

***“¿Habrá que acostumbrarse
(y adaptarse) al dólar
barato?”***

Dr.LE Hernán Hirsch

Tomo 011 Folio 170

Junio 2025



I. Claves del Escenario Económico

II. Argentina: ¿Seguirá el dólar barato?

- El mandato de la estabilidad avanza
- Agotamiento de la recuperación económica cíclica
- Dos interrogantes
- Decisiones políticas económica recientes

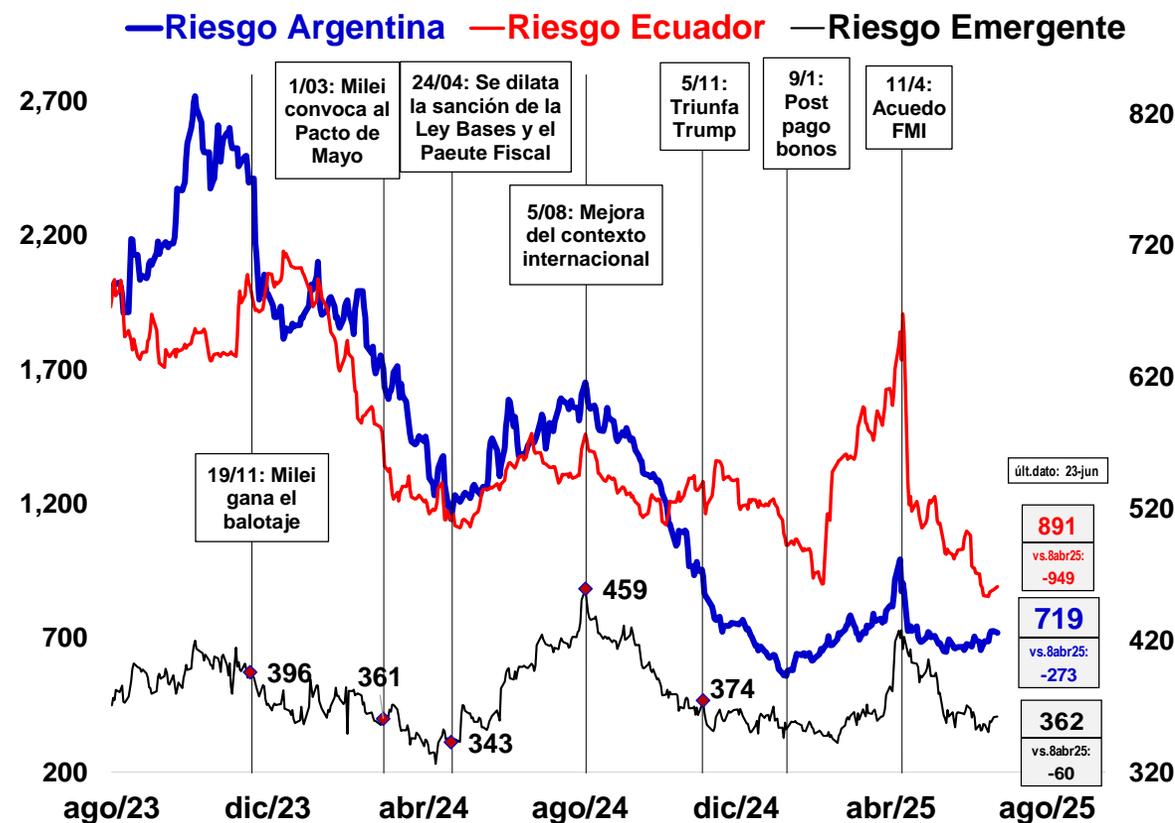
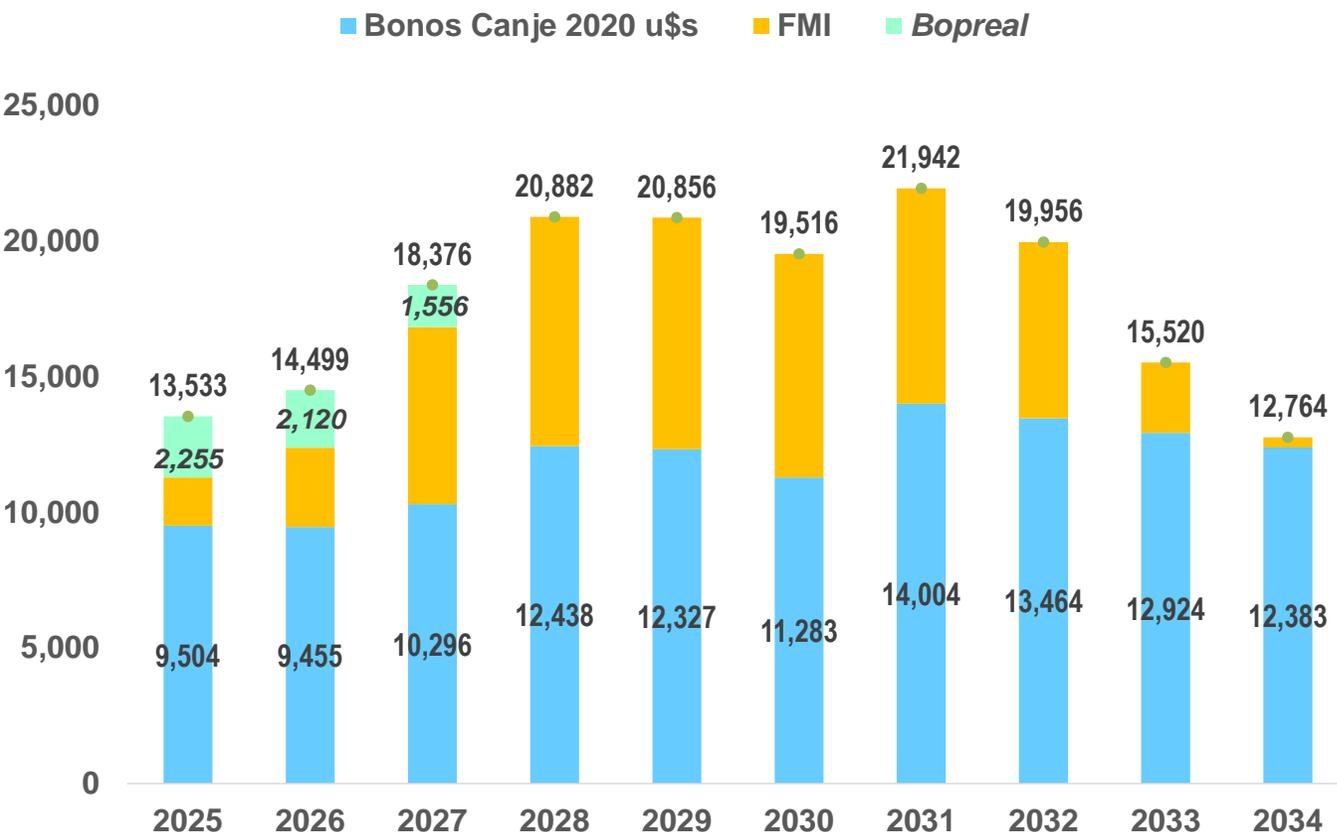
III. Escenario 2025-27 y Riesgos

