20%
ene-24	299	87	212	149	150	75	0	51%
feb-24	376	74	302	124	252	94	0	27%
mar-24	382	79	303	152	230	95	0	27%
abr-24	388	96	292	167	221	97	0	25%
may-24	303	119	184	115	188	76	0	39%
jun-24	304	116	187	-5	309	76	0	48%
jul-24	288	114	174	-8	296	72	15	38%
ago-24	291	112	178	19	272	73	13	36%
sep-24	269	119	150	3	267	67	3	27%
DATOS MENSUALES:								
dic-23	5,487	1,243	4,245	2,084	3,403	1,372	0	20%
ene-24	6,571	1,910	4,661	3,272	3,299	1,643	0	51%
feb-24	7,149	1,408	5,741	2,358	4,791	1,787	0	27%
mar-24	7,251	1,500	5,751	2,882	4,369	1,813	0	27%
abr-24	7,765	1,924	5,841	3,345	4,420	1,941	0	25%
may-24	6,667	2,625	4,042	667	6,000	1,667	0	39%
jun-24	5,162	1,977	3,185	-84	5,246	1,291	0	48%
jul-24	6,336	2,509	3,827	-181	6,517	1,584	326	38%
ago-24	6,392	2,474	3,918	409	5,983	1,598	285	36%
sep-24	4,312	1,905	2,407	40	4,272	1,078	42	27%

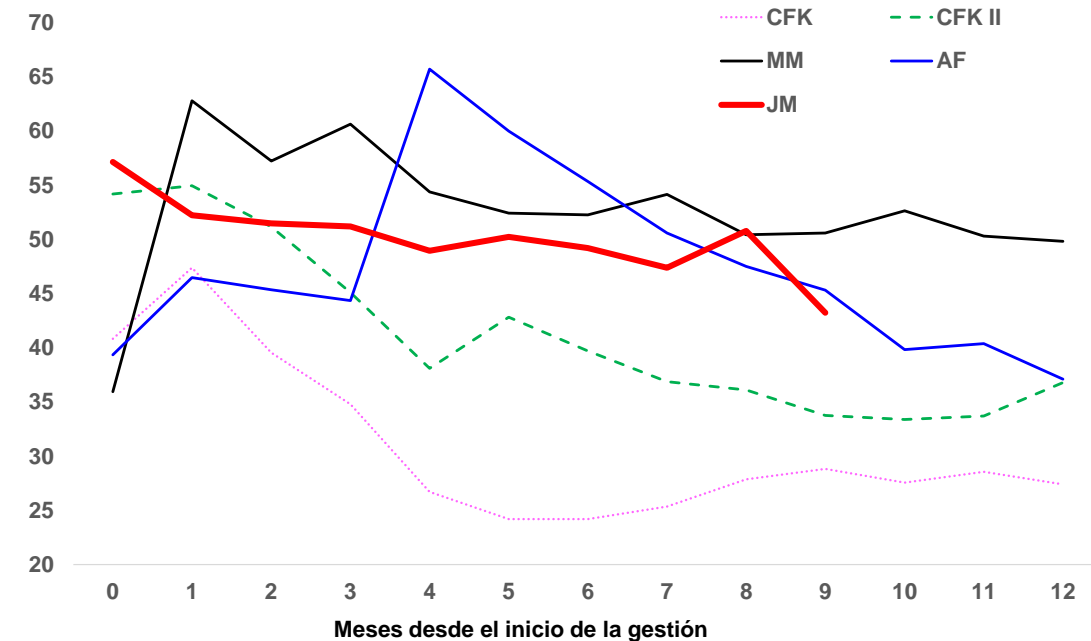
Septiembre datos acumulados al día 23

Cambian las principales preocupaciones de la población y luna de miel política inicial comienza a ceder

Principales preocupaciones de la población
Sondeo Opina Argentina



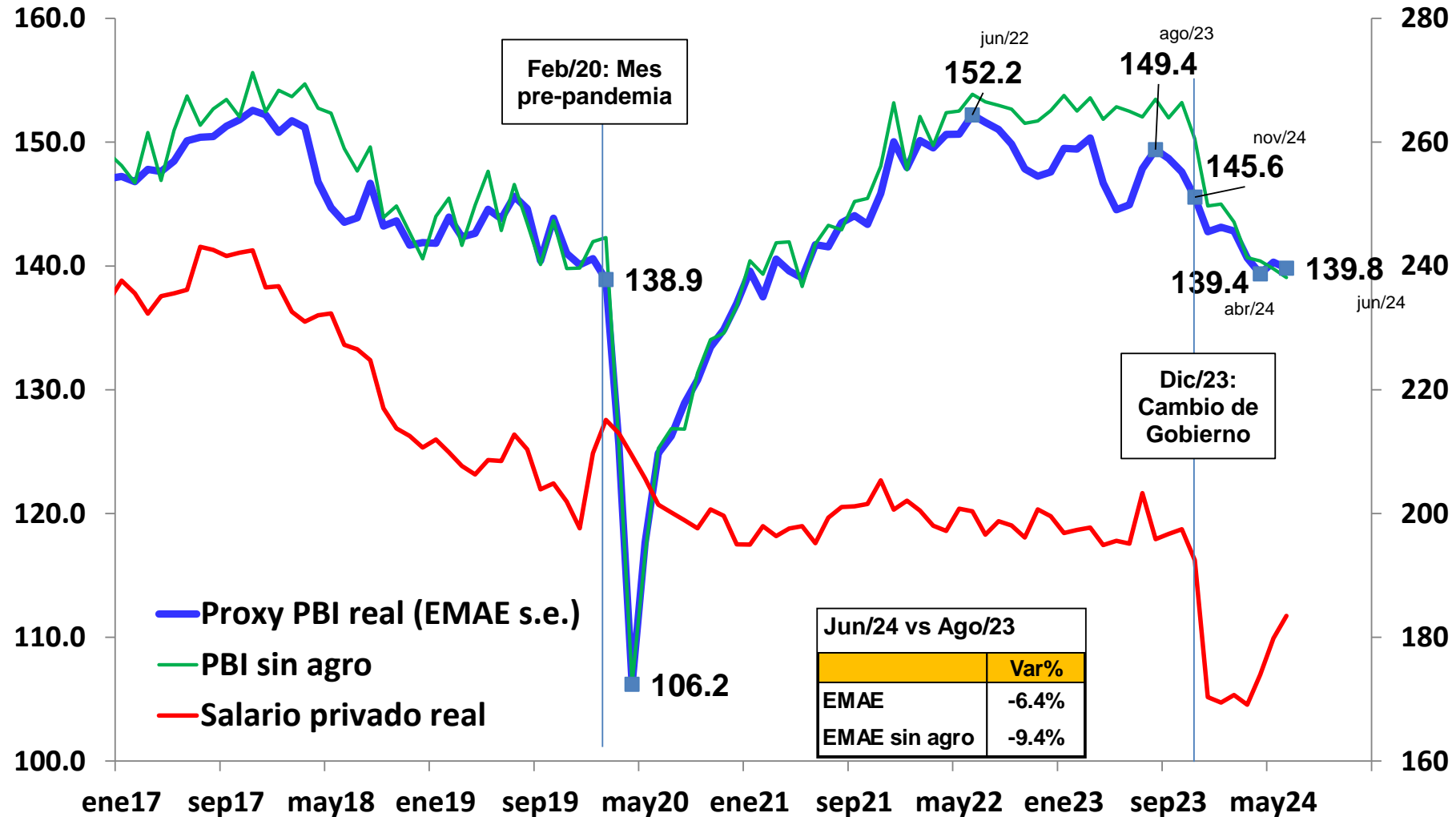
Proxy Imagen Positiva del Gobierno comparada desde el inicio de la gestión



- I. Claves del escenario local
- II. El Boom financiero reciente (y el blanqueo y...)
- III. ¿Recuperación en V, o en U o L (o no)?
¿Se frenó el proceso de desinflación?**
- IV. ¿Hay un problema cambiario? ¿Se sale del cepo?
- V. ¿Hacia dónde vamos? Escenario 2024/25
- VI. Conclusiones

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 (EMAЕ sin estacionalidad)



El nivel de actividad económica se derrumbó en el primer semestre del año

PBI real : Fuerte caída en el IIT-24

Var% a/a	sep-23	dic-23	mar-24	jun-24
PBI	-0.7	-1.2	-5.2	-1.7
PBI sin agro	-0.3	-1.6	-5.9	-7.2
Importaciones	2.2	-1.8	-15.5	-22.5
DEM/OFERTA GLOBAL	5.7	-14.2	-13.4	-9.6
Demanda doméstica	0.7	-2.8	-9.4	-13.1
Consumo total	0.6	-1.7	-6.2	-9.2
Cons. privado	0.2	-1.9	-6.6	-9.8
Cons. público	2.8	-1.1	-4.3	-6.0
Inversión	1.2	-6.8	-23.8	-29.4
Exportaciones	-5.3	-7.4	26.4	31.4
Var.de Existencias *	1.1	3.9	-0.5	3.0

PBI real: Las actividades que más sufrieron

Var% real	Var% a/a				Peso en PBI
	sep-23	dic-23	mar-24	jun-24	
PBI real	-0.7	-1.2	-5.2	-1.7	100%
PBI sin agro	-0.3	-1.6	-5.9	-7.2	
Agric.,ganadería, caza etc.	-7.3	6.2	9.3	81.2	8.1%
Pesca	2.0	0.5	3.4	41.3	0.4%
Minas y canteras	7.7	7.8	8.3	6.6	4.5%
Industria	-3.6	-6.0	-13.7	-17.4	18.6%
Electricidad, agua y gas	2.5	-5.2	-2.4	2.8	2.2%
Construcción	0.5	-1.0	-19.9	-22.2	3.4%
Comercio may, min y reparac.	-0.9	-3.8	-9.1	-15.7	15.3%
Hoteles y restaurants	9.4	8.4	-1.9	-4.5	1.8%
Transporte y comunic.	0.0	-0.6	-0.6	2.2	9.2%
Intermediación fciera	-1.7	-4.6	-13.5	-9.8	3.9%
Act.inmob, empres.y alquiler	0.8	1.2	-1.6	-1.2	13.8%
Adm.pública, planes seg.social	2.5	2.9	0.6	-0.8	6.1%
Enseñanza	2.7	2.7	1.7	1.0	5.0%
Servicios sociales y salud	1.6	1.9	1.3	0.3	4.2%
Otras act.ss comun. y soc.	1.6	0.3	-1.9	-4.3	2.7%
Hogares priv.c/ss dom.	-1.9	1.4	-2.8	3.7	0.7%

El desempleo no aumentó más por el bajo salario real y la mayor flexibilización laboral

Mercado de trabajo: subió el desempleo en el IIT-24

en miles o en %	mar-23	jun-23	sep-23	dic-23	mar-24	jun-24	jun-24 / jun-23
Oferta de trabajo (I)	14,165	13,980	14,210	14,340	14,202	14,386	406
var% a/a	4.7%	0.2%	2.1%	2.9%	0.3%	2.9%	
Salario real nivel	100.5	99.2	100.0	86.6	86.0	93.3	
Demanda de Trabajo (II)	13,191	13,108	13,396	13,518	13,114	13,298	190
var% a/a	4.8%	0.9%	3.7%	3.5%	-0.6%	1.5%	
PBI real var% a/a	1.1%	-5.3%	-0.7%	-1.2%	-5.2%	-1.7%	
Salario privado real	-0.2%	-2.6%	-0.7%	-14.7%	-14.5%	-6.0%	
Desempleo (III)	974	872	814	822	1,088	1,088	216
Tasa de desempleo	6.9%	6.2%	5.7%	5.7%	7.7%	7.6%	1.4%

Demanda de Empleo	4.8%	0.9%	3.7%	3.5%	-0.6%	1.5%
Asalariado privado	4.0%	3.6%	2.6%	1.3%	-1.2%	-2.5%
Asalariado público	2.3%	2.5%	3.2%	3.1%	1.2%	-0.2%
Autónomo	2.9%	3.2%	4.0%	-6.7%	2.5%	-1.1%
Monotributista	5.6%	8.9%	7.1%	8.7%	10.0%	11.1%
<i>TD sin incremento de monotributistas</i>		6.2%	5.9%	6.2%	8.5%	9.1%

Julio fue un buen mes, pero agosto no

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	Índice Prod. Industrial	Producción de autos	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	ADEFA	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	1.1	18.8	5.6	2.8	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	-2.7	-1.6	1.7	0.0	8.0	-1.3	2.5	-30.5	3.4	-0.9	62%
mar/23	0.6	-1.8	1.9	8.7	-8.8	15.4	11.0	12.0	18.8	5.6	1.6	4.9	7.7	8.0	4.6	-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	3.1	-9.2	-4.2	2.5	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	-4.1	-7.4	2.7	-2.5	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	-0.5	10.1	-0.7	-1.6	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	-1.3	-1.6	-0.9	0.0	-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	-0.5	2.3	1.0	-1.1	-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	-1.7	-6.6	-0.5	-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	-6.3	-1.9	-0.4	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	-1.4	4.8	-6.0	-2.7	-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	-11.9	-11.2	-8.9	-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	-2.0	-0.7	-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	0.3	-4.3	-3.0	-2.8	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	-3.1	-6.1	-19.5	-15.4	-11.2	-2.4	2.3	3.0	-5.1	-6.3	14%
abr/24	-0.9	-6.0	6.7	17.1	63.9	-22.9	29.6	45.7	53.4	4.2	-10.3	0.1	1.5	7.2	1.1	6.4	-0.3	-0.3	-11.0	-5.7	-10.2	48%
may/24	0.7	-2.0	3.0	6.6	20.3	15.5	-0.5	13.2	8.2	-3.2	-4.4	-0.1	-15.4	17.3	7.7	3.2	7.2	11.5	29.9	0.8	12.1	76%
jun/24	-0.3	-2.5	1.5	4.1	16.3	9.4	-6.4	4.0	-37.0	12.6	35.2	-1.4	-8.7	-8.4	2.0	9.7	10.2	-0.9	-14.1	3.3	-11.6	47%
jul/24	1.1	-1.5	2.5	0.1	-17.3	8.9	21.3	9.3	79.1	-3.1	-10.8	6.9	48.4	26.2	8.0	12.1	12.3	6.7	6.2	8.3	13.0	83%
ago/24	-0.2	-1.4		-0.2	-9.1	10.9	-0.1	18.6	42.4	3.3	8.2		-7.7	-13.2		-4.3	9.9	-4.3			-1.6	50%

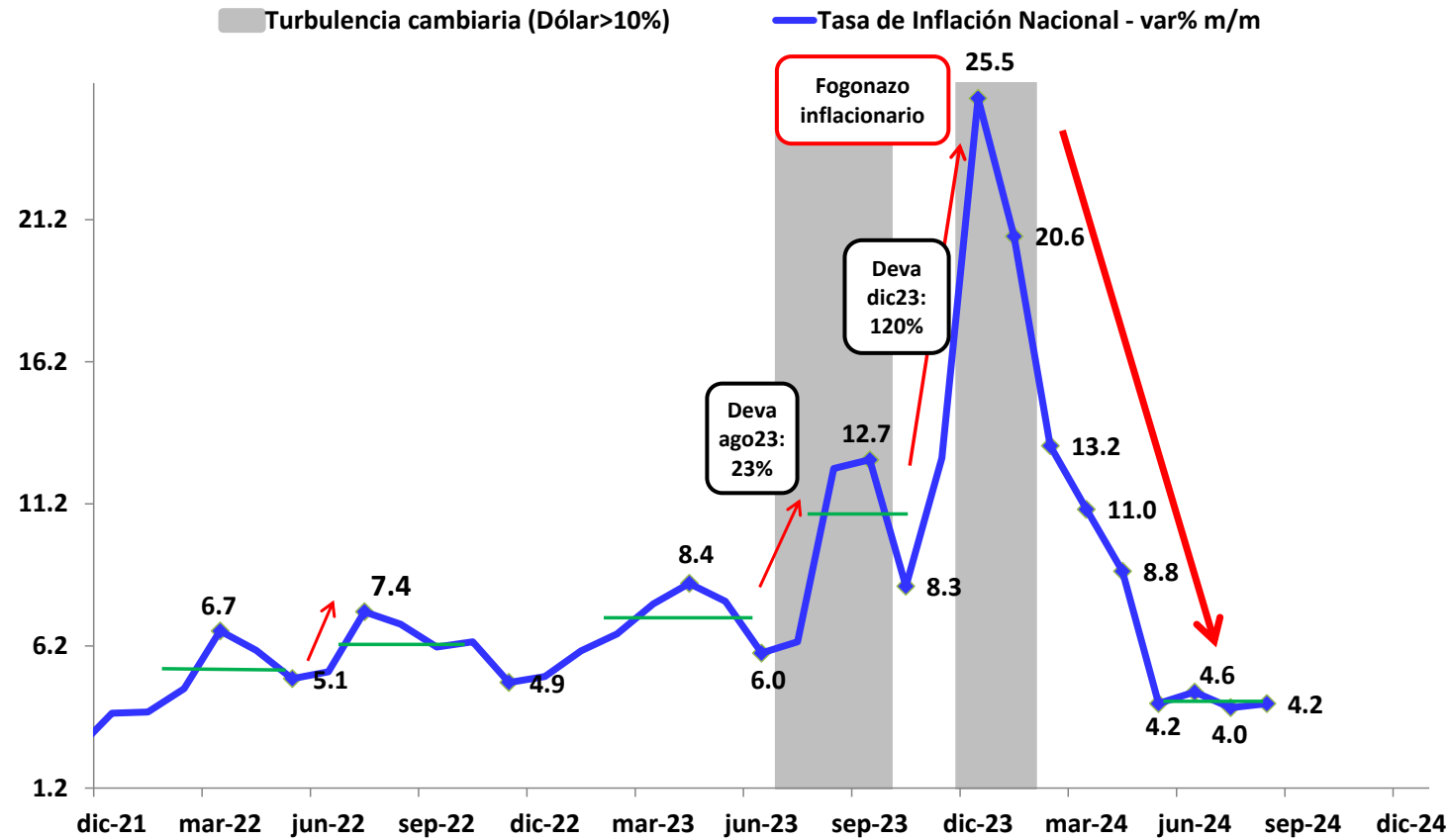
En el margen hay recuperación salarial (pero no estimulada por el Gobierno)

Salarios - var% mensuales recientes

	IPC	Salarios RIPTE			Salario privado formal			Salario públicos		
	Var%	Nivel real	Var% nom	Var% real	Nivel real	Var% nom	Var% real	Nivel real	Var% nom	Var% real
oct-23	8.3%	106.2	11.7%	3.2%	102.6	8.7%	0.4%	104.6	9.1%	0.8%
nov-23	12.8%	100.0	6.3%	-5.8%	100.0	9.9%	-2.5%	100.0	7.8%	-4.4%
dic-23	25.5%	86.3	8.3%	-13.7%	88.5	11.0%	-11.5%	84.1	5.5%	-15.9%
ene-24	20.6%	82.1	14.7%	-4.9%	88.0	20.0%	-0.5%	78.1	12.1%	-7.1%
feb-24	13.2%	80.8	11.5%	-1.6%	88.7	14.1%	0.7%	79.4	15.1%	1.6%
mar-24	11.0%	83.0	14.0%	2.7%	87.9	10.0%	-0.9%	79.4	11.0%	0.0%
abr-24	8.8%	88.5	16.1%	6.7%	90.4	12.0%	2.9%	78.5	7.5%	-1.2%
may-24	4.2%	91.2	7.3%	3.0%	93.4	7.7%	3.4%	81.5	8.3%	3.9%
jun-24	4.6%	92.5	6.1%	1.5%	95.3	6.7%	2.0%	81.1	3.9%	-0.6%
jul-24	4.0%	94.8	6.6%	2.5%						
Var% último dato vs nov-23:										
	134.6%	-5.2%	122.5%		-4.7%	115.0%		-18.9%	82.8%	

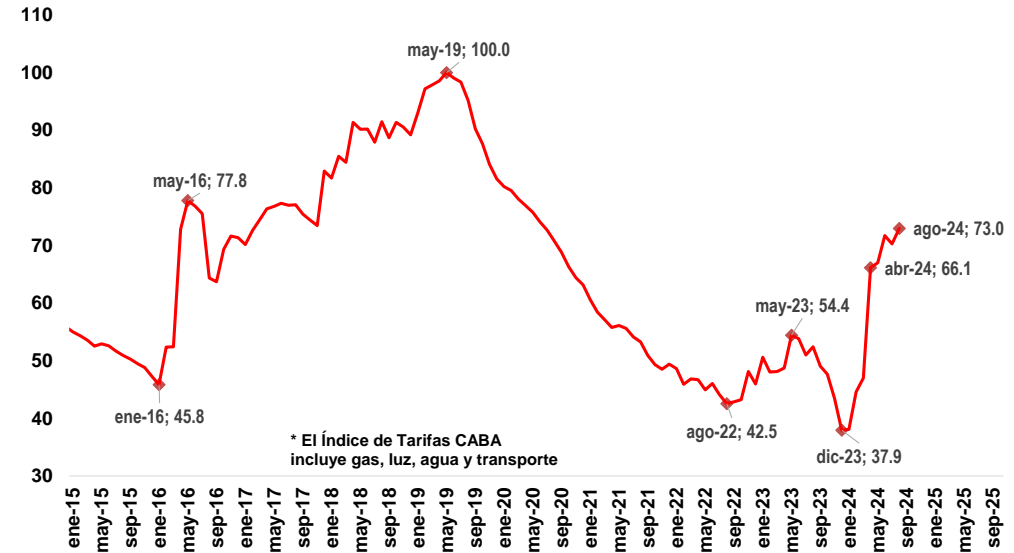
INFLACIÓN: Hubo una fuerte reducción de la tasa de inflación pero desde mayo dejó de caer