IV. Conclusiones

Clave I: Hay elevados vencimientos en los próximos años y aún no se logró un re acceso fluido al mercado de deuda externa

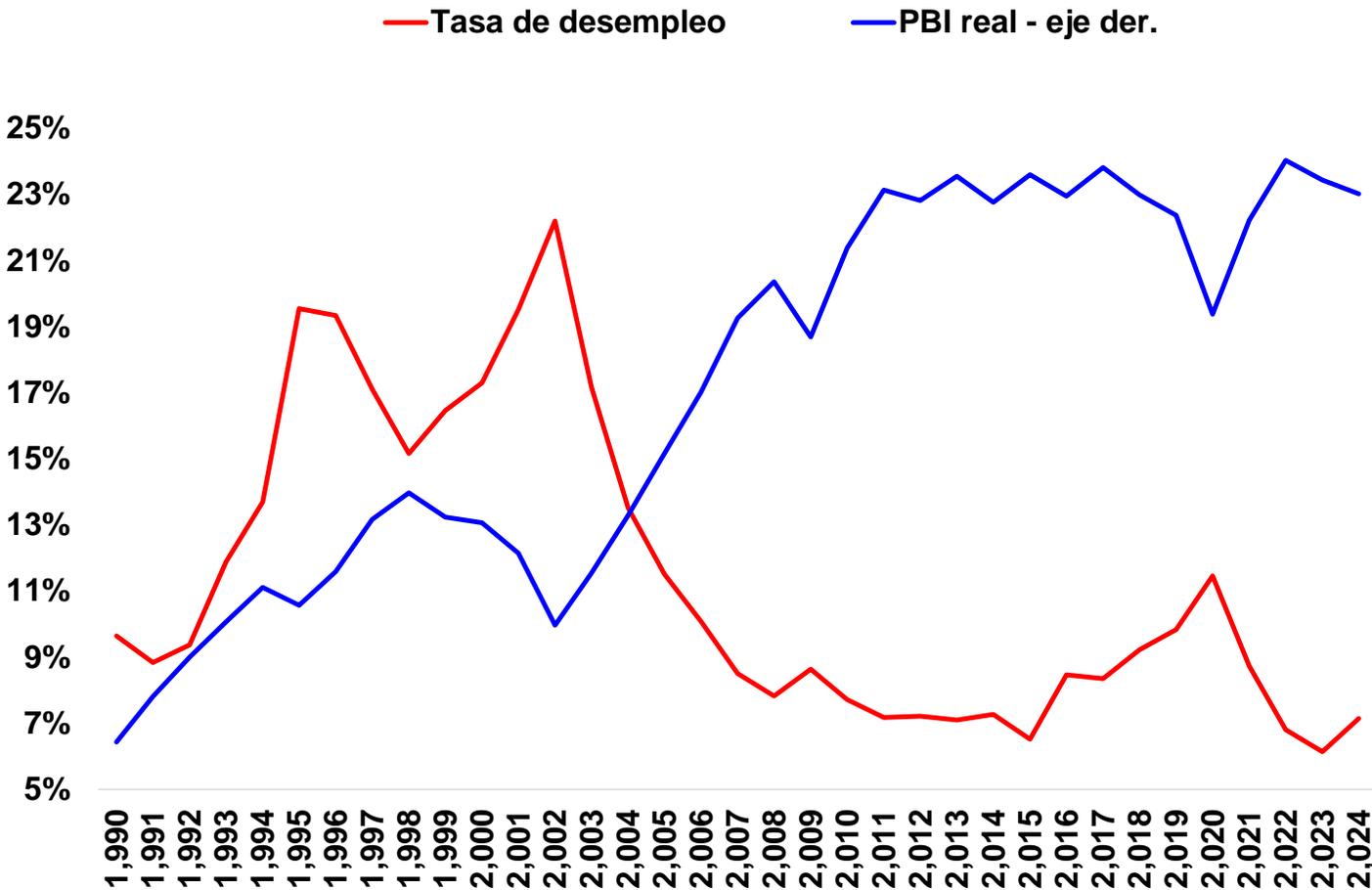
Vencimientos de deuda del Tesoro y el BCRA en dólares

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



Clave II: La convergencia hacia una economía “más normal”

PBI real y Tasa de Desempleo



Mercado de trabajo

Período		PBI	Empleo	T. desempleo		TCRM	Elasticidad
Inicio	Fin	Var%	Var%	Inicio	Fin	prom.	%
1990	1998	53%	19%	9.6%	15.2%	1,146	37%
2002	2011	74%	35%	22.2%	7.2%	2,108	47%
IT-24	IT-25	6%	1%	7.7%	7.9%	1,150	19%

170
150
130
110
90

I. Claves del Escenario Económico

II. Argentina: ¿Seguirá el dólar barato?

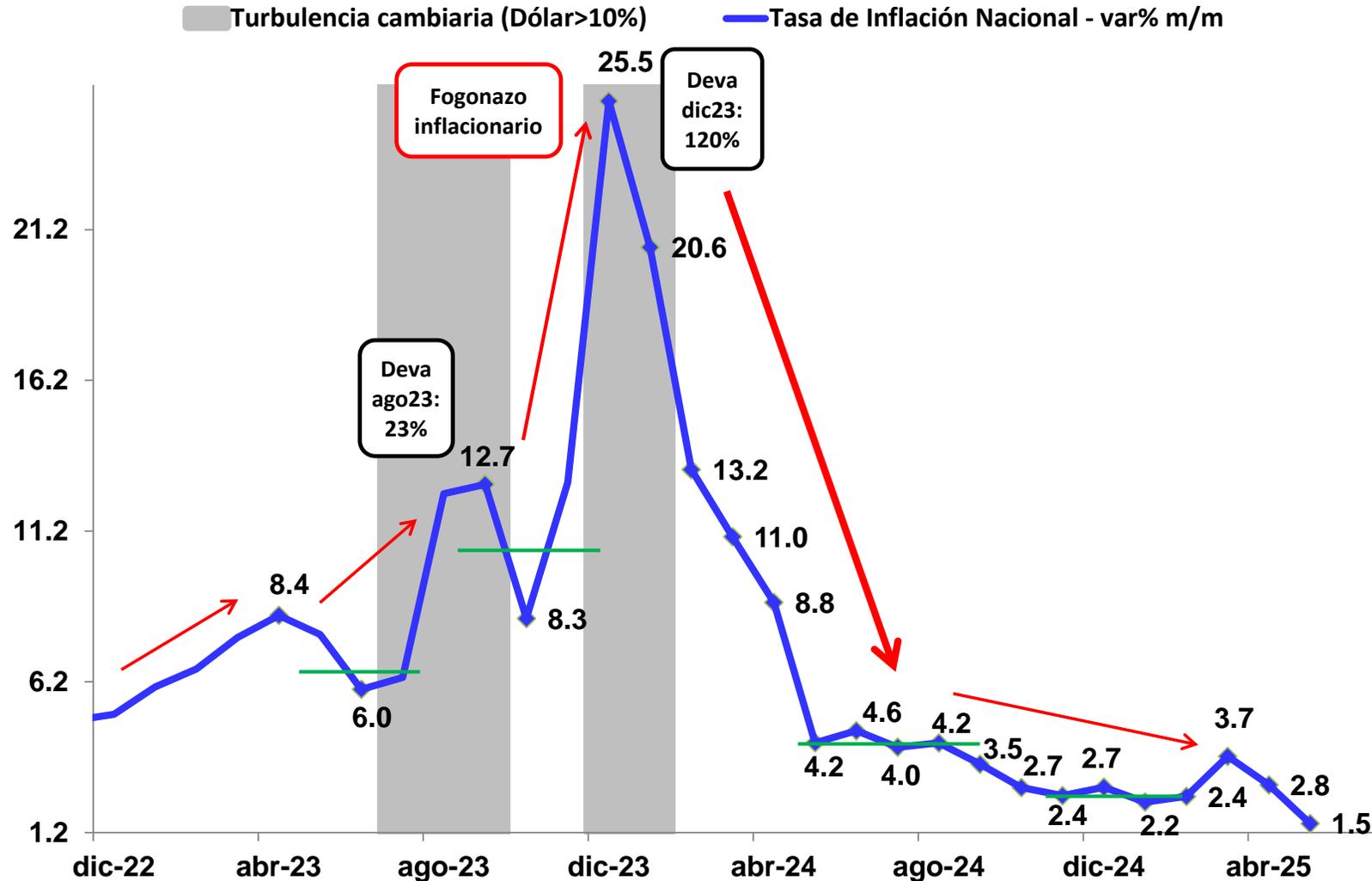
- El mandato de la estabilidad avanza
- Agotamiento de la recuperación económica cíclica
- Dos interrogantes
- Decisiones políticas económica recientes