Inflación: fuerte desaceleración, pero moderándose en el margen

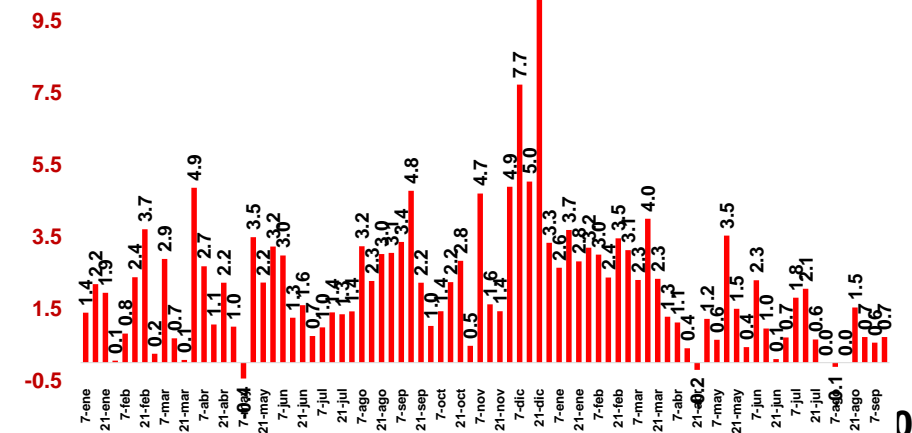


- ✓ Recesión
- ✓ Apreciación cambiaria

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

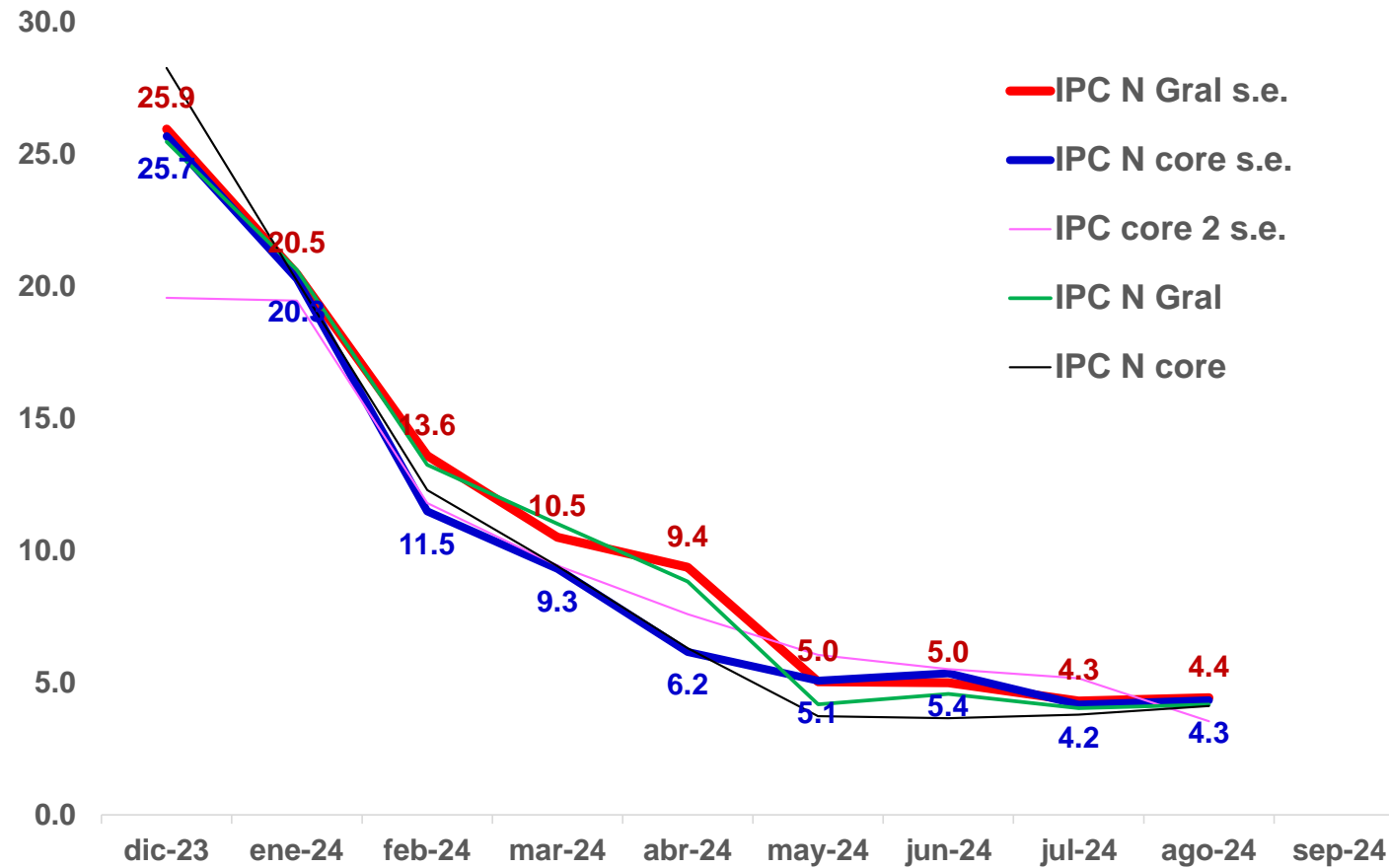


Relevamiento semanal de precios de bienes "core"
Variación porcentual semanal



Otros indicadores alternativos de inflación también sugieren un primer piso del 4% mensual

Inflación: Dinámica reciente



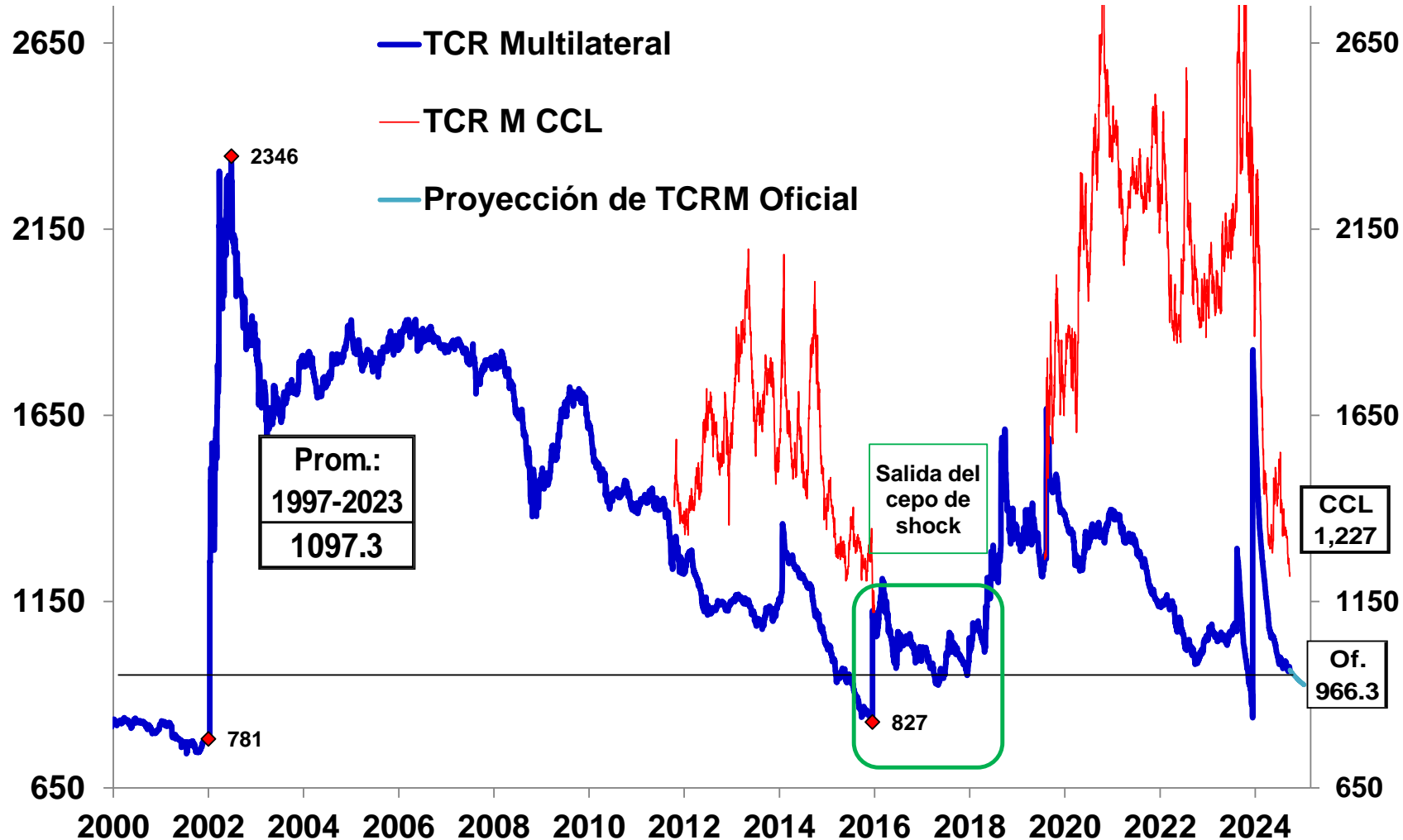
Tasa de inflación: Diferentes mediciones de la core

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	9.2	9.1
nov-23	12.8	13.4	12.4	12.7	11.8
dic-23	25.5	28.3	25.9	25.7	19.6
ene-24	20.6	20.2	20.5	20.3	19.5
feb-24	13.2	12.3	13.6	11.5	11.8
mar-24	11.0	9.4	10.5	9.3	9.4
abr-24	8.8	6.3	9.4	6.2	7.6
may-24	4.2	3.7	5.0	5.1	6.1
jun-24	4.6	3.7	5.0	5.4	5.5
jul-24	4.0	3.8	4.3	4.2	5.2
ago-24	4.2	4.1	4.4	4.3	3.5

- I. Claves del escenario local
- II. El Boom financiero reciente (y el blanqueo y...)
- III. ¿Recuperación en V, o en U o L (o no)?
¿Se frenó el proceso de desinflación?
- IV. ¿Hay un problema cambiario? ¿Se sale del cepo?**
- V. ¿Hacia dónde vamos? Escenario 2024/25
- VI. Conclusiones

El TCR se encuentra en niveles relativamente bajo en términos históricos

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	1126
29/2/16		16	1212
30/6/17		17	986
31/12/17		19	1021
11/8/23		287	1077
14/8/23		350	1292
17/11/23		354	934
10/12/23		364	898
12/12/23		367	838
13/12/23		800	1816
23/9/24		966	966
30/9/24		971	962
30/11/24		1010	939
31/12/24		1016	929
2003-05			1801
2016			1012
2017			991

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	24/09/24 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	28,239	8,932	-1,902	7,030
Oro certificado	2,817	3,231	3,487			
Oro no certificado	1,207	1,385	1,494			
DEGs	68	893	5			
Swap Chino no activado	13,299	13,127	13,398			
Depósito en el BIS	3,001	0	0			
SEDESA títulos	1,832	1,886	1,832			
Reservas Líquidas Totales *	817	11,505	9,855	10,688	-1,650	9,038
Encajes	9,460	9,030	11,489			
Resto Reservas Líquidas	-8,643	2,475	-1,634			
Pasivos Brutos	32,488	28,875	31,720	-3,613	2,845	-769
Encajes Bancarios	9,460	9,030	11,489			
Swap China	18,196	17,959	18,330			
Swap BIS	3,001	0	0			
SEDESA	1,832	1,886	1,901			
Prestamo puente						
Bopreal 2025 (el FMI lo excluye de la m)		2,000	2,000			
Reservas Netas s/Bopreal	-11,279	1,266	-3,481	12,545	-4,747	7,799
RIN con Bopreal	-11,279	-734	-5,481	10,545	-4,747	5,799

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

No se percibe una gran voluntad por recomponer las reservas del BCRA. Para el Gobierno:

✓ 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...”

La mejora inicial de las cuentas externas desapareció desde junio

Balance Cambiario y Reservas del BCRA - julio 2024

u\$s M	nov	dic	ene	feb	mar	abr	may	jun	jul	jul vs. jun
Cuenta Corriente Caja	47	2,962	2,344	1,575	1,804	2,277	1,161	-223	-1,668	-1,445
Bienes	1,982	3,381	3,879	3,059	2,424	2,737	2,708	795	551	-243
Exportaciones	3,594	4,104	4,947	4,747	5,018	5,896	6,452	4,931	5,891	960
Importaciones	1,611	723	1,068	1,688	2,594	3,159	3,744	4,136	5,340	1,204
Servicios reales	-678	-20	84	-232	-158	-183	-388	-368	-566	-198
Exportaciones	531	548	684	593	621	745	746	672	740	68
Importaciones	1,209	568	600	826	779	928	1,134	1,040	1,306	266
Intereses netos	-1,230	-375	-1,608	-1,254	-451	-276	-1,170	-423	-1,652	-1,229
Deuda pública	1,007	170	1,709	884	359	149	998	171	1,587	1,417
Deuda privada	234	226	305	399	121	163	203	282	314	32
Utilidades y otros	-28	-24	-10	3	-12	-2	11	-227	0	227
Cuenta capital y financiera	-1,093	-1,403	2,224	-2,526	-1,367	-1,825	-75	581	-952	-1,534
Compra de dólares (FAE)	5	330	-20	94	139	133	94	146	166	20
Deuda privada y títulos públicos	-553	-474	145	-486	559	640	200	-136	-53	83
Inversión Extranjera Directa	50	90	45	59	60	57	148	74	49	-25
FMI	-796	-919	2,710	0	0	-1,927	0	791	-646	-1,437
Desembolsos	0	0	4,655	0	0	0	0	791	0	-791
Vencimientos	796	919	1,944	0	0	1,927	0	0	646	646
Otros org.internacionales (BIS)	161	217	-450	-1,776	-1,358	-470	-43	-168	289	457
Compra u\$s vía bonos (BCRA+TN)	49	2	-6	12	-52	-49	-47	-16	-326	-310
Otros movimientos (encajes)	-8	-648	-199	-430	-714	-210	-428	-110	-432	-322
Variación de Reservas Brutas	-1,046	1,560	4,568	-951	437	451	1,085	358	-2,620	-2,978
Stock de Reservas Brutas, fp	21,513	23,073	27,642	26,690	27,127	27,578	28,664	29,022	26,402	-2,620
Stock de Reservas Netas, fp	-10,535	-10,129	-5,280	-3,876	-2,123	-669	673	910	-3,015	-3,925

La demanda de dólares por turismo es probable que siga aumentando

Cuenta Turismo

	jul-23	jul-24	Var%
Saldo viajes	-537	-634	18.0%
Pagos	700	840	20.1%
Cobros	163	207	27.0%
Turismo (miles de personas)			
Emisivo	912	1,190	30.5%
Receptivo	1,258	983	-21.9%
TCR Oficial 3500	1,060	971	-8.3%
TCR Blue	2,082	1,425	-31.5%
(TCR a precios de sep/24)			

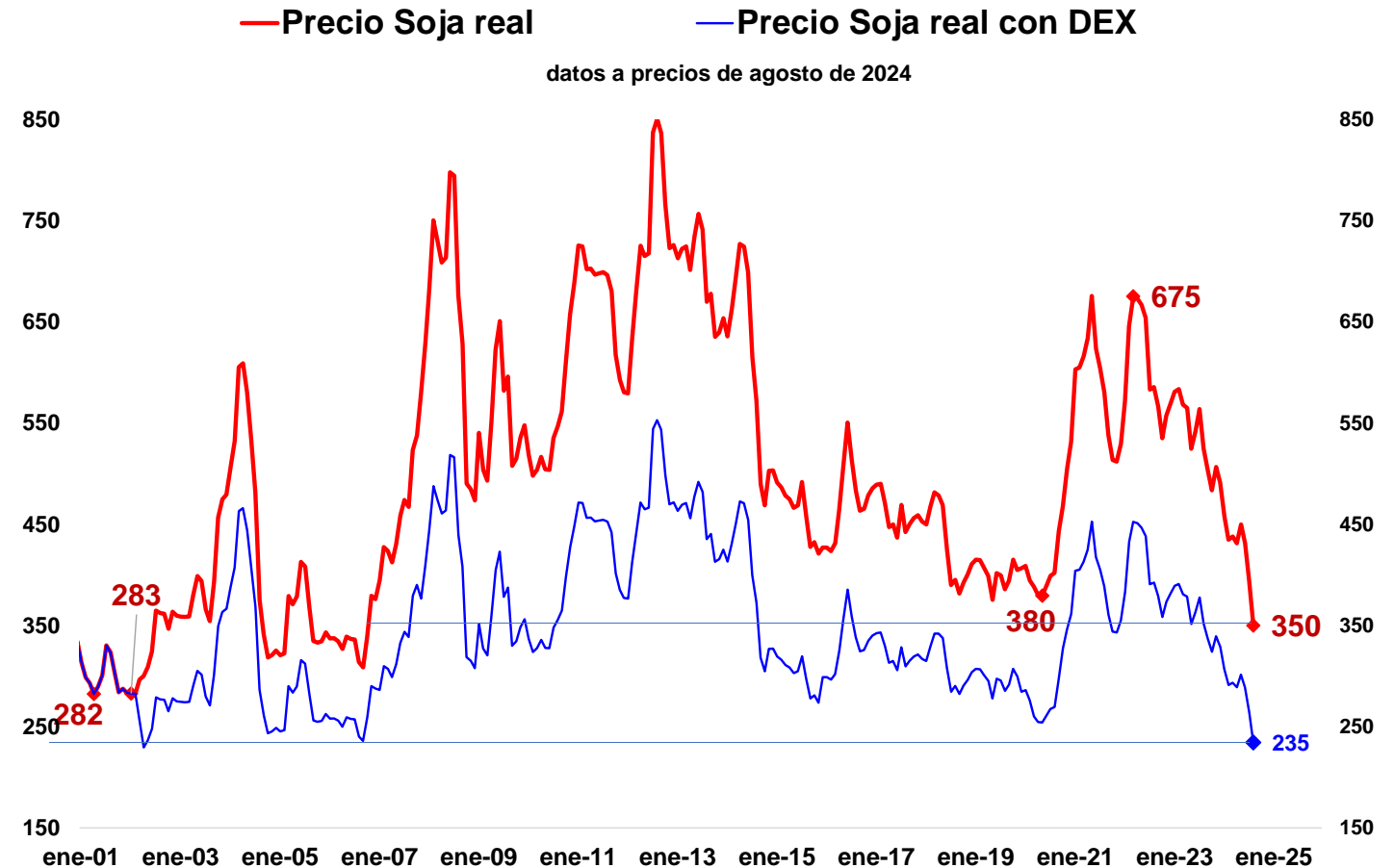
¿Es este el TCR que puede ser el de equilibrio “para el sector productivo”? Si lo depuramos por productividad ...