III. Escenario 2025-27 y Riesgos

IV. Conclusiones

La desinflación se prolonga y aún luego de la salida (parcial) del cepo

Inflación: fuerte caída en mayo



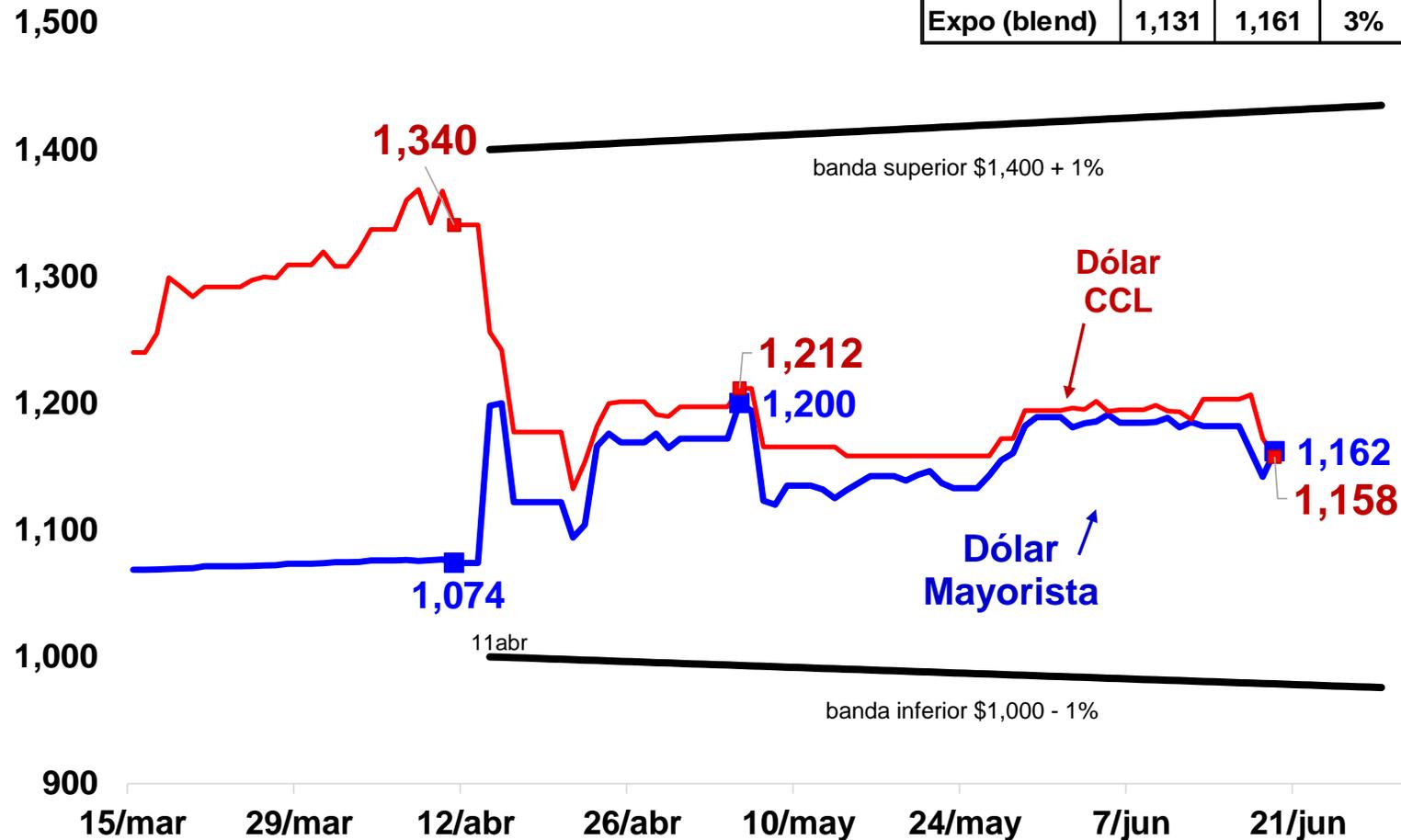
Tasa de inflación: Desagregada

	Inflación Nacional					
	Total	Core	Salarios	Regulados	Tarifas Nación	Estacionales
dic-23	25.5	28.3	11.0	20.7	9.5	16.2
ene-24	20.6	20.2	20.0	26.6	23.5	16.2
feb-24	13.2	12.3	14.1	21.1	41.0	8.7
mar-24	11.0	9.4	10.0	18.1	24.8	11.1
abr-24	8.8	6.3	12.0	18.4	31.4	9.9
may-24	4.2	3.7	7.7	4.0	4.1	7.2
jun-24	4.6	3.7	6.7	8.1	14.8	4.4
jul-24	4.0	3.8	6.3	4.3	3.1	5.1
ago-24	4.2	4.1	5.0	5.9	8.1	1.5
sep-24	3.5	3.3	3.8	4.5	6.6	2.9
oct-24	2.7	2.9	4.0	2.7	3.0	1.4
nov-24	2.4	2.7	3.3	3.5	4.4	-1.2
dic-24	2.7	3.2	2.8	3.4	4.5	-1.4
ene-25	2.2	2.4	2.3	2.6	3.3	0.4
feb-25	2.4	2.9	2.3	2.3	1.9	-0.8
mar-25	3.7	3.2	2.2	3.2	1.7	8.4
abr-25	2.8	3.2	2.0	1.8	0.8	1.9
may-25	1.5	2.2	2.0	1.3	1.3	-2.7

Con un dólar que se mantiene estable y cerca del centro de la banda cambiaria

Tipo de Cambio
Dólar **Mayorista** y **CCL**

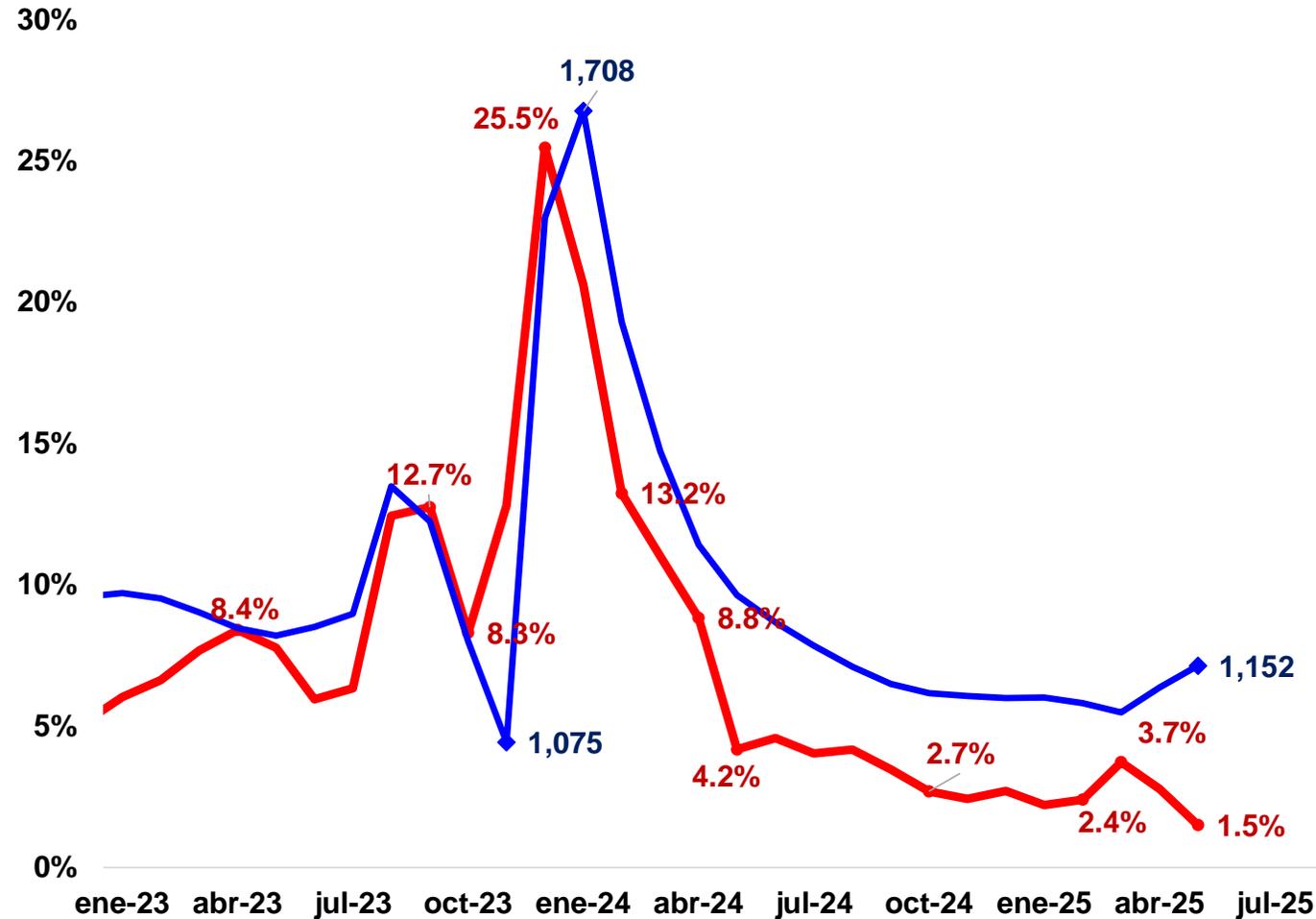
Salida del Cepo			
	11-abr	19-jun	Var%
Impo (Oficial)	1,078	1,162	8%
Ahorro (CCL)	1,340	1,158	-14%
Expo (blend)	1,131	1,161	3%



Gracias al ancla cambiaria y, más recientemente, al ancla tarifaria y salarial

Inflación y apreciación cambiaria

IPC - var% mensual y TCR Bilateral EE.UU.



Tasa de inflación y Anclas

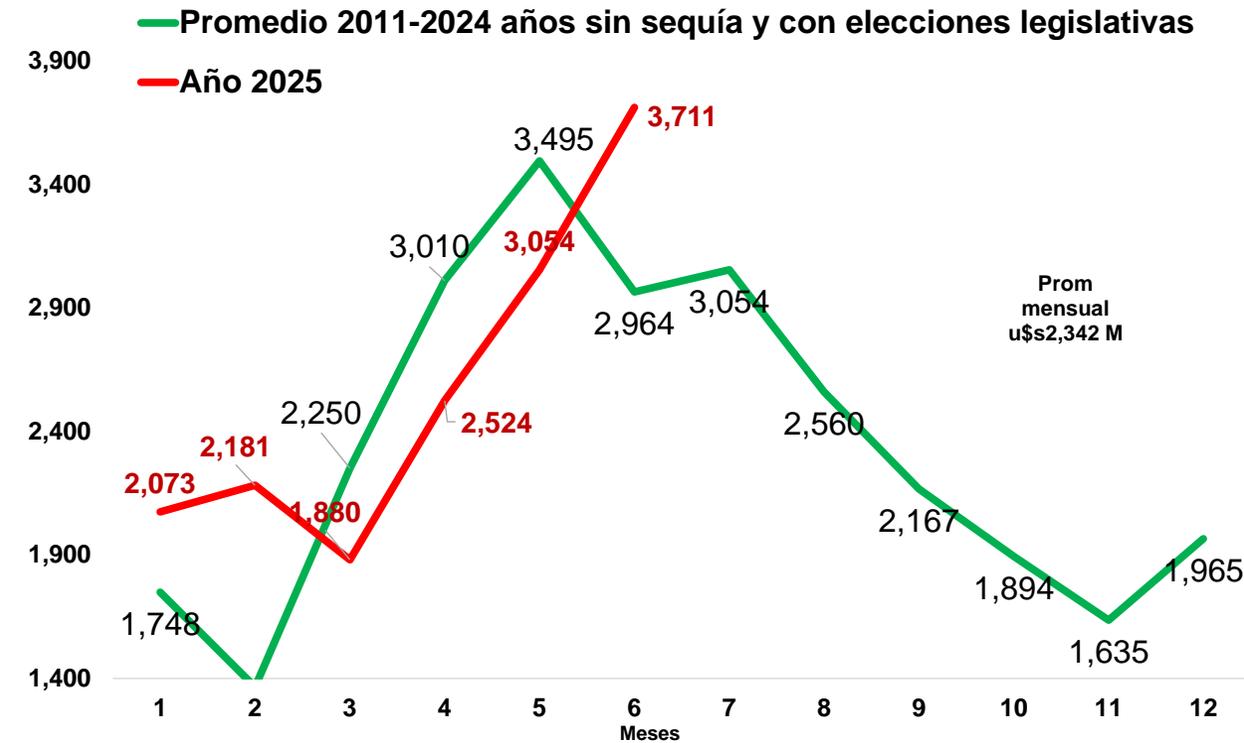
	Inflación Var% m/m	Anclas		
		Cam- biaria	Salarial	Tarifaria
dic-23	25.5	1,715	100.0	100.0
ene-24	20.6	1,823	99.5	102.4
feb-24	13.2	1,589	100.2	127.5
mar-24	11.0	1,454	99.3	143.3
abr-24	8.8	1,332	102.1	173.0
may-24	4.2	1,283	105.6	173.0
jun-24	4.6	1,235	107.7	189.8
jul-24	4.0	1,207	110.0	188.1
ago-24	4.2	1,197	110.9	195.1
sep-24	3.5	1,182	111.3	201.1
oct-24	2.7	1,154	112.6	201.6
nov-24	2.4	1,123	113.6	205.6
dic-24	2.7	1,096	113.7	209.2
ene-25	2.2	1,095	113.8	211.4
feb-25	2.4	1,113	113.7	210.4
mar-25	3.7	1,105	111.9	206.2
abr-25	2.8	1,130	111.1	202.3
may-25	1.5	1,152	111.6	202.0

Con el BCRA y un Gobierno que se mantienen activos pese al acuerdo con el FMI

Intervenciones que impactaron en el mercado de cambios

u\$s M	Total	Por intervención cambiaria del BCRA			Por liquidación anticipada del agro	Posición vendida de dólar futuro del BCRA
		En ROFEX	En CCL	Total		
		I=II+V	II	III		
ene-25	619	0	619	619	0	0
feb-25	743	0	487	487	256	0
mar-25	704	376	212	587	117	376
abr-25	775	33	711	744	31	409
may-25	1,623	1,537	0	1,537	86	1,946
jun-25 (e)	1,232	122	0	122	1,110	2,068

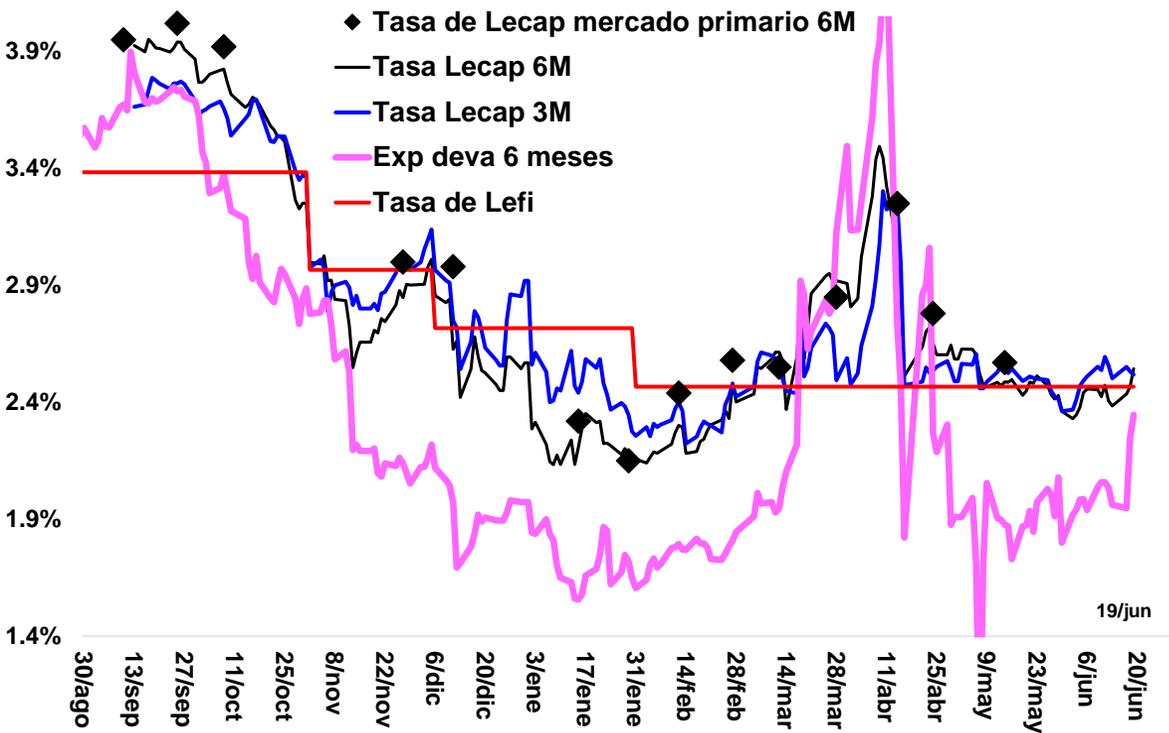
Liquidación de divisas del Agro CIARA-CC - u\$s M