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%

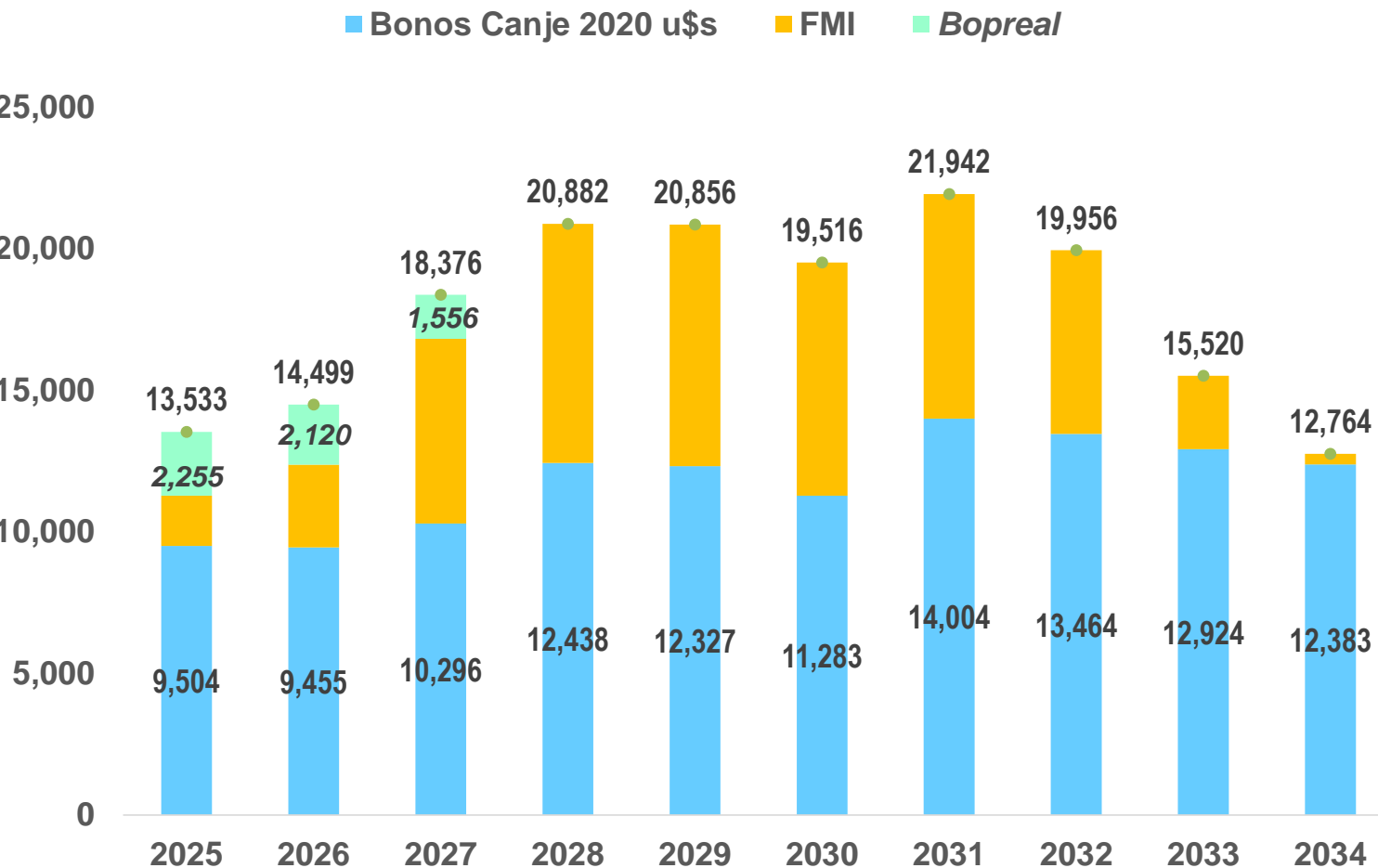
Mejora en los precios de expo e impo



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

Vencimientos de deuda del Tesoro y el BCRA en dólares

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



Vencimientos de deuda en dólares Tesoro Nacional + BCRA

u\$s M	2025	2026	2027	2025-27
FMI	1,774	2,924	6,524	11,222
Bonos del Canje	9,504	9,455	10,296	29,255
Bopreal 1/	2,255	2,120	1,556	5,931
Total 1/	13,533	14,499	18,376	46,408
Bopreal 2/	175	175	3,631	3,981
Swap China	2,500	2,500	0	5,000
Total 2/	16,208	17,174	22,007	55,390

- I. Claves del escenario local
- II. El Boom financiero reciente (y el blanqueo y...)
- III. ¿Recuperación en V, o en U o L (o no)?
¿Se frenó el proceso de desinflación?
- IV. ¿Hay un problema cambiario? ¿Se sale del cepo?
- V. ¿Hacia dónde vamos? Escenario 2024/25**
- VI. Conclusiones

El Presupuesto 2025 ratifica la política fiscal de “déficit cero” y el ancla cambiaria, pero sugiere que no será contractiva

Presupuesto 2025: Proyecciones Macro

		2023	2024	2025	2026	2027
Actividad Económica y Precios						
PBI real	Var%	-1.6%	-3.8%	5.0%	5.0%	5.5%
Consumo privado		1.0%	-6.3%	4.5%	4.3%	4.7%
Consumo público		1.5%	-4.8%	4.0%	4.1%	4.2%
Inversión		-2.0%	-22.2%	9.9%	9.6%	10.2%
Exportaciones		-7.5%	23.2%	7.7%	6.7%	5.6%
Importaciones		1.7%	-19.2%	14.2%	12.9%	11.8%
Inflación	var% d/d	211.4%	104.4%	18.3%	11.6%	7.4%
Tipo de Cambio y Sector Externo						
TCN	prom.diciembre	642	1,020	1,207	1,347	1,446
	var% a/a	272%	59%	18%	12%	7%
TCR (implícito)	precios de dic/24	1,280	1,020	1,041	1,061	1,082
Exportaciones	u\$s M	82,947	95,414	104,030	113,185	122,919
(bienes y servicios)	var%	-20%	15%	9%	9%	9%
Importaciones	u\$s M	92,300	73,442	83,282	94,512	106,894
(bienes y servicios)	var%	-5%	-20%	13%	13%	13%
Saldo comercial	u\$s M	-9,353	21,972	20,748	18,673	16,025
Política Fiscal - SPN						
Ingresos totales	% PBI	16.7	16.7	16.5		
Gasto primario	% PBI	19.6	15.1	15.2		
Resultado primario	% PBI	-2.9	1.5	1.3		
Intereses	% PBI	1.7	1.5	1.3		
Resultado fiscal	% PBI	-4.6	0.0	0.0		

Se elimina el impuesto PAIS pero la presión tributaria no cae en 2025

Presupuesto 2025: Recaudación tributaria

	En \$ mil M		Var. % nom.		Var. % real		En % PBI			Var %PBI	
	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2023	2024	2025	2024	2025
Recaudación AFIP Total	127,237	175,036	196.0	37.6	-4.0	7.5	22.5	22.4	22.9	-0.1	0.6
Ganancias	25,161	38,561	186.5	53.3	-7.1	19.8	4.6	4.4	5.1	-0.2	0.6
Bienes Personales	1,078	833	9.2	-22.7	-64.6	-39.6	0.5	0.2	0.1	-0.3	-0.1
IVA Neto de Reintegros	41,669	53,583	185.5	28.6	-7.5	0.5	7.6	7.3	7.0	-0.3	-0.3
Impuestos Internos	2,657	3,566	162.2	34.2	-15.0	4.9	0.5	0.5	0.5	-0.1	0.0
Derechos de Importación	2,935	4,409	160.0	50.2	-15.7	17.4	0.6	0.5	0.6	-0.1	0.1
Derechos s/exportaciones	5,448	10,920	252.7	100.4	14.3	56.7	0.8	1.0	1.4	0.2	0.5
Tasa de Estadística	584	895	171.8	53.2	-11.9	19.7	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0
Combustibles	2,171	5,540	312.4	155.2	33.7	99.5	0.3	0.4	0.7	0.1	0.4
Monotributo	232	689	213.6	196.9	1.7	132.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1
Créditos y débitos Bcrios	9,388	12,582	198.4	34.0	-3.3	4.7	1.6	1.7	1.7	0.0	0.0
Impuesto PAIS	6,283	0	315.9	-100.0	34.8	-100.0	0.8	1.1	0.0	0.3	-1.1
Otros Impuestos	866	1,017	415.5	17.4	67.1	-8.2	0.1	0.2	0.1	0.1	0.0
Seguridad social	28,764	42,441	209.7	47.5	0.4	15.3	4.9	5.1	5.6	0.2	0.5

Se mantiene el equilibrio fiscal, pero en base a artilugios fiscales

Presupuesto 2025: Resultado Fiscal del Sector Público Nacional

	En \$ mil M		Var% nom		Var% real		En % PBI			Var en %PBI	
	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2023	2024	2025	2024	2025
INGRESOS	94,716	125,937	196.0	33.0	-4.1	3.9	16.7	16.7	16.5	0.0	-0.2
Tributarios	87,224	118,136	204.7	35.4	-1.2	5.9	15.0	15.4	15.5	0.4	0.1
Total sin Imp.País y Der.expo	75,492	107,216	195.2	42.0	-4.3	11.0	13.4	13.3	14.0	-0.1	0.8
Impuesto PAIS	6,283	0	315.9	-100.0	34.8	-100.0	0.8	1.1	0.0	0.3	-1.1
Derechos s/exportaciones	5,448	10,920	252.7	100.4	14.3	56.7	0.8	1.0	1.4	0.2	0.5
Otros ingresos	7,492	7,801	121.9	4.1	-28.1	-18.6	1.8	1.3	1.0	-0.4	-0.3
GASTO PRIMARIO	86,020	115,768	129.5	34.6	-25.6	5.2	19.6	15.1	15.2	-4.4	0.03
Gasto indexado	34,552	48,124	167.6	39.3	-13.3	8.9	6.7	6.1	6.3	-0.7	0.2
Prestaciones sociales	34,552	48,124	167.6	39.3	-13.3	8.9	6.7	6.1	6.3	-0.7	0.2
Gasto discrecional	51,468	67,644	109.5	31.4	-32.1	2.7	12.8	9.1	8.9	-3.8	-0.2
Salarios	12,152	16,831	141.2	38.5	-21.8	8.3	2.6	2.1	2.2	-0.5	0.1
Bienes y servicios	3,463	5,408	158.9	56.2	-16.1	22.1	0.7	0.6	0.7	-0.1	0.1
Transferencias corrientes	29,473	38,067	169.8	29.2	-12.5	0.9	5.7	5.2	5.0	-0.5	-0.2
Universidades	3,003	3,858	121.2	28.5	-28.3	0.4	0.7	0.5	0.5	-0.2	0.0
Subsidios económicos	9,111	8,988	123.6	-1.3	-27.5	-22.9	2.1	1.6	1.2	-0.5	-0.4
Déficit empresas púb.y otros	2,735	1,836	-34.9	-32.9	-78.9	-47.5	2.2	0.5	0.2	-1.7	-0.2
Gasto de capital	3,645	5,501	18.7	50.9	-61.5	18.0	1.6	0.6	0.7	-1.0	0.1
RTDO PRIMARIO	8,696	10,169	-258.6	16.9	-151.4	-8.6	-2.9	1.5	1.3	4.4	-0.2
Intereses	8,694	9,977	167.2	14.8	-13.4	-10.3	1.7	1.5	1.3	-0.2	-0.2
RTDO FISCAL	2	192	-100.0	-	-100.0	-	-4.6	0.0	0.0	4.6	0.0

La política monetaria hoy no es contractiva

Balance del Sistema Financiero

En \$ MM ctes	19-ago-24	18-sep-24	19/09-19/08	19/09-19/08	18-ago-23	18-sep-23	18/09-18/08	18/09-18/08
BANCOS								
Activos	112,634	115,496	2,862	2.5%	37,108	38,888	1,780	4.8%
Encajes	9,431	9,914	483	5.1%	1,827	1,581	-246	-13.4%
Leliqs y Pases	0	0	0	#¡DIV/0!	19,340	20,573	1,234	6.4%
LEF	9,171	7,447	-1,724	-18.8%	0	0	0	#¡DIV/0!
Bonos + Pr Púb.	59,582	59,494	-88	-0.1%	4,933	5,157	224	4.5%
Préstamos priv	34,451	38,642	4,191	12.2%	11,009	11,576	567	5.2%
Pasivos	112,634	115,496	2,862	2.5%	37,108	38,888	1,780	4.8%
Depo priv	58,021	60,145	2,124	3.7%	25,581	26,802	1,221	4.8%
Vista	31,784	31,623	-161	-0.5%	11,944	12,973	1,030	8.6%
PF	26,236	28,521	2,285	8.7%	13,638	13,829	191	1.4%
Depo Púb	18,890	20,271	1,380	7.3%	5,823	6,163	340	5.8%
Resto	35,723	35,080	-643	-1.8%	5,704	5,923	219	3.8%

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

Balance Cambiario y Reservas del BCRA - Estimación hasta enero 2025

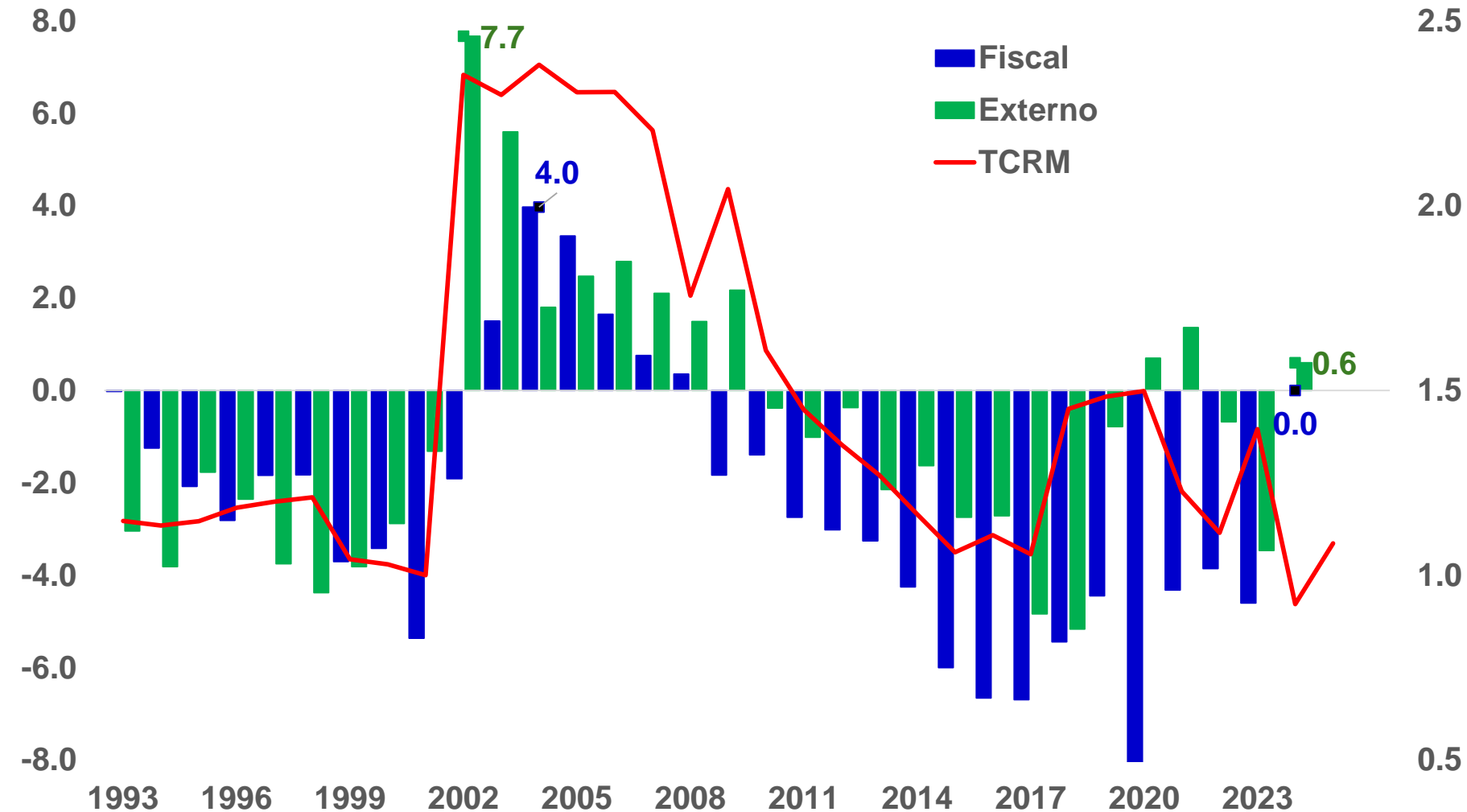
u\$s M	7Meses	ago	sep	oct	nov	dic	ene
	2024	2024	2024	2024	2024	2024	2025
Cuenta Corriente Caja	7,269	-710	-2,079	-2,886	-1,887	993	-2,186
Bienes	16,153	1,087	-1,101	-2,033	-325	1,603	-12
Exportaciones	37,882	5,434	5,394	5,328	5,252	5,978	4,627
Importaciones	21,728	4,347	6,495	7,360	5,577	4,374	4,639
Servicios reales	-1,811	-539	-547	-378	-293	-126	-421
Exportaciones	4,801	881	794	792	801	1,018	916
Importaciones	6,612	1,420	1,341	1,170	1,095	1,144	1,337
Intereses netos	-6,835	-1,220	-396	-435	-1,227	-434	-1,722
Deuda pública	5,856	991	198	211	987	197	1,913
Deuda privada	1,788	247	222	239	251	259	255
Utilidades y otros	-238	-39	-35	-39	-42	-51	-31
Cuenta capital y financiera	-3,941	1,027	2,266	727	443	1,161	-1,207
Compra de dólares (FAE)	753	129	135	134	134	141	140
Deuda privada y títulos públicos	868	103	263	241	249	309	323
Inversión Extranjera Directa	492	83	87	92	98	89	91
FMI	927	0	527	0	0	569	0
Desembolsos	5,445	0	527	0	0	569	0
Vencimientos	4,518	0	0	0	0	0	0
Otros org.internacionales y bilaterales	-3,975	187	0	0	0	0	0
BIS	-3,000	0	0	0	0	0	0
Compra de u\$s vía bonos (BCRA+TN)	-484	-326	-150	-150	-150	-150	-150
Deuda pública	-1,427	0	0	0	0	0	-2,901
Otros movimientos (encajes)	-1,096	852	1,404	410	112	204	1,290
Variación de Reservas Brutas	3,329	317	186	-2,159	-1,444	2,154	-3,393
Stock de Reservas Brutas, fp	26,402	26,719	26,905	24,746	23,302	25,456	22,063
Stock de Reservas Netas, fp	-3,015	-2,990	-3,716	-6,142	-7,658	-5,637	-9,868

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 de salida de Convertibilidad que permitieron recomponer reservas y facilitar la recuperación del crédito externo

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

NECESIDADES DE DÓLARES: UNA SIMULACIÓN

Gobierno Nacional + BCRA

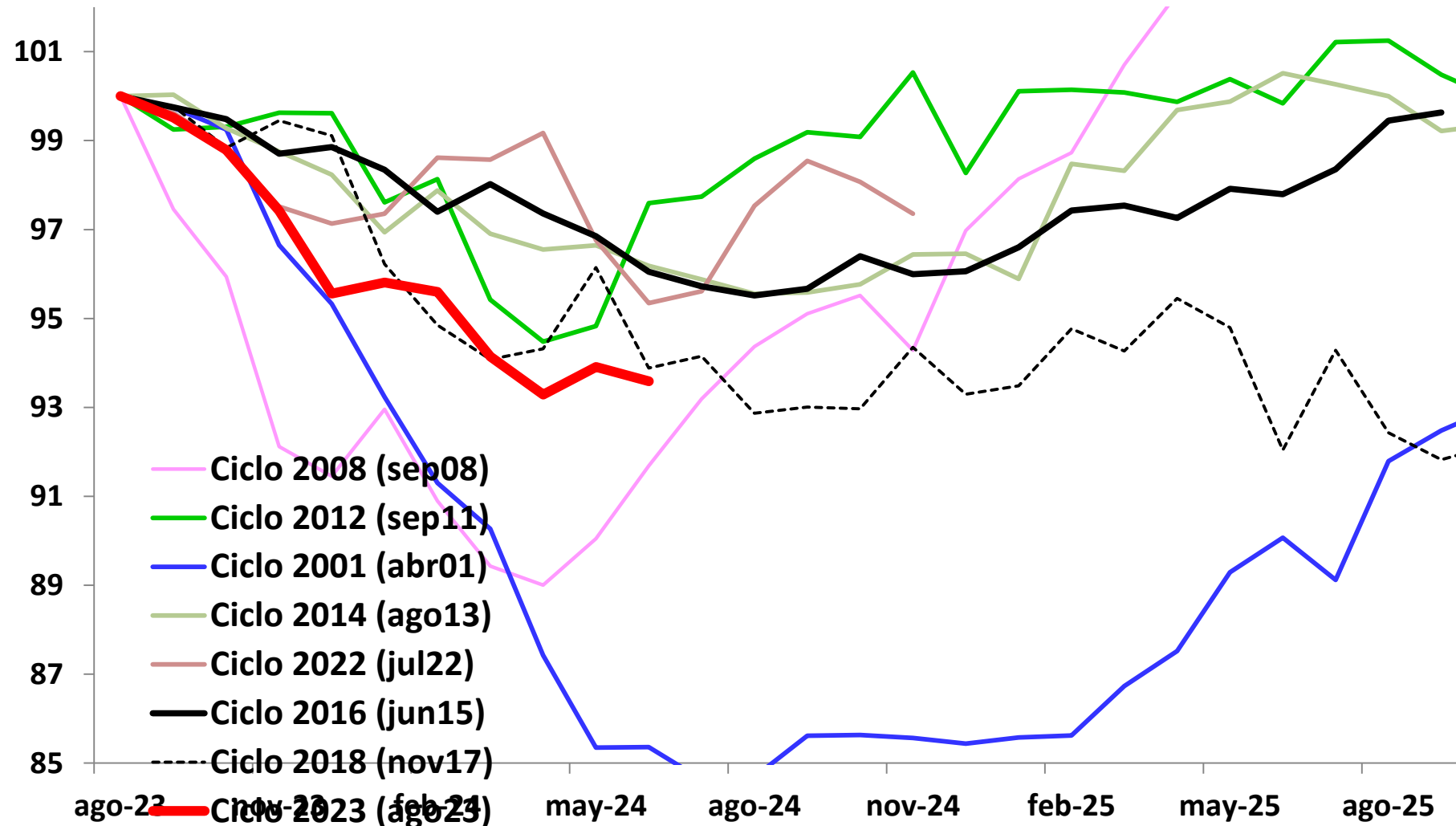
u\$s M	2025	2026	2027	2025-27
I NECESIDADES FINANCIERAS	16,208	17,174	22,007	55,390
Gobierno Nacional	11,278	12,379	16,820	40,477
FMI	1,774	2,924	6,524	11,222
Bonos del Canje	9,504	9,455	10,296	29,255
BCRA	4,930	4,795	5,188	14,913
Bopreal	2,430	2,295	5,188	9,913
Swap China	2,500	2,500		5,000
II FUENTES FINANCIERAS	8,376			
Canje de deuda del Tesoro	2,376			
Swap BCRA con oro	3,000			
Programa de Letes	3,000			
III GAP FINANCIERO (I-II)	7,832			

Alternativas de financiamiento :

- ✓ Canje de deuda.
- ✓ Acuerdo nuevo con el FMI.
- ✓ Programa de Letes (“blanqueo”).
- ✓ Eliminación del dólar blend.
- ✓ Reservas líquidas

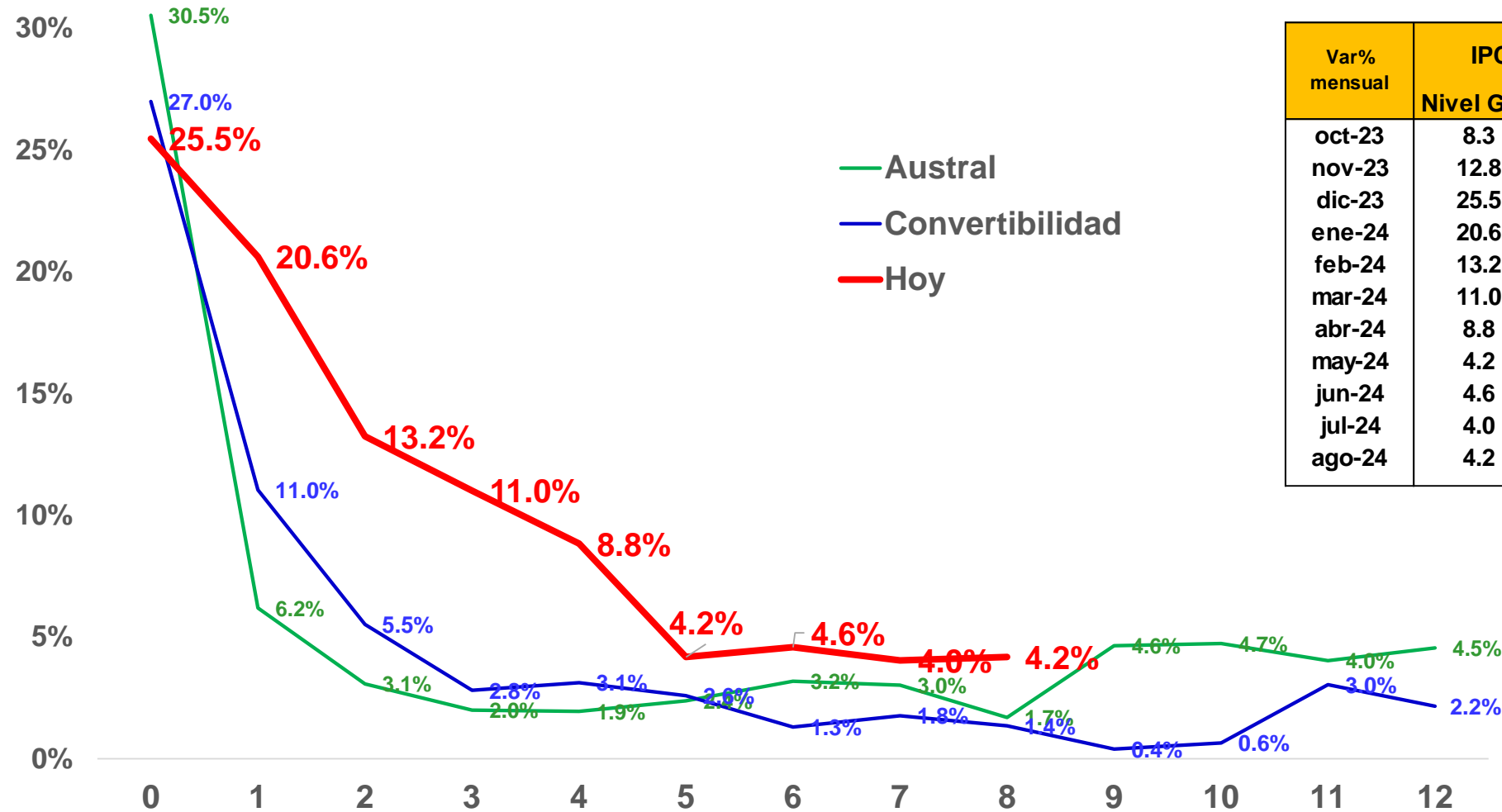
Efectos: Recuperación económica frágil, con motores débiles y por conflicto de objetivos

Recesiones Comparadas: PBI total En un nuevo Ciclo Económico Contractivo



Efectos: Desinflación frágil y demorada por inercia, indexación y algo más de actividad económica

Desinflación actual vs Plan Austral y Plan de Convertibilidad

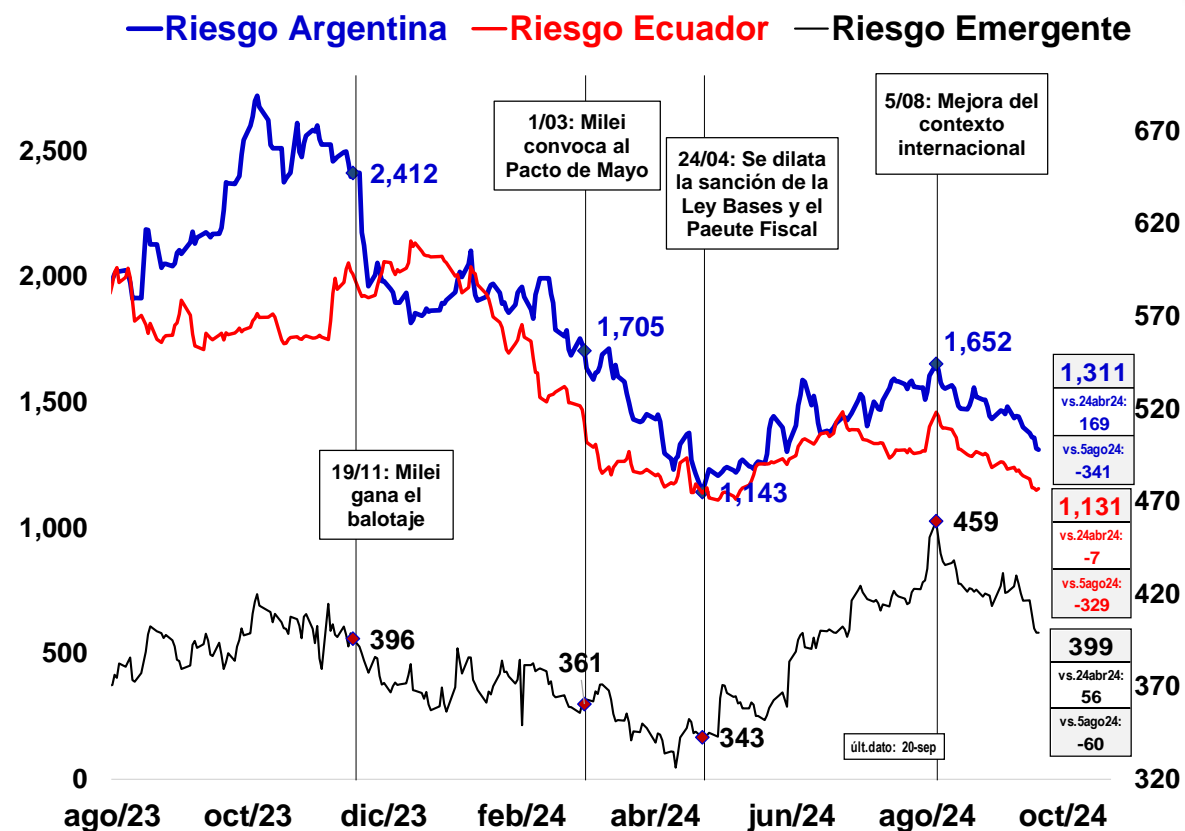


Tasa de inflación: Diferentes mediciones de la core

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	9.2	9.1
nov-23	12.8	13.4	12.4	12.7	11.8
dic-23	25.5	28.3	25.9	25.7	19.6
ene-24	20.6	20.2	20.5	20.3	19.5
feb-24	13.2	12.3	13.6	11.5	11.8
mar-24	11.0	9.4	10.5	9.3	9.4
abr-24	8.8	6.3	9.4	6.2	7.6
may-24	4.2	3.7	5.0	5.1	6.1
jun-24	4.6	3.7	5.0	5.4	5.5
jul-24	4.0	3.8	4.3	4.2	5.2
ago-24	4.2	4.1	4.4	4.3	3.5

- I. Claves del escenario local
- II. El Boom financiero reciente (y el blanqueo y...)
- III. ¿Recuperación en V, o en U o L (o no)?
¿Se frenó el proceso de desinflación?
- IV. ¿Hay un problema cambiario? ¿Se sale del cepo?
- V. ¿Hacia dónde vamos? Escenario 2024/25
- VI. Conclusiones**

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



Riesgo emergente: Mejora generalizada

Datos en bp	05-ago	30-ago	20-sep	20/9 vs 5/8	
				Var bp	Var %
Global	379	342	330	-50	-13%
Latam	509	459	450	-59	-12%
Rep. Dom.	246	201	198	-47	-19%
Brasil	246	214	213	-33	-14%
Colombia	339	313	313	-26	-8%
Ecuador	1,460	1,240	1,156	-305	-21%
Argentina	1,652	1,433	1,311	-341	-21%
México	332	327	324	-30	-8%
Perú	281	254	260	-21	-7%
Panamá	191	157	159	-32	-17%
Venezuela	20,044	22,665	21,072	1,028	5%
Uruguay	106	79	92	-14	-13%
Chile	150	122	123	-27	-18%
El Salvador	814	675	613	-201	-25%

Brecha Cambiaria
TCN CC (GGAL) / TCN Oficial 32%



I. Claves del escenario local

II. ¿Dónde estamos?

III. El Programa Económico:

- ✓ Fase 2: "Déficit cero" y "Emisión cero"
- ✓ **Un problema (cambiario) y dos dudas (por la recuperación y la tasa de inflación)**

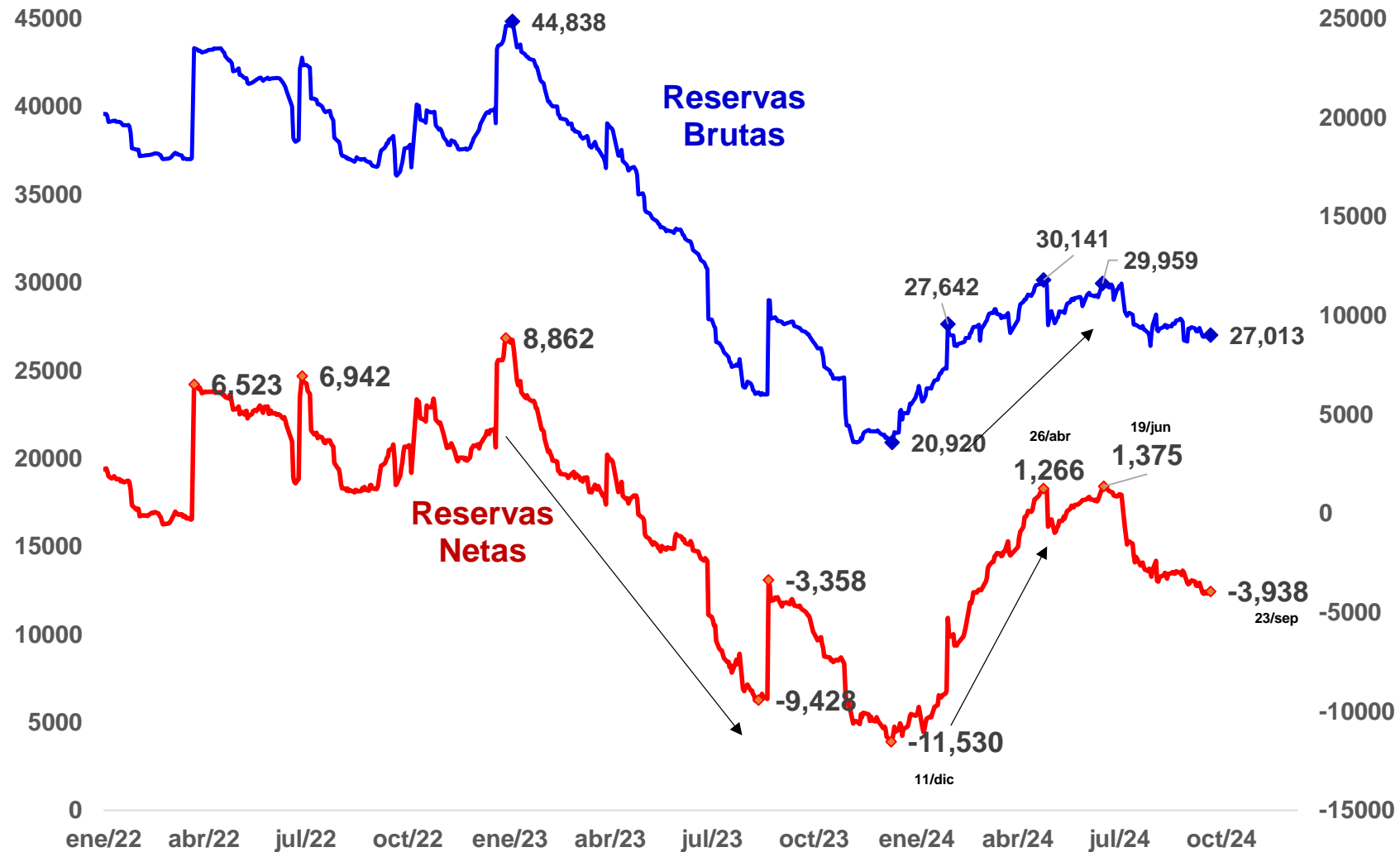
IV. ¿Qué esperar?

V. Conclusiones

El BCRA recompuso sus reservas pero disminuyen en el margen

Reservas Brutas y Netas del BCRA

Datos diarios desde enero 2022



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

CÓMO PIENSA EL GOBIERNO

- ✓ 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”

FASE 2: “Calibrándose” o en “Prueba y Error”

- ✓ 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

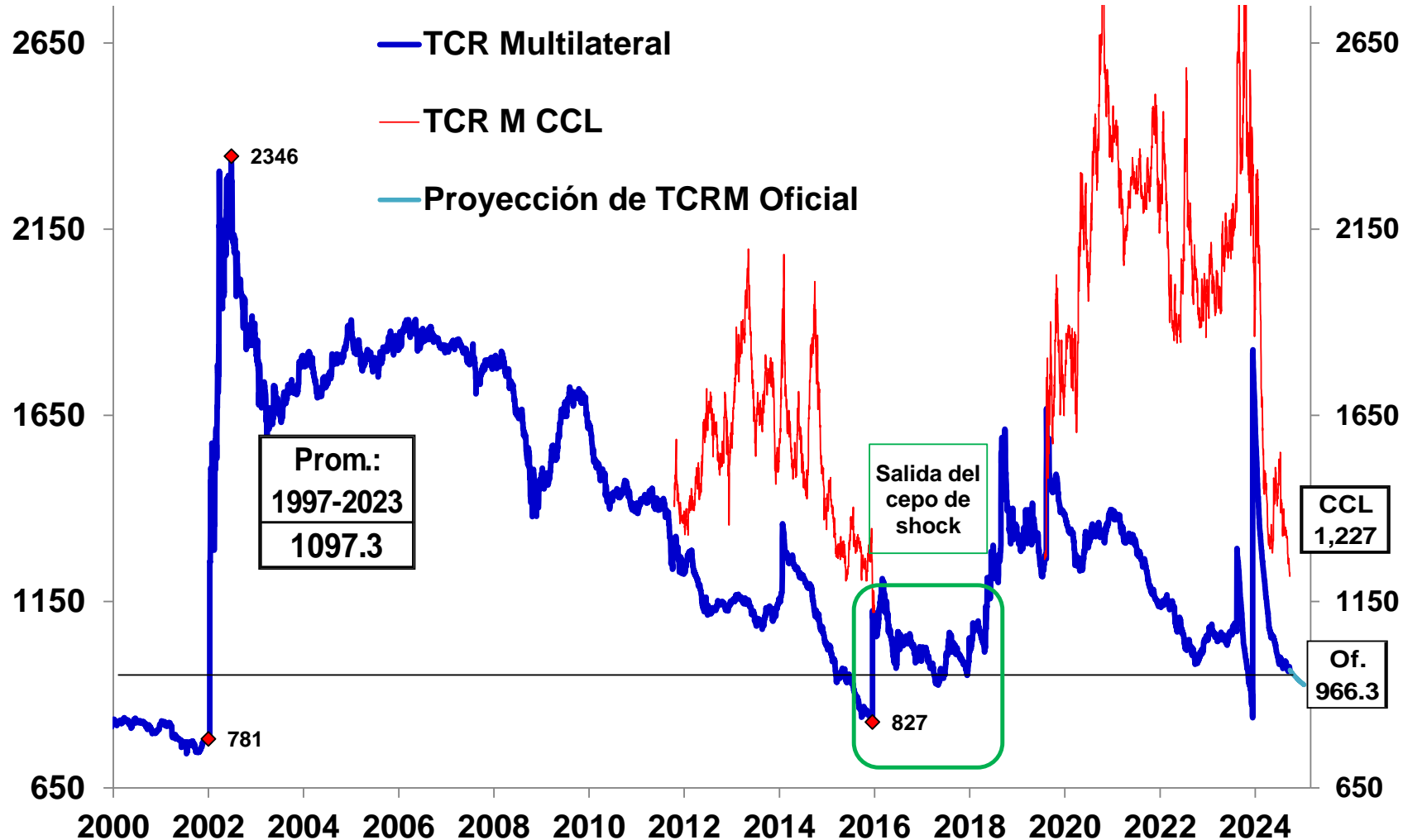
	Base Monetaria	Oferta de Base Monetaria						M2 priv (Sin rem.) Total \$	PF Priv + Vista rem. Total \$	M3 Priv Total \$	Prest. S Priv	Brecha	Tasa PM
		Var.BM	Compra de u\$s	Lelics/ Pases	LEFI	Gobiern o	Cpra vta bonos /CCL						
2024 :													
11/06	16,686							29,269	31,877	61,145	24,944	44.7	40.0
12/07	21,715							34,743	34,128	68,871	28,971	55.0	40.0
Var \$M:	5,028	5,028	7	9,211	0	-6,148	1,958	5,474	2,252	7,726	4,026	10	0
V%/ %tot	30.1							18.7	7.1	12.6	16.1		
2024 :													
18/07	21,291							33,433	35,530	68,963	30,285	44.1	40.0
18/08	22,476							33,613	37,367	70,980	34,132	36.9	40.0
Var \$M:	1,186	1,186	-151	11,325	-8,616	-990	-383	180	1,837	2,017	3,847	-7	0
V%/ %tot	5.6							0.5	5.2	2.9	12.7		
2024 :													
18/08	22,476							33,613	37,367	70,980	34,132	36.9	40.0
18/09	23,027							34,068	39,190	73,258	38,642	28.0	40.0
Var \$M:	550	550	-43	38	1,730	-886	-289	455	1,823	2,278	4,510	-9	0
V%/ %tot	2.4							1.4	4.9	3.2	13.2		

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

Saldos en \$ ctes	19-ago-24	18-sep-24	19/09-19/08	19/09-19/08	18-ago-23	18-sep-23	18/09-18/08	18/09-18/08
BANCOS								
Activos	112,634	115,496	2,862	2.5%	37,108	38,888	1,780	4.8%
Encajes	9,431	9,914	483	5.1%	1,827	1,581	-246	-13.4%
Leliqs y Pases	0	0	0	#¡DIV/0!	19,340	20,573	1,234	6.4%
LEFI	9,171	7,447	-1,724	-18.8%	0	0	0	#¡DIV/0!
Bonos + Pr Púb.	59,582	59,494	-88	-0.1%	4,933	5,157	224	4.5%
Préstamos priv	34,451	38,642	4,191	12.2%	11,009	11,576	567	5.2%
Pasivos	112,634	115,496	2,862	2.5%	37,108	38,888	1,780	4.8%
Depo priv	58,021	60,145	2,124	3.7%	25,581	26,802	1,221	4.8%
Vista	31,784	31,623	-161	-0.5%	11,944	12,973	1,030	8.6%
PF	26,236	28,521	2,285	8.7%	13,638	13,829	191	1.4%
Depo Púb	18,890	20,271	1,380	7.3%	5,823	6,163	340	5.8%
Resto	35,723	35,080	-643	-1.8%	5,704	5,923	219	3.8%