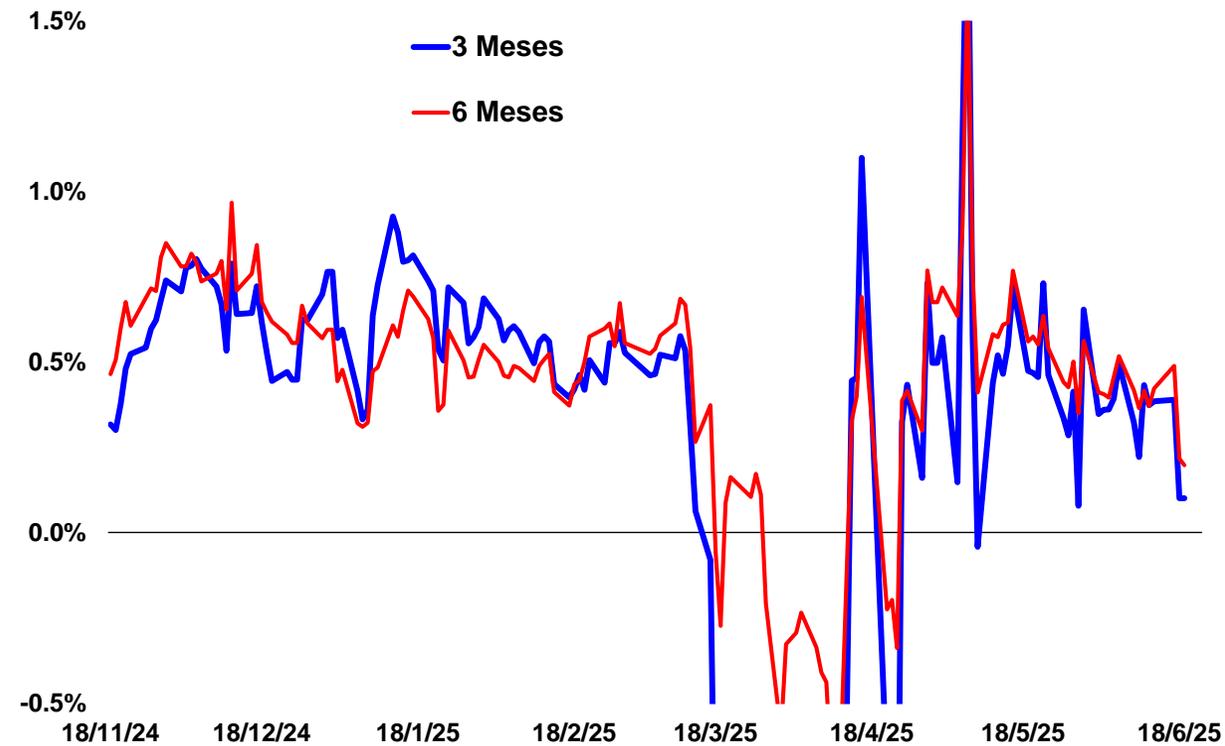
- ✓ Intervención en el dólar futuro
- ✓ Estimulando la liquidación anticipada de dólares
- ✓ No acumulando reservas, tal como preveía el acuerdo con el FMI

Con una política de tasas de interés e intervención en los futuros estimuló la demanda de pesos

Tasas de interés en pesos vs Tasa de devaluación esperada
TEM



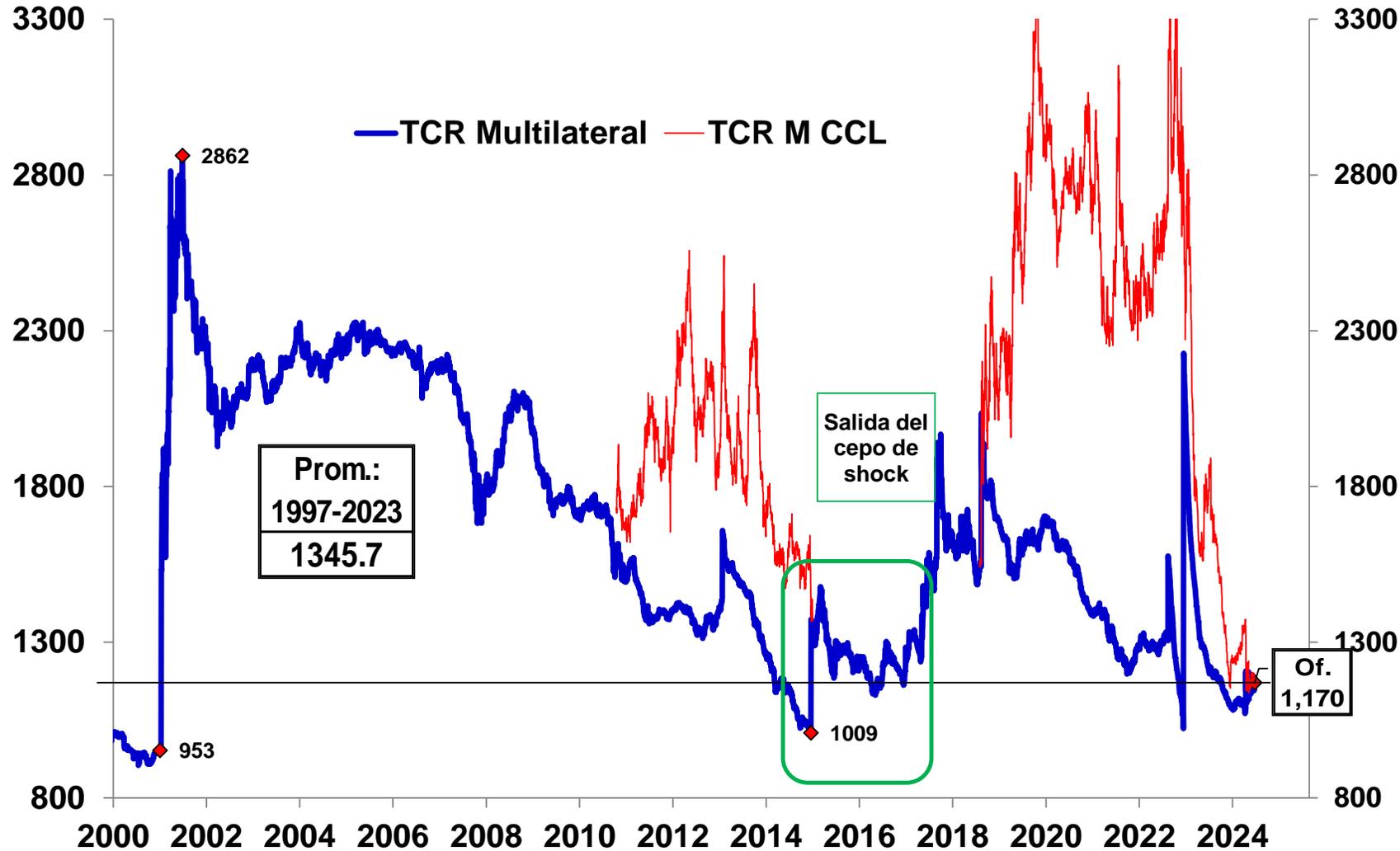
Diferencial Tasa de LECAPs vs Tasa implícita de devaluación (ROFEX)
Datos diarios, TEM