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

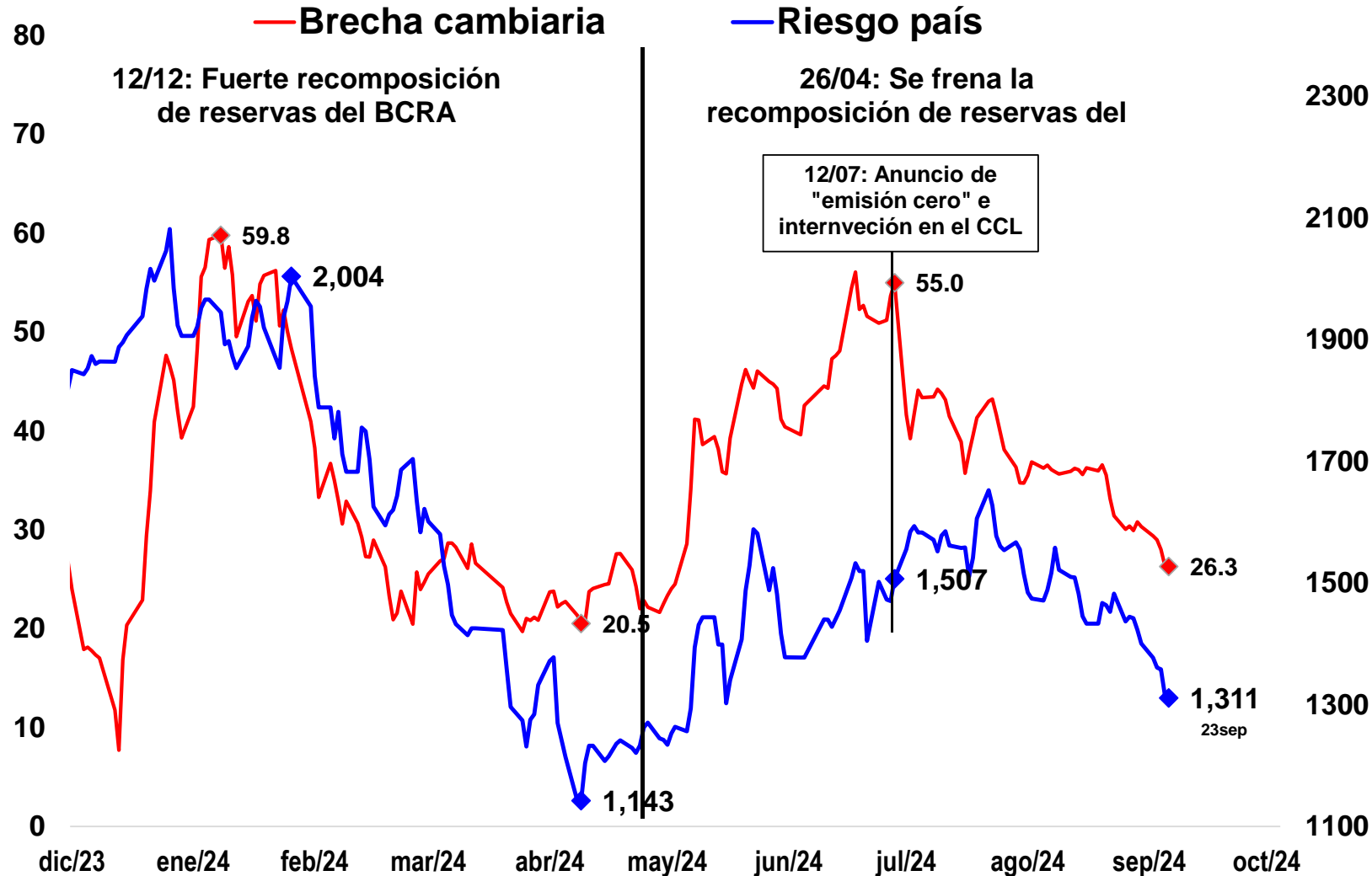


SIMs con TCR Multilateral

	TC multilateral	TCN	TCR Multi
17/12/15		14	1126
29/2/16		16	1212
30/6/17		17	986
31/12/17		19	1021
11/8/23		287	1077
14/8/23		350	1292
17/11/23		354	934
10/12/23		364	898
12/12/23		367	838
13/12/23		800	1816
23/9/24		966	966
30/9/24		971	962
30/11/24		1010	939
31/12/24		1016	929
2003-05			1801
2016			1012
2017			991

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

Brecha cambiaria y Riesgo País Datos diarios



I. Claves del escenario local

II. ¿Dónde estamos?

III. El Programa Económico:

- ✓ Fase 2: "Déficit cero" y "Emisión cero"
- ✓ Un problema (cambiario) y dos dudas (por la recuperación y la tasa de inflación)

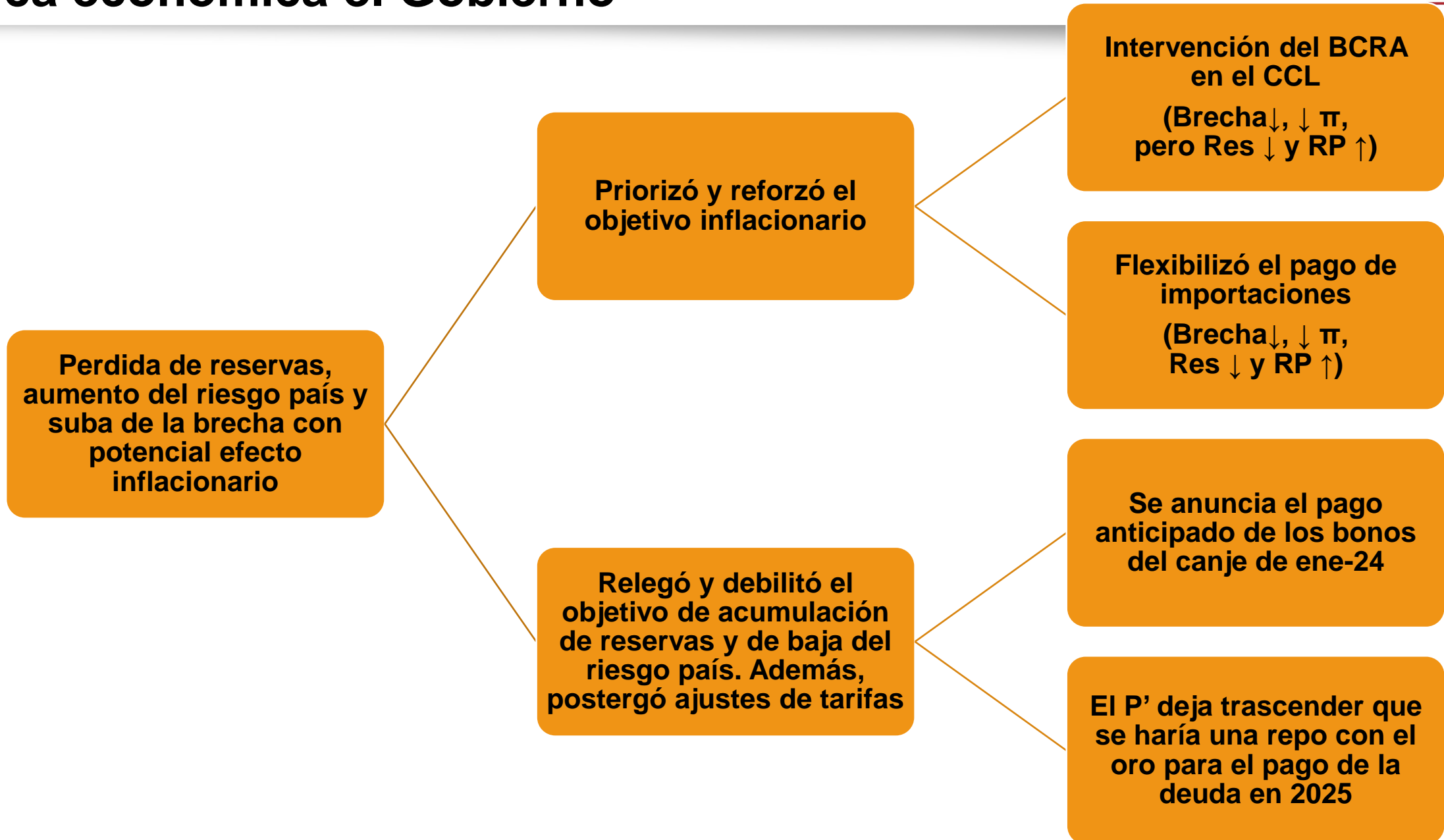
IV. ¿Qué esperar?

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.

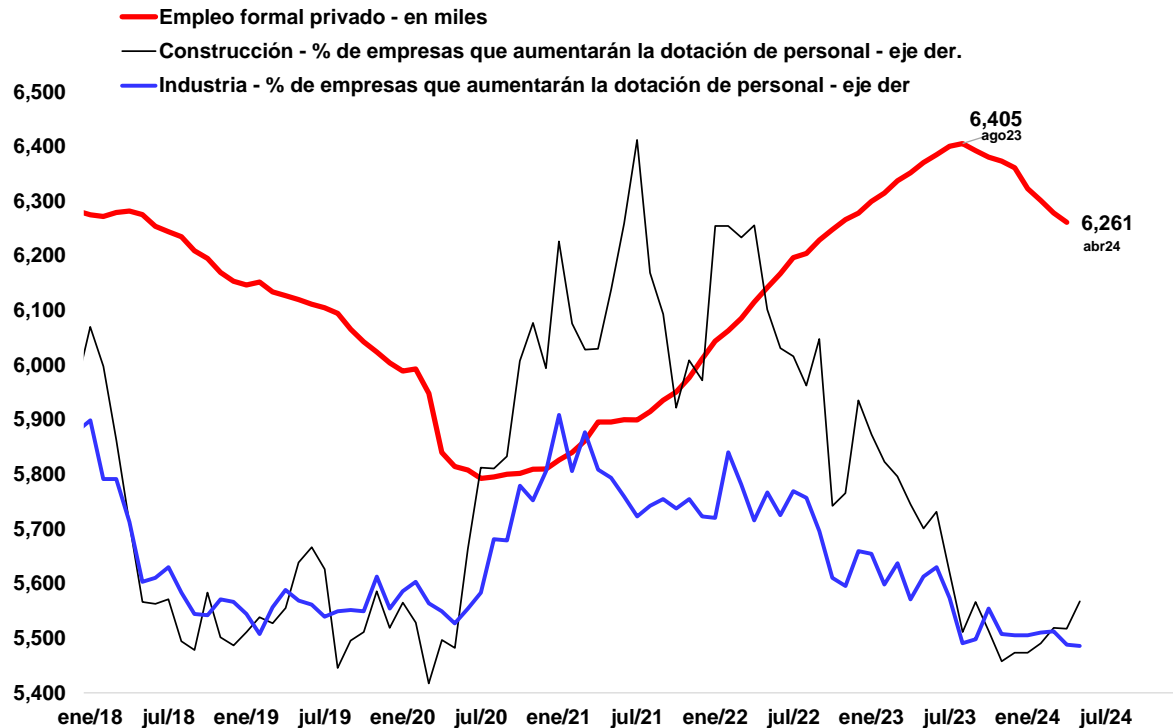
Frente al dilema que se le planteó frente al desgaste de su política económica el Gobierno



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

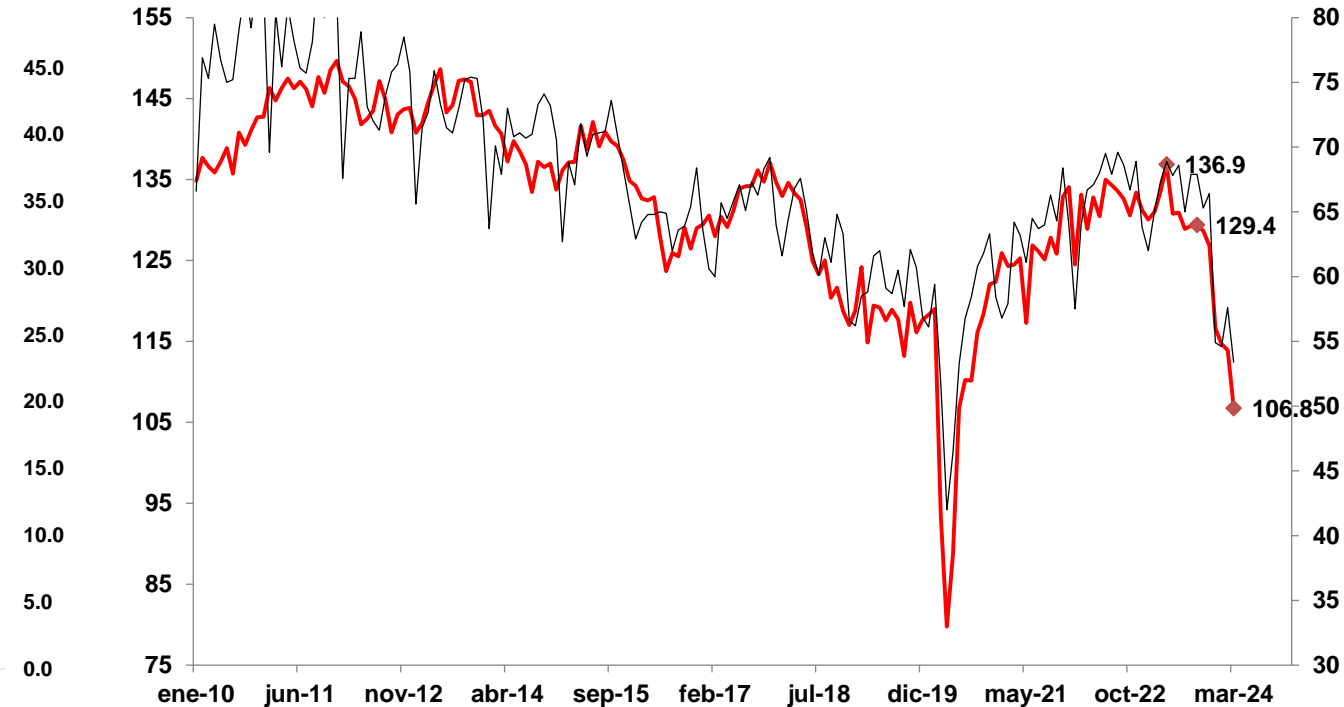
Fuerte caída de la demanda de empleo privado

Empleo privado formal y sondeos de demanda laboral



Actividad Industrial: en niveles bajos de capacidad instalada

Datos desestacionalizados - IPIM INDEC



Favorables:

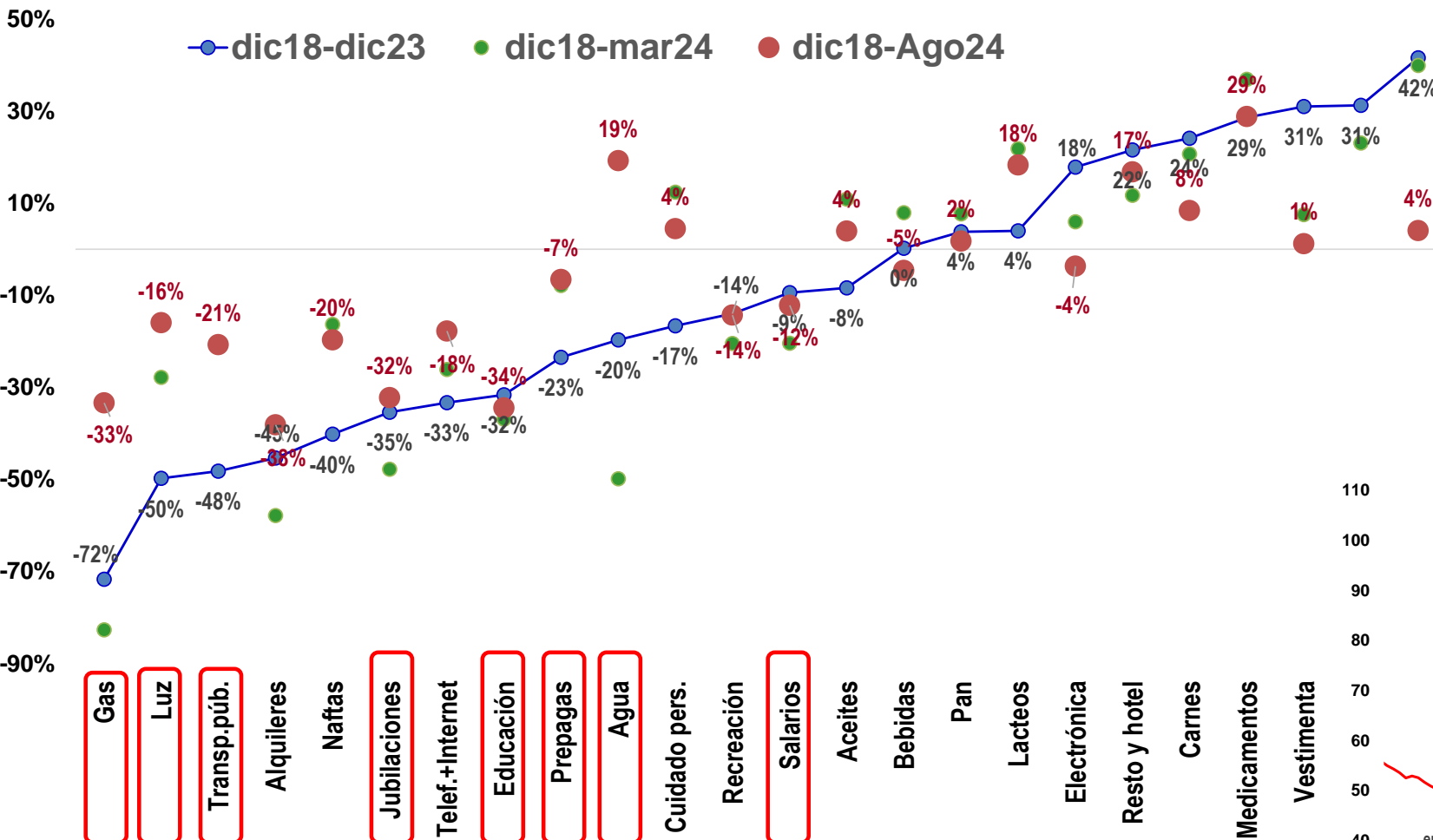
- ✓ Blanqueo
- ✓ Rebaja BBPP
- ✓ RIGI

Desfavorables:

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

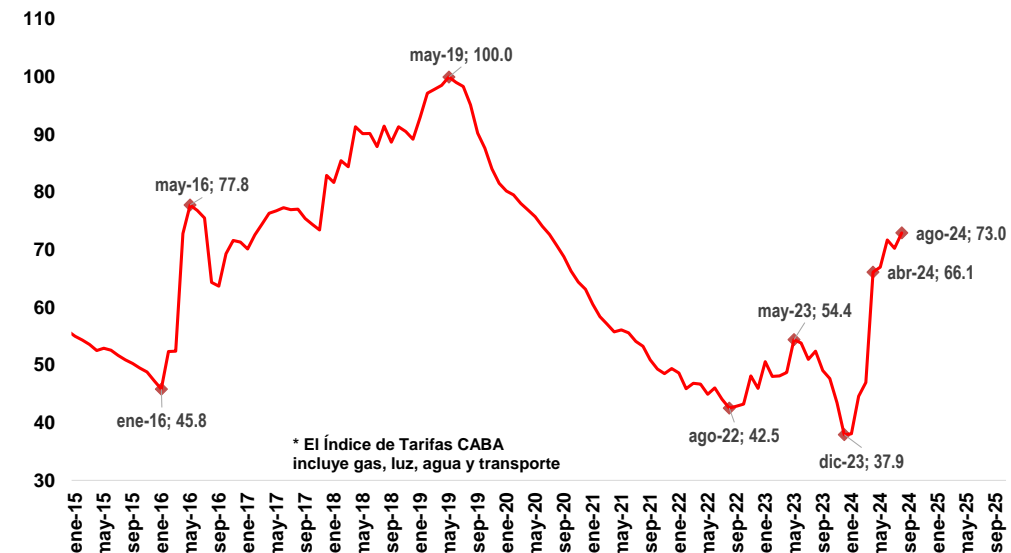
La caída de la inflación se da con importante recomposición de precios relativos que ahora comienza a ponerle un piso

Precios de Bienes y Salarios vs. Índice General de Precios



Ajustes de Tarifas, ¿dónde estamos?