El tipo de cambio real logró un primer equilibrio bajo en términos históricos

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	1370
29/2/16	16	1475
30/6/17	17	1200
31/12/17	19	1243
11/8/23	287	1312
14/8/23	350	1573
17/11/23	354	1138
10/12/23	364	1094
12/12/23	367	1020
13/12/23	800	2211
23/6/25	1167	1167
30/6/25	1170	1167
30/9/25	1206	1148
31/12/25	1243	1131
2003-05		2193
2016		1232
2017		1207

I. Claves del Escenario Económico

II. Argentina: ¿Seguirá el dólar barato?

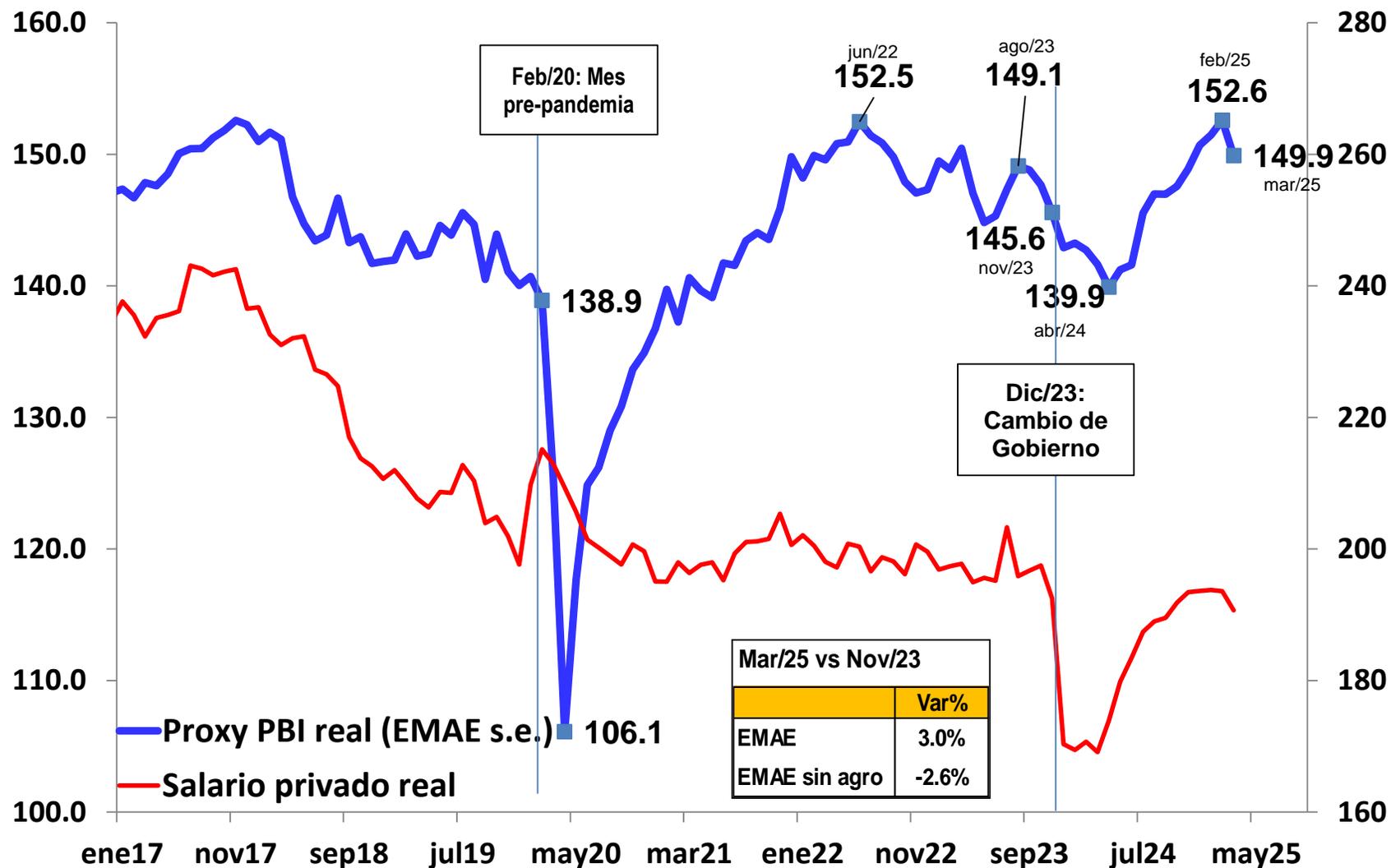
- El mandato de la estabilidad avanza
- **Agotamiento de la recuperación económica cíclica**
- Dos interrogantes
- Decisiones políticas económica recientes

III. Escenario 2025-27 y Riesgos

IV. Conclusiones

El nivel de actividad económica tropezó en marzo y comenzó a mostrar señales de desaceleración

Actividad Económica: Saliendo de la recesión Proxy PBI real (EMAE sin estacionalidad)



PBI real s.e.