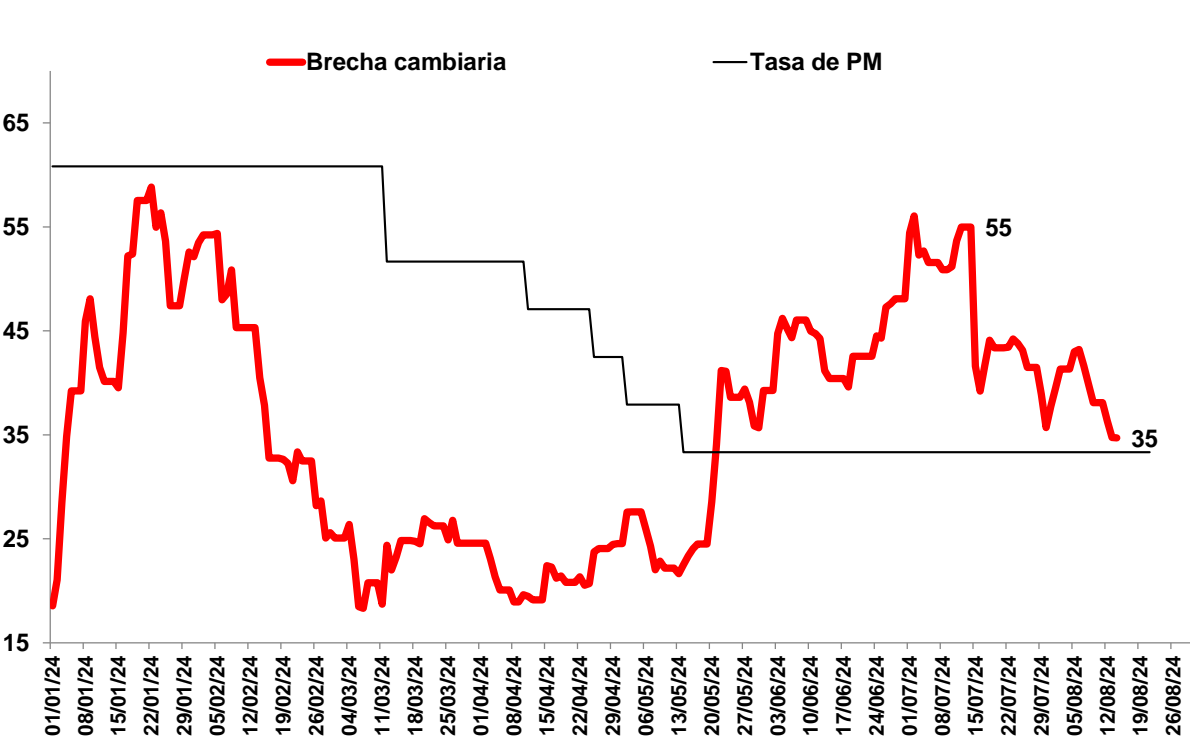
Índice de Tarifas CABA* / IPC Nacional



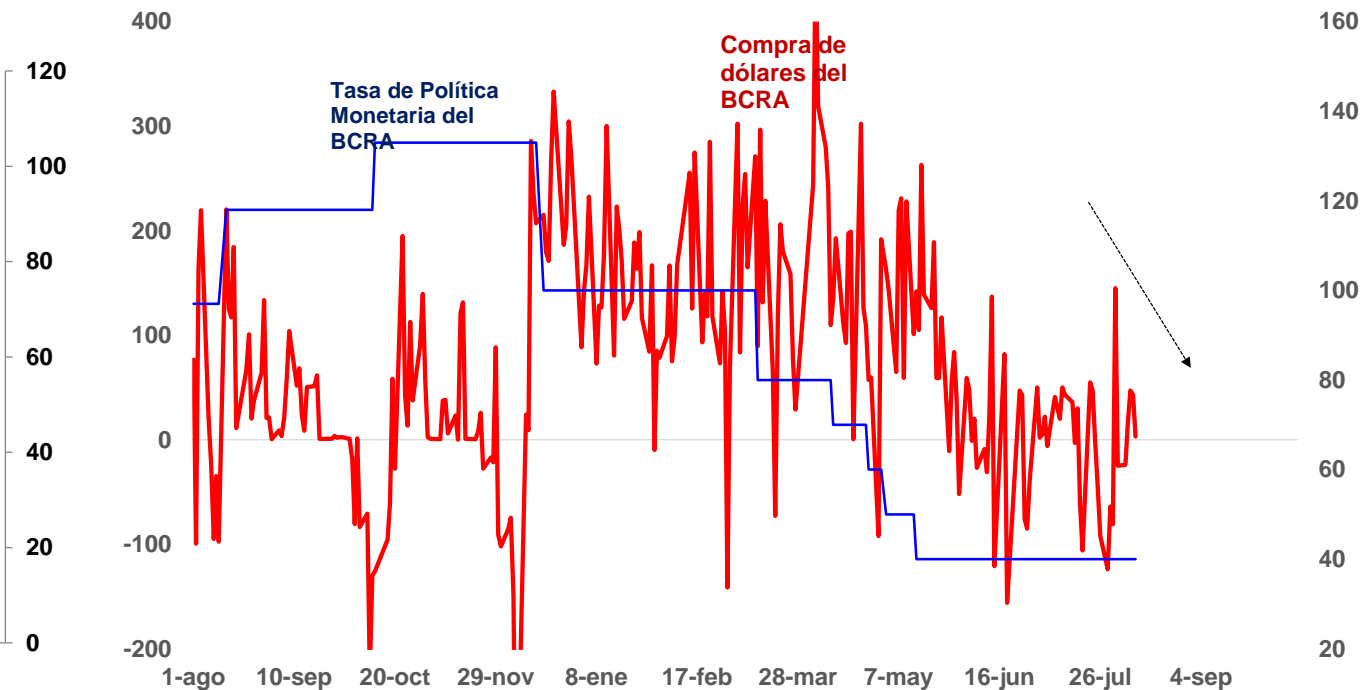
El arranque de la Fase 2: Baja acelerada de la tasa de interés que generó presión cambiaria

Brecha cambiaria y Tasa de interés del BCRA

Datos diarios



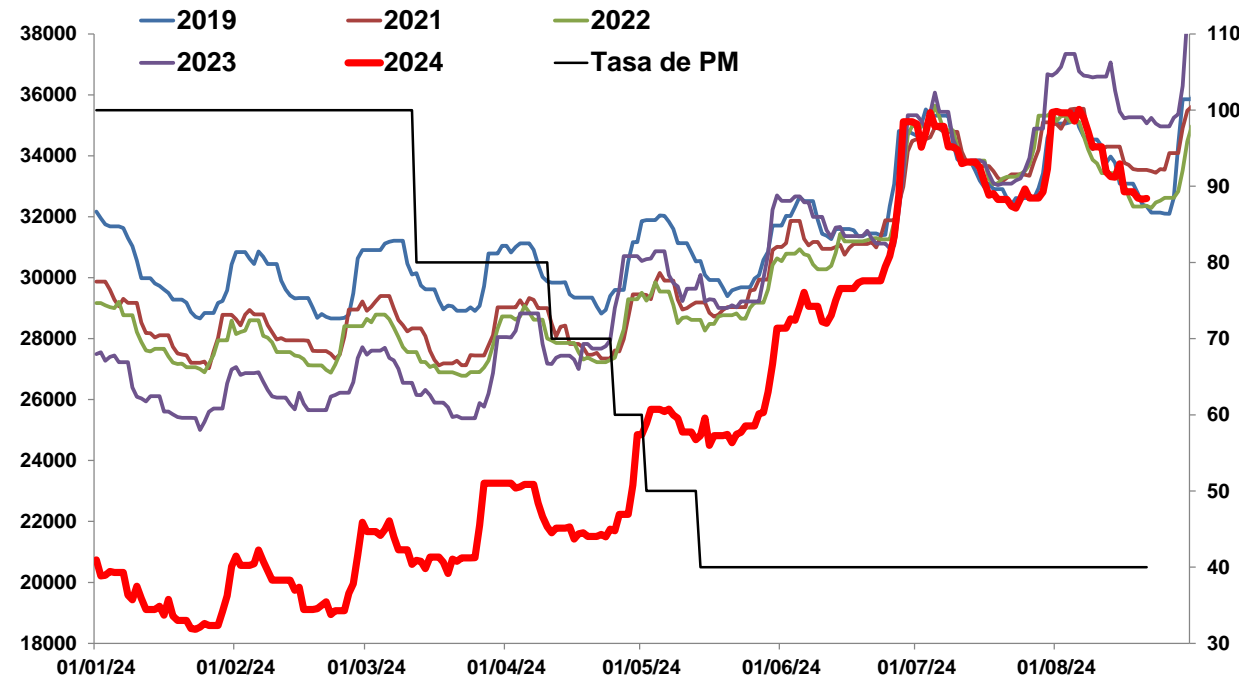
Compra/ venta de dólares del BCRA



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

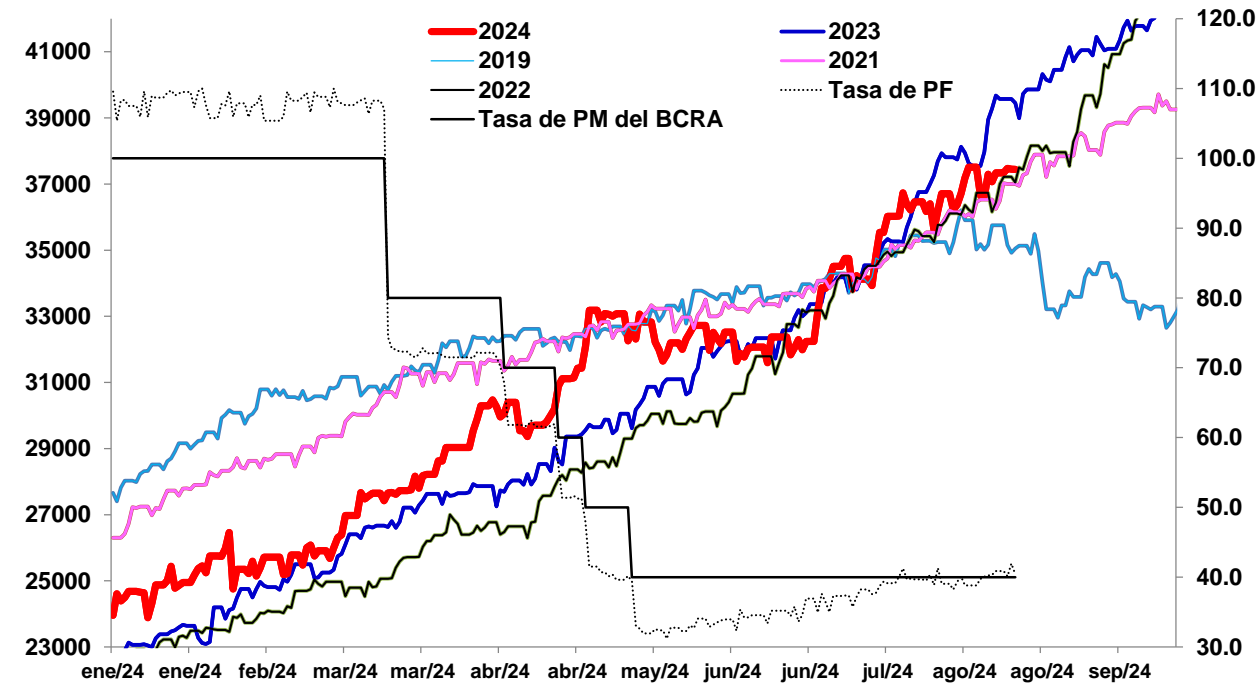
M2 Privado no remunerado en \$

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**

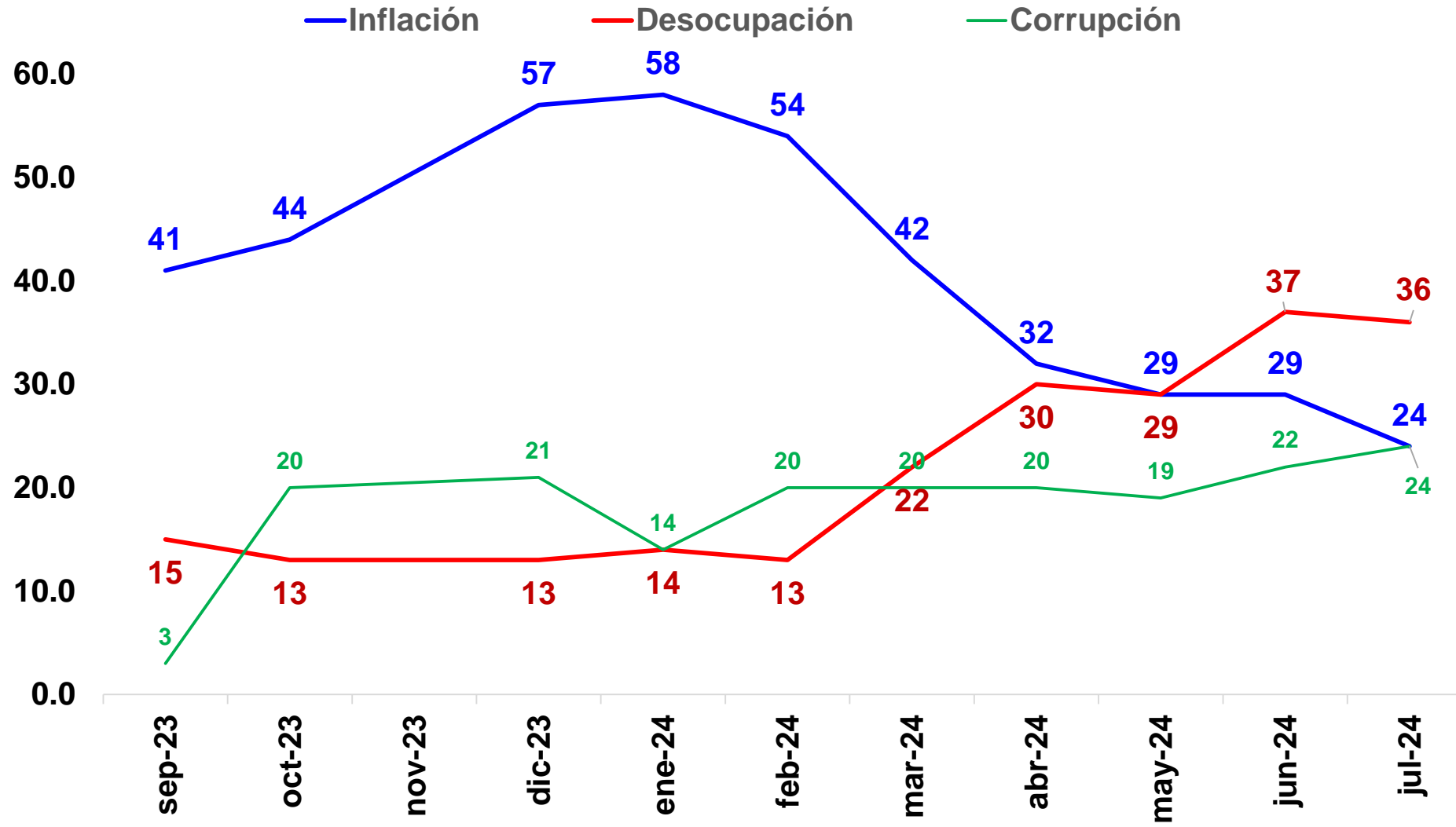
Cómo piensa el Gobierno la economía:

- 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

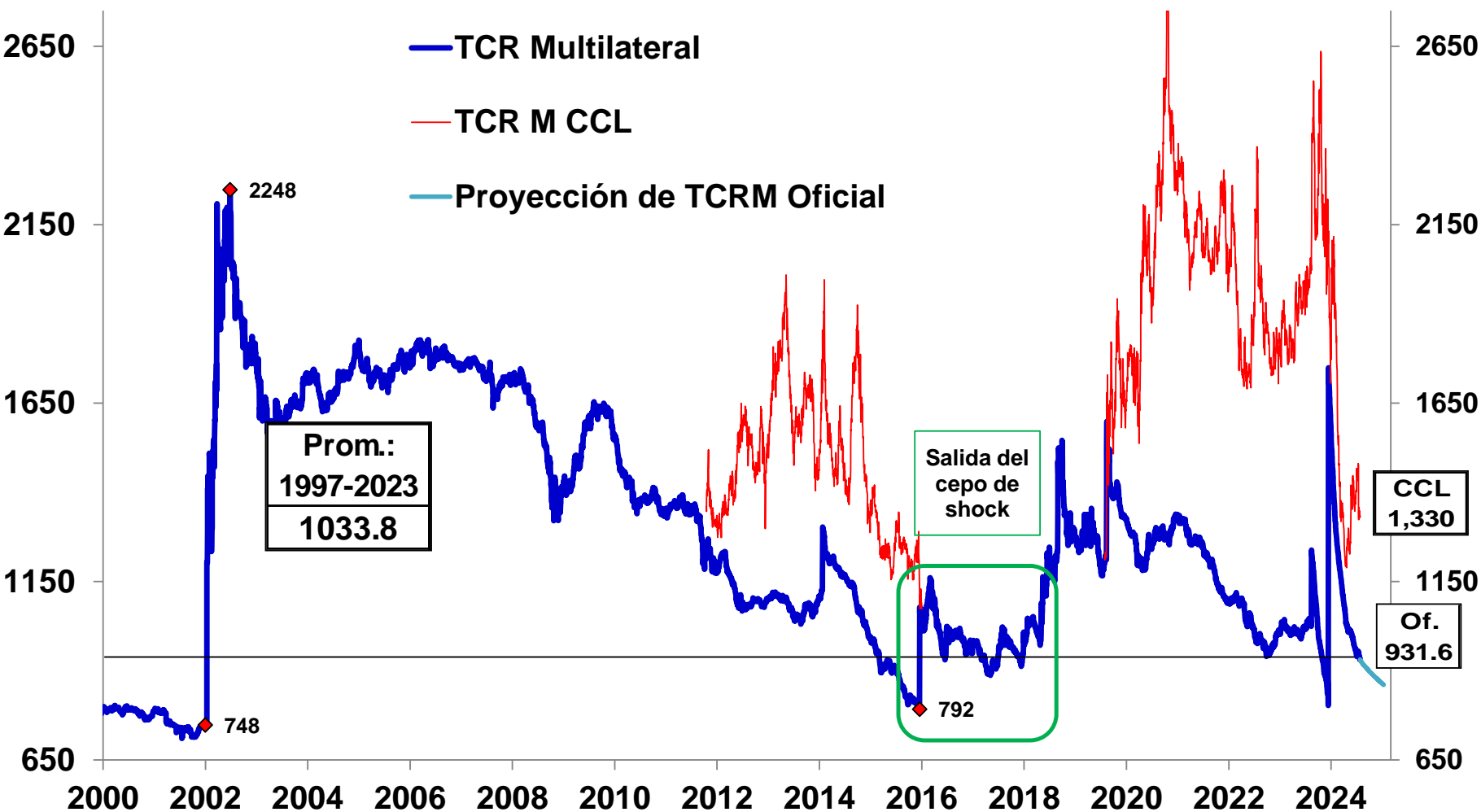
Sondeo Opina Argentina



¿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



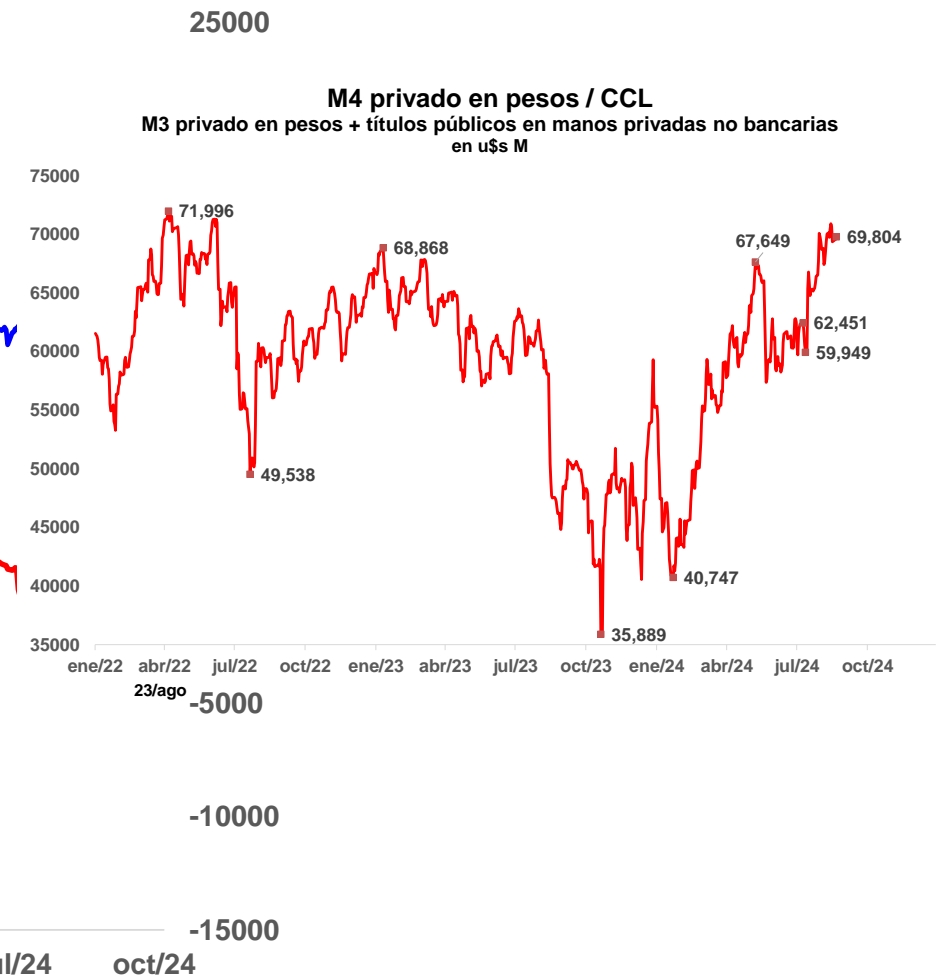
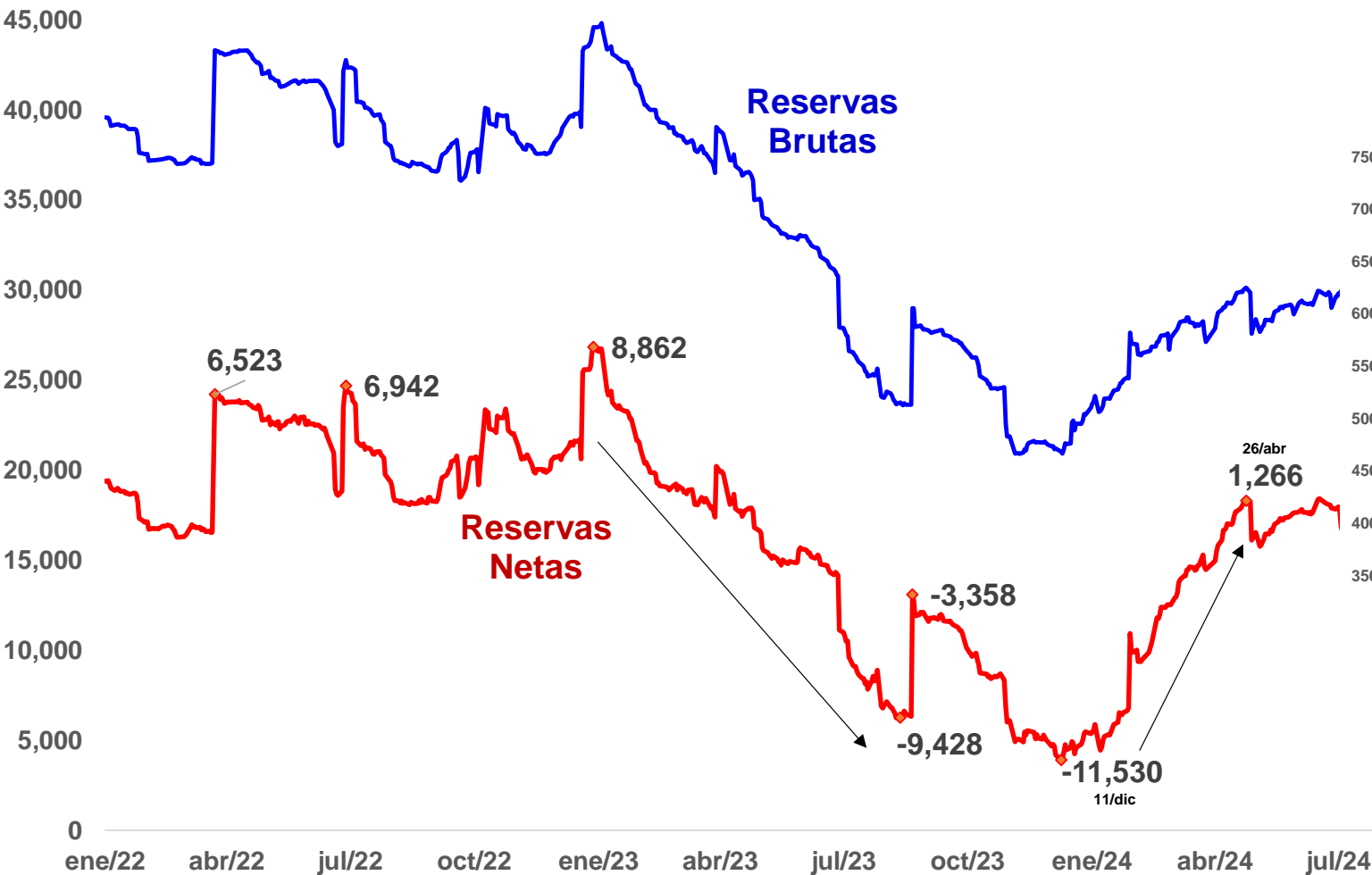
TC multilateral	TCN	TCR Multi
17/12/15	14	1079
29/2/16	16	1161
30/6/17	17	945
31/12/17	19	978
11/8/23	287	1032
14/8/23	350	1238
17/11/23	354	895
10/12/23	364	861
12/12/23	367	803
13/12/23	800	1740
26/7/24	932	932
31/8/24	954	912
30/9/24	972	899
31/12/24	1016	864
2003-05		1726
2016		970
2017		950

¿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")

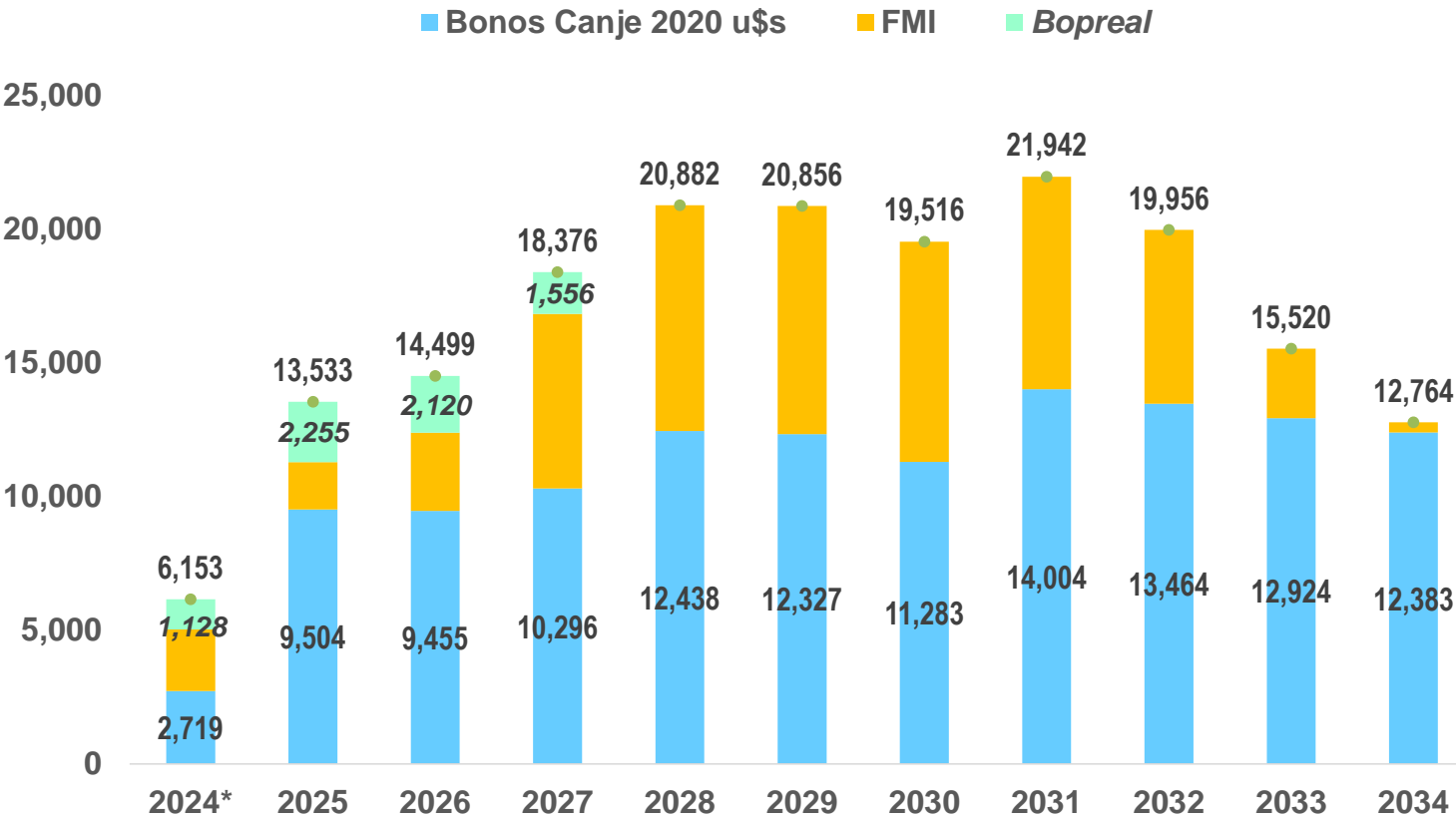
u\$s M, datos "punta"	07/12/23	31-mar	30-jun	23-ago	30-sep	31-dic
		Meta	Meta	últ.dato	Meta	Meta
Reservas Netas	-11,279	-2,123	910	-2,737	-2,696	-5,098*
Acumulación de Reservas Netas (I)		9,156	12,190	8,542	8,583	6,181*
Meta de acumulación de RIN - a fin de cada trimestre (II)		5,900	10,900		8,700	9,700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



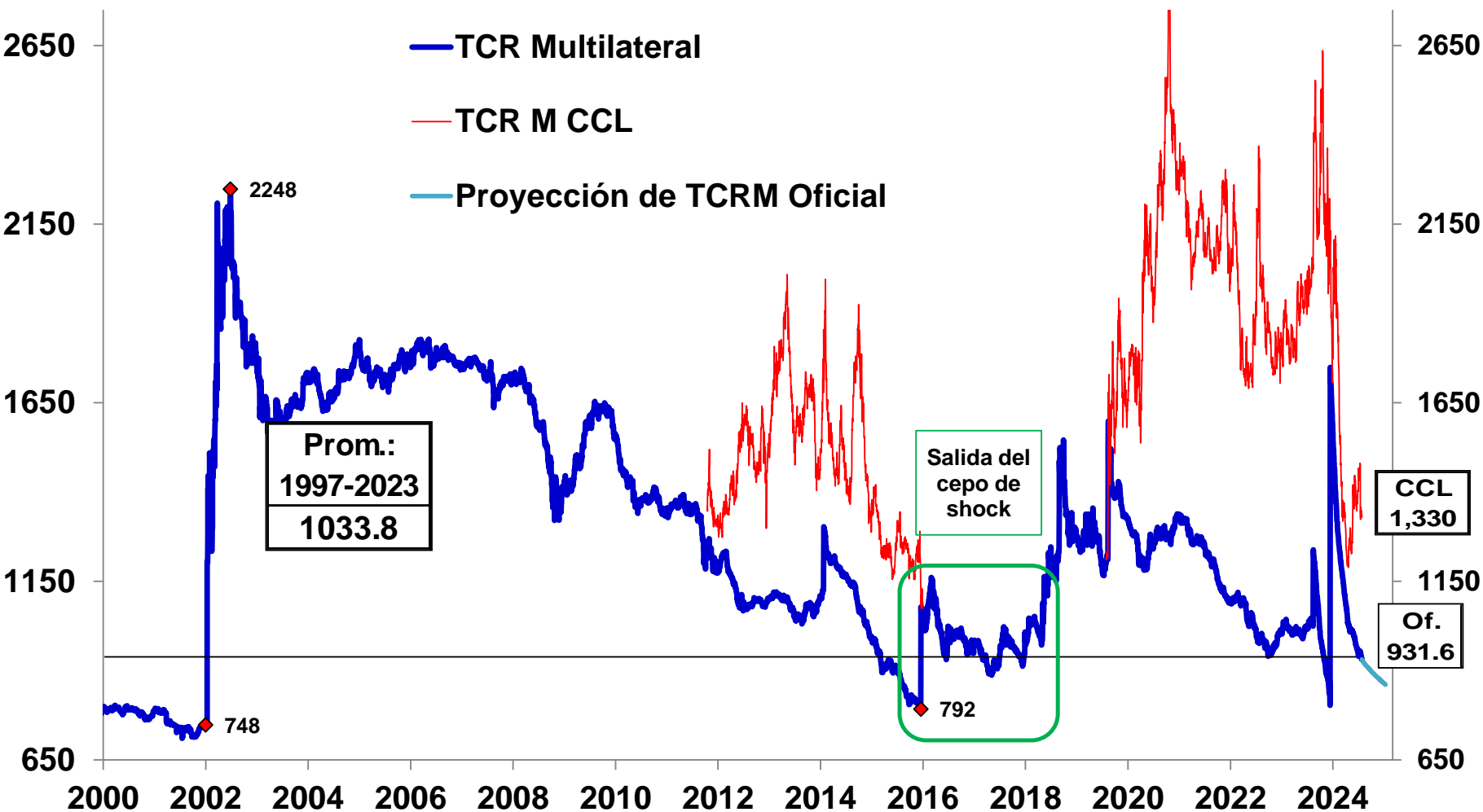
Vencimientos de deuda del Gobierno Nacional y el BCRA

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

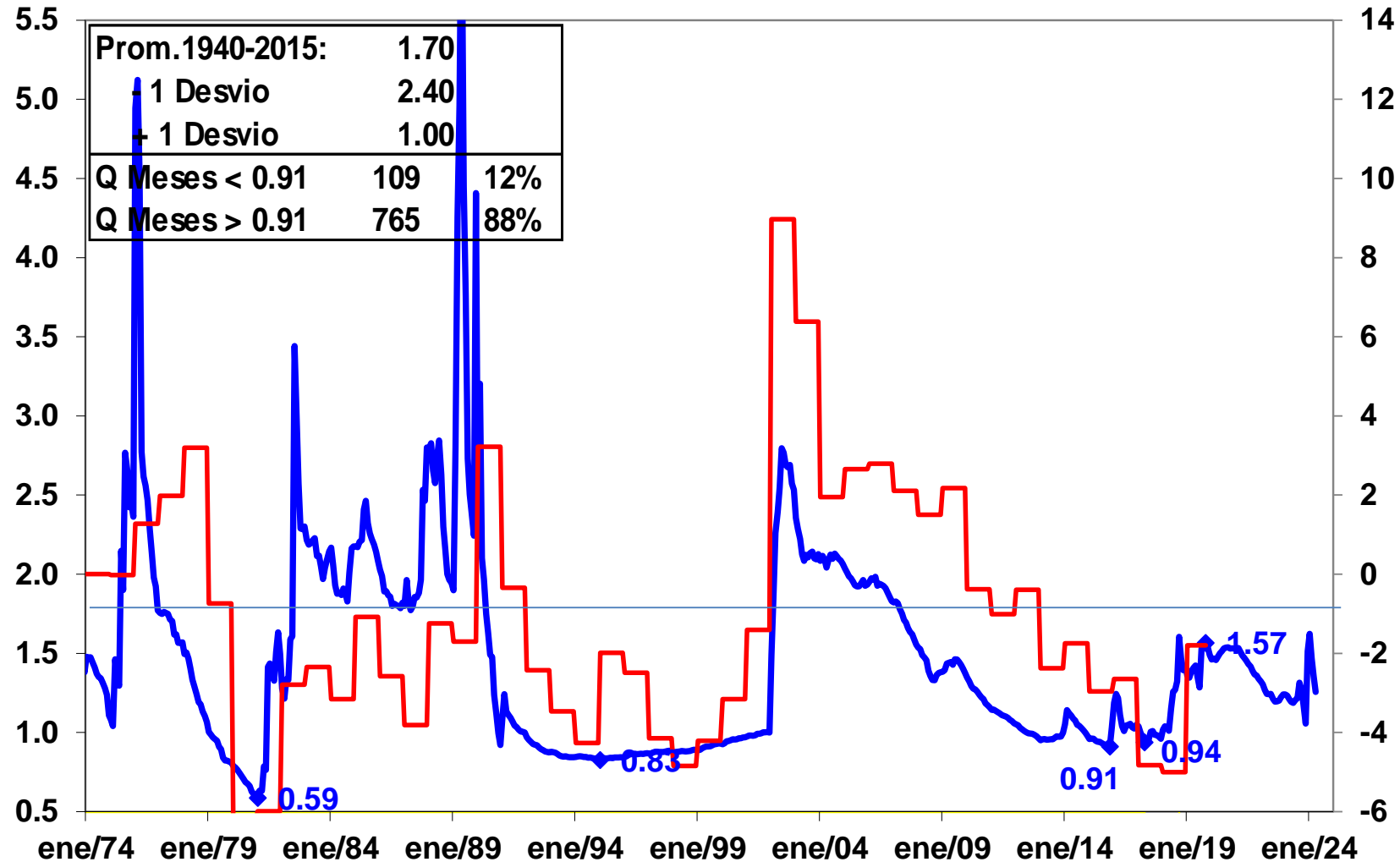


TC multilateral	TCN	TCR Multi
17/12/15	14	1079
29/2/16	16	1161
30/6/17	17	945
31/12/17	19	978
11/8/23	287	1032
14/8/23	350	1238
17/11/23	354	895
10/12/23	364	861
12/12/23	367	803
13/12/23	800	1740
26/7/24	932	932
31/8/24	954	912
30/9/24	972	899
31/12/24	1016	864
2003-05		1726
2016		970
2017		950

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

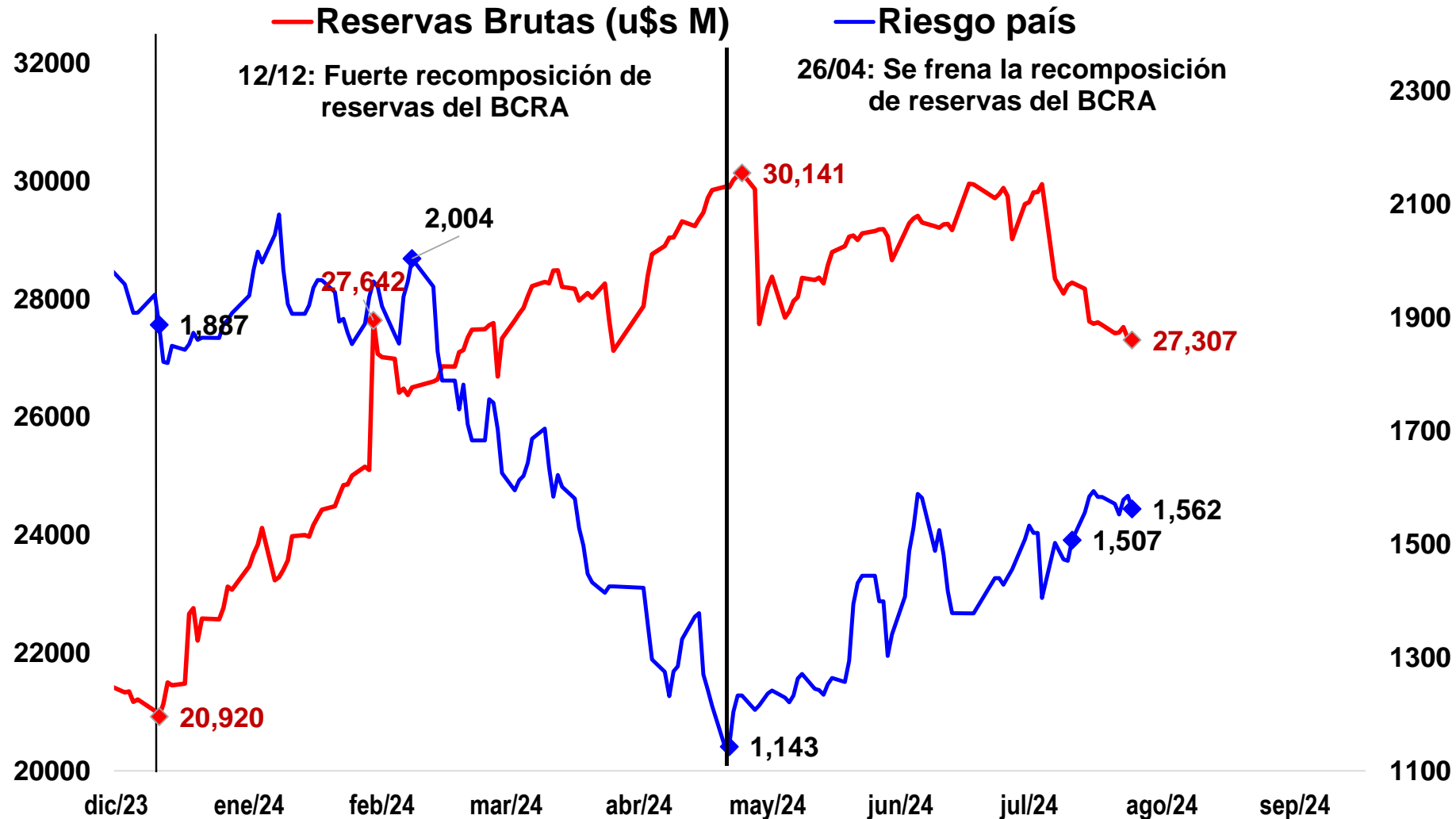
TOTAL PERÍODO Milei						
	23,615	-5,384	18,231	7,689	6,815	14,503
	129%	-20%	40%	101%	16%	29%

* 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

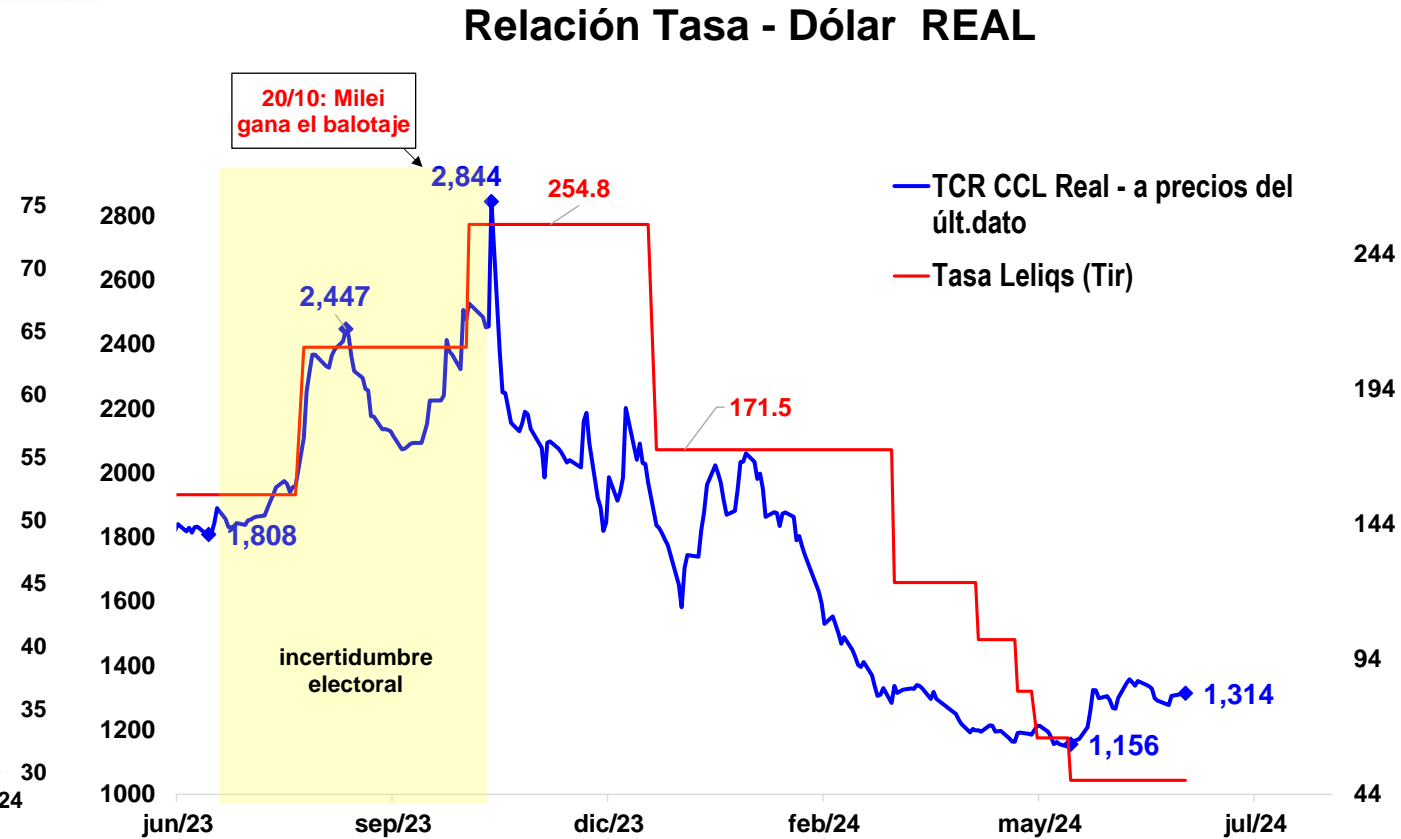
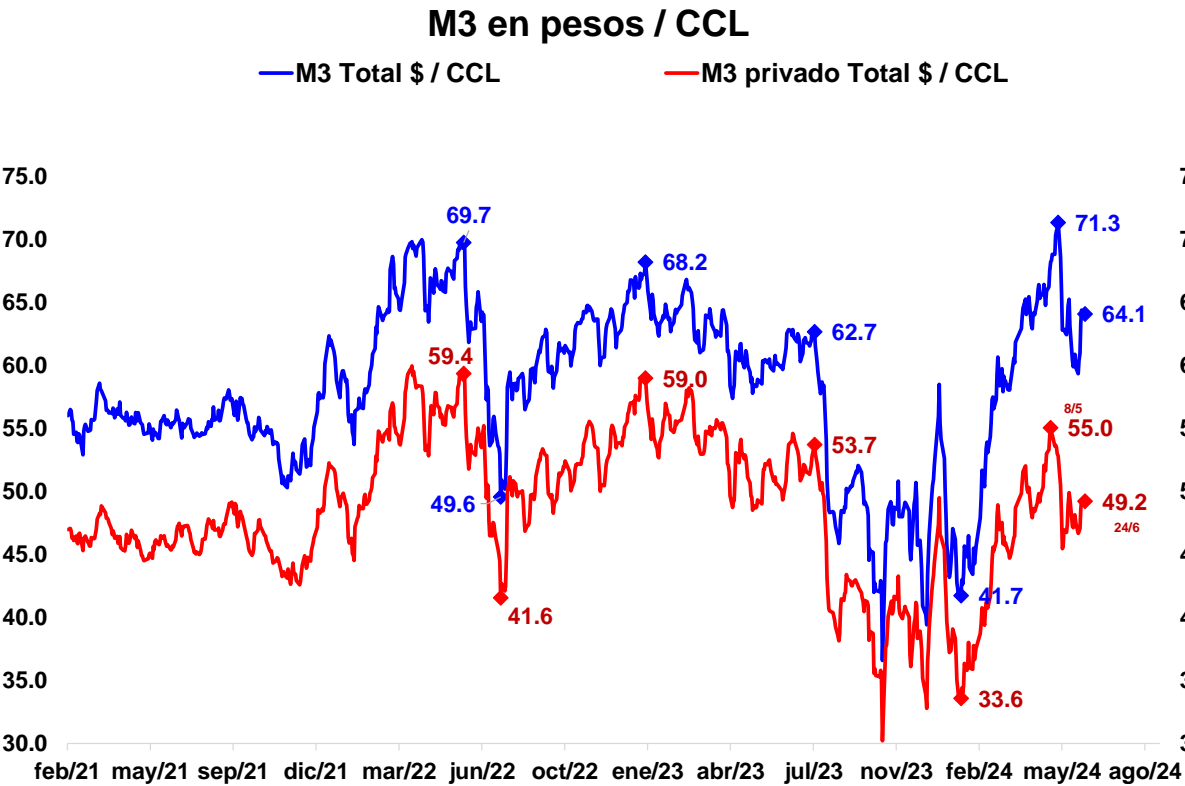
No hay grandes motores de demanda para empujar el nivel de actividad económica: el consumo privado

Política de Intervención del BCRA

En miles de millones de pesos corrientes

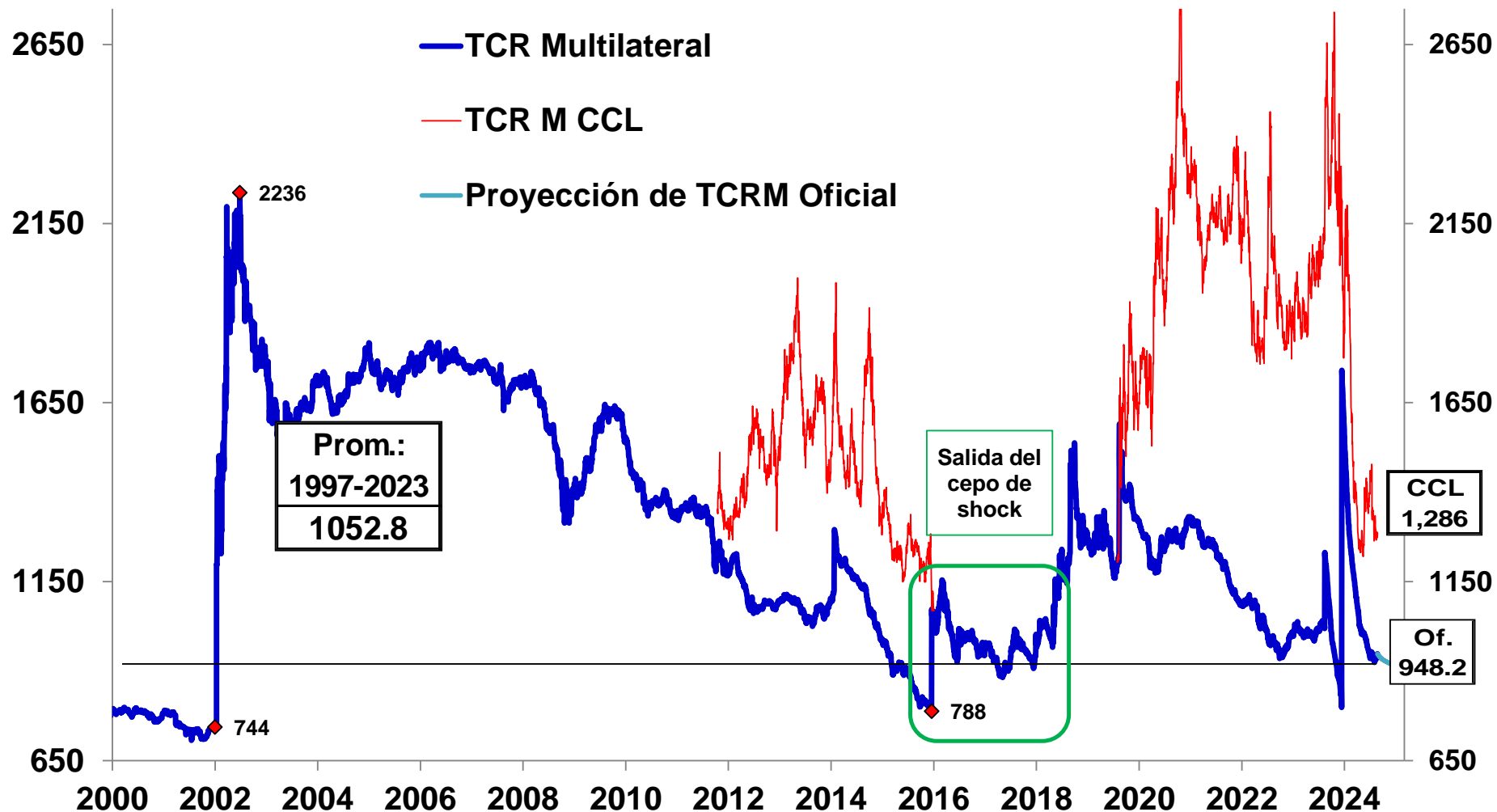
	Base Monetaria			Oferta de Base Monetaria							Depó Priv Total \$	M2 priv (Sin rem.) Total \$	PF Priv + Vista rem. Total \$	Prest. S Priv	Brecha
	Billetes	Reservas	Var.BM	Compra de u\$s	Lelics/ Pases	Intereses	Lelics/ Pases (sólo capital)	Gobierno	Lefi/ Cpra- vta bonos						
2021 :															
22/04	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



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

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

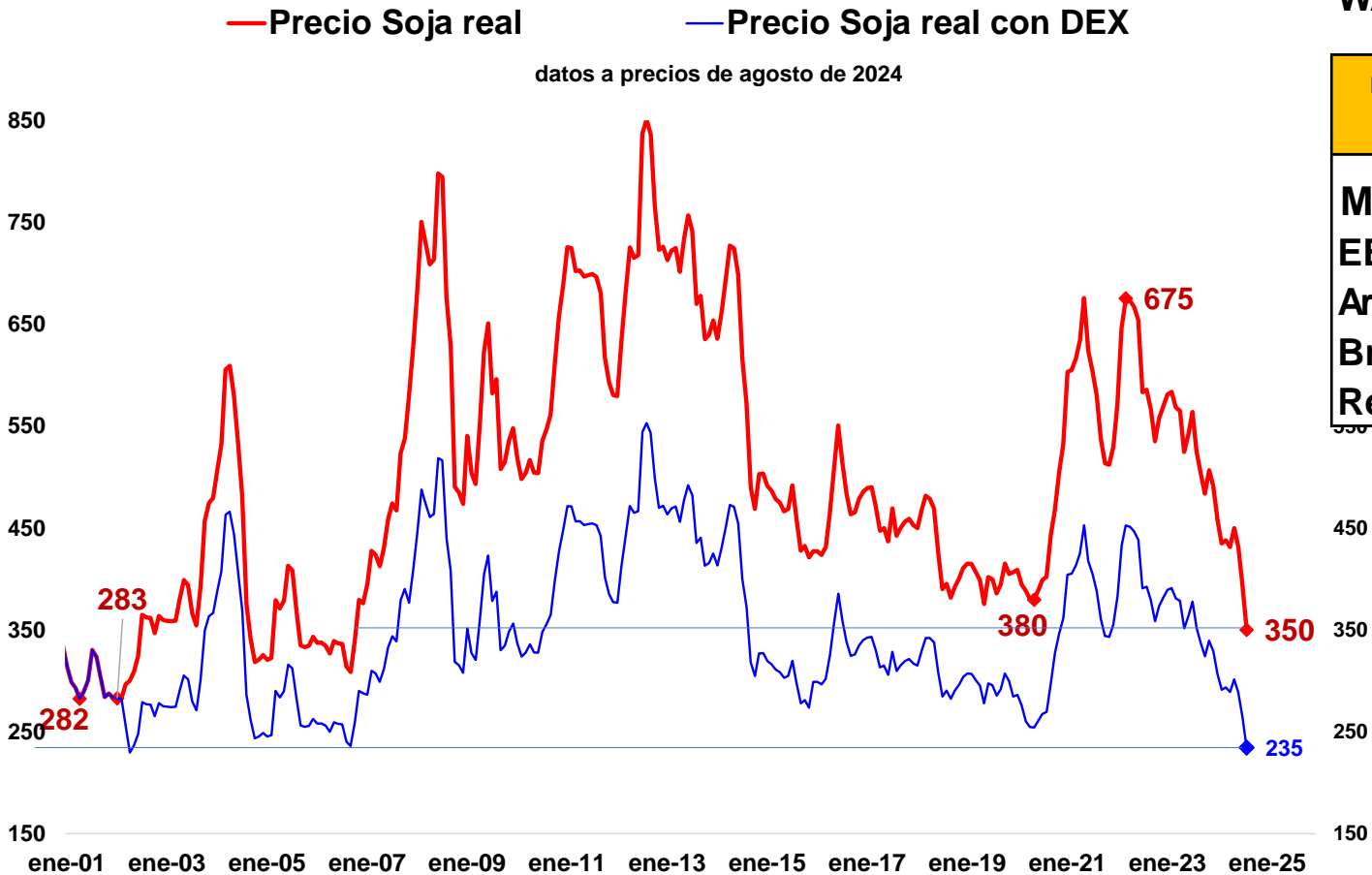
Sector Público Nacional - base caja

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

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

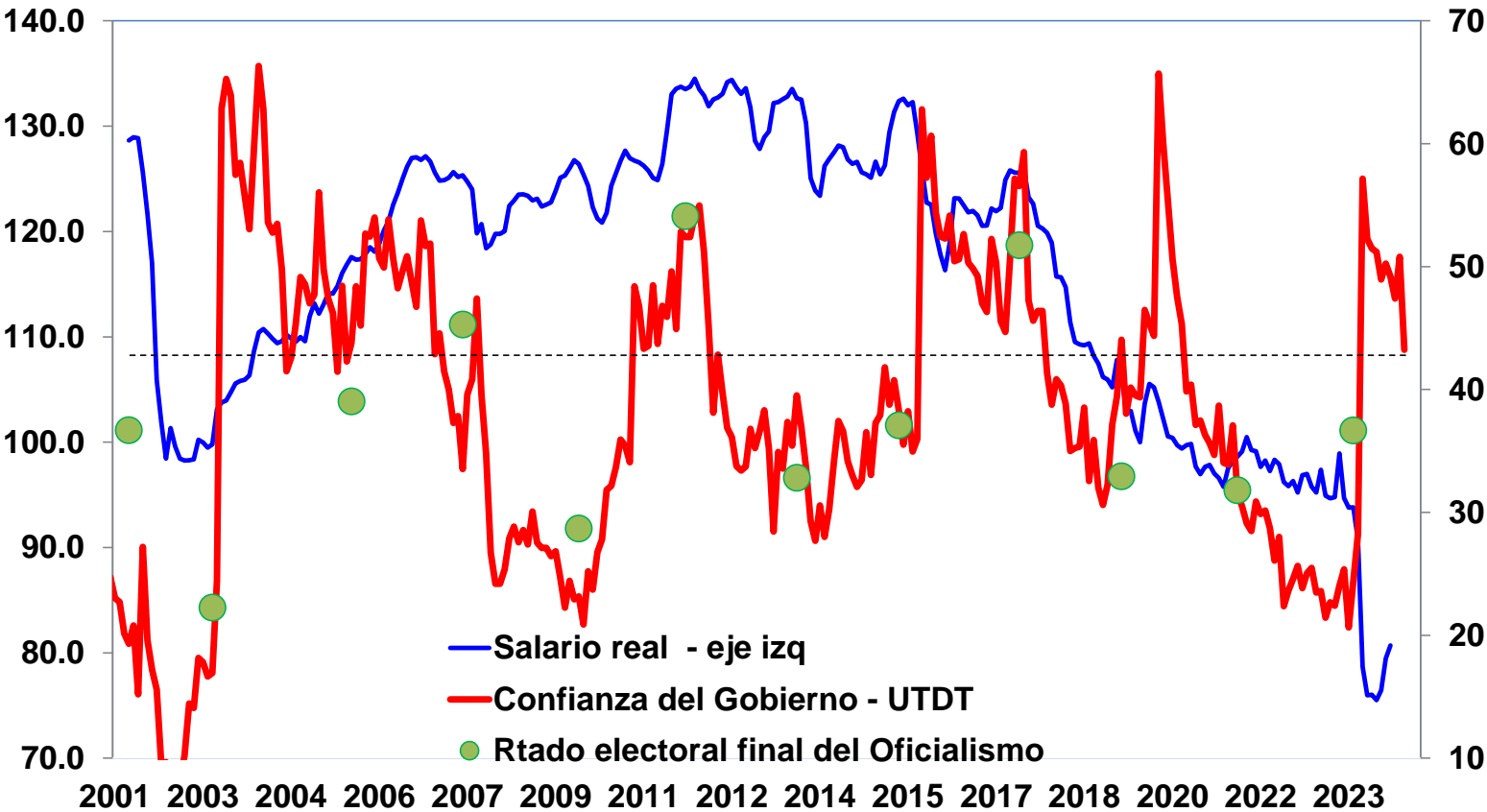
Hay fuerte caída de la brecha cambiaria

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

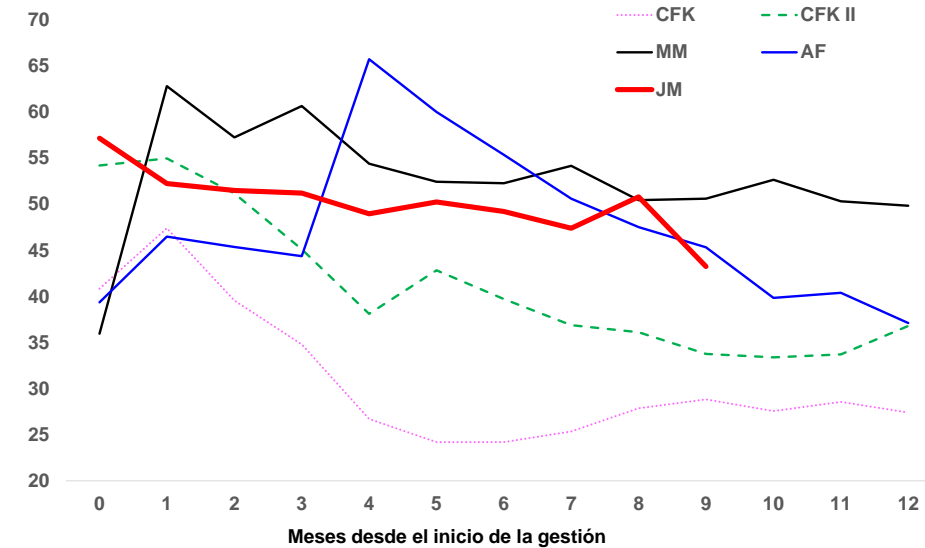


Hay deterioro en el margen en la imagen positiva del Gobierno

Proxy Imagen Positiva Gobierno, elecciones y Salario real



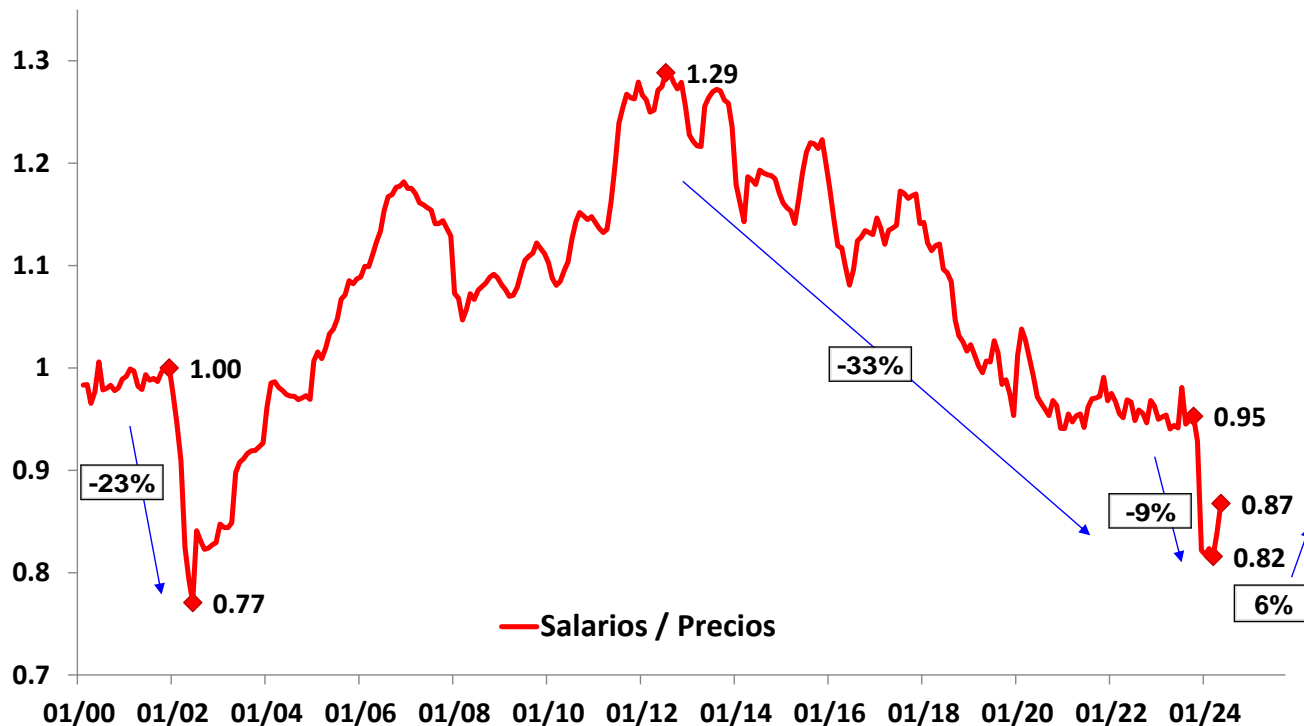
Proxy Imagen Positiva del Gobierno comparada desde el inicio de la gestión



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