	Var% t/t
jun-24	-0.8
sep-24	3.9
dic-24	2.0
mar-25	0.8
jun-25	0.6

En mayo la economía se habría mantenido estable con relación a abril

Mapa de Actividad Económica: Indicados adelantados

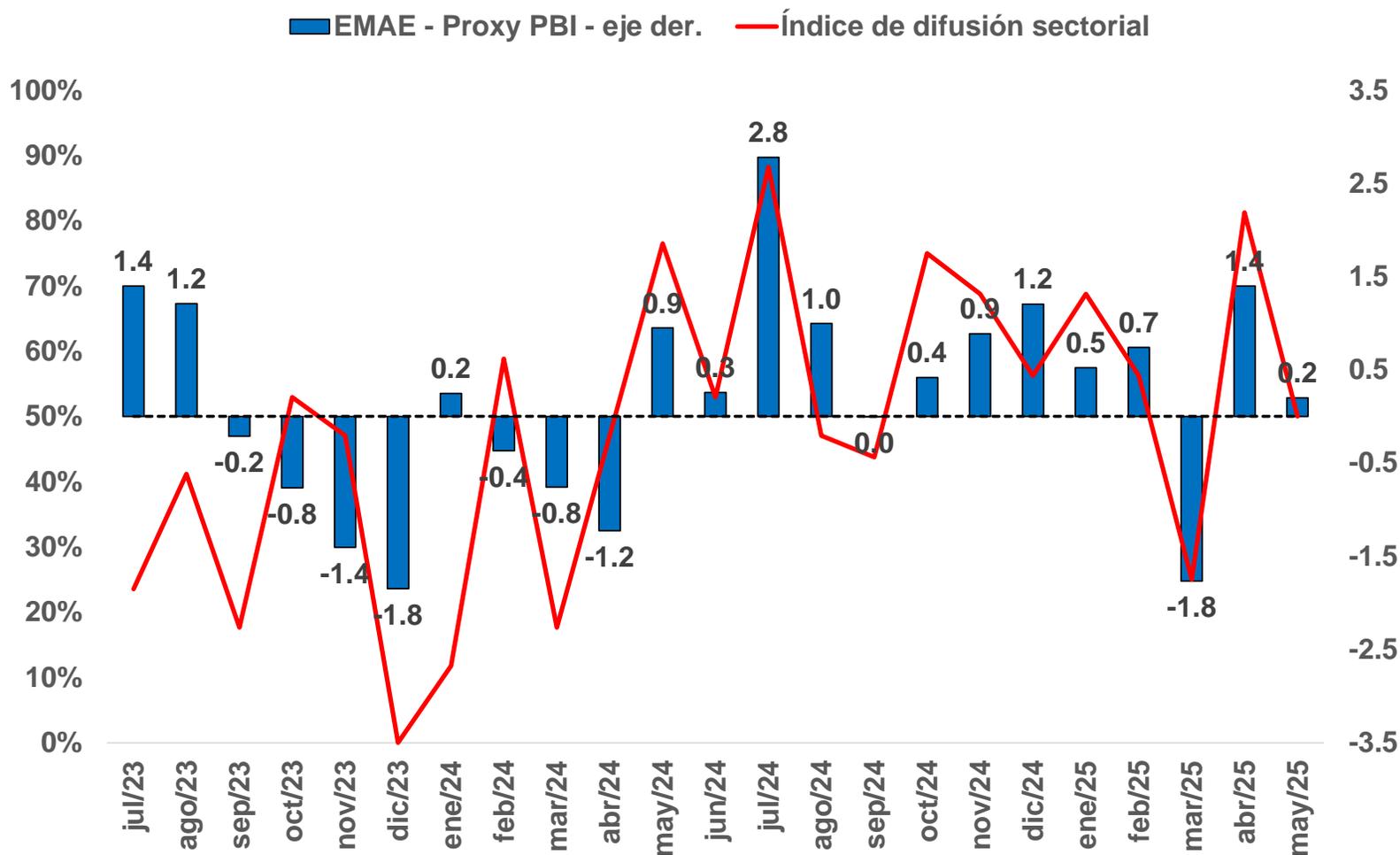
Var% mensual - Datos ajustados por estacionalidad

	EMA E (PBI)	Indicadores de Demanda						Indicadores de Oferta										% de Alzas
		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	ADEFA	DNRP	DNRP	DNRP	AFIP	AFIP	INDEC	ADEFA	AFCP	INDEC	Construya	BCRA	AFIP	MECON	CABA	CAMMESA	
jul/23	1.4	-25.3	-4.5	-0.9	21.6	-2.6	-3.2	-1.8	-1.6	-0.9	-0.3	-2.0	0.1	5.3	-4.3	9.7	-0.9	24%
ago/23	1.2	-7.2	-6.9	-0.7	13.1	-6.1	3.5	-1.5	2.3	1.0	-1.2	-1.1	-4.2	-4.0	38.7	-0.1	0.8	41%
sep/23	-0.2	36.2	-19.9	-19.8	-23.1	5.2	-2.4	0.6	-1.7	-6.6	-0.4	-5.9	-6.1	-7.3	-20.1	-4.0	-0.7	18%
oct/23	-0.8	10.2	32.5	17.0	0.3	-9.5	6.9	-2.2	-6.3	-1.9	0.1	15.0	3.0	-2.7	-22.9	2.4	-3.8	53%
nov/23	-1.4	-26.4	7.6	-2.7	3.4	-0.5	-6.2	-2.5	4.8	-6.0	-2.7	-13.7	-5.0	1.8	12.7	2.3	5.8	47%
dic/23	-1.8	-25.1	-27.7	-10.7	-24.3	-5.7	-15.3	-5.3	-11.9	-11.2	-9.4	-14.8	-15.4	-12.8	-13.5	-6.8	-7.0	0%
ene/24	0.2	-6.5	-19.0	-21.9	-18.5	-8.2	-6.2	-2.9	-0.7	-2.6	-12.1	-18.1	-14.9	-9.6	106.8	-8.8	6.9	12%
feb/24	-0.4	69.1	22.8	17.1	3.9	7.3	21.2	0.2	-4.3	-3.0	-3.7	6.8	-0.4	8.6	-3.9	-6.3	11.1	59%
mar/24	-0.8	-17.1	-12.5	-22.9	-12.4	-4.0	-6.6	-2.3	-6.1	-19.5	-14.3	-11.2	-2.4	2.3	3.0	-5.1	-6.2	18%
abr/24	-1.2	-22.9	29.6	45.7	53.4	4.2	-10.3	0.1	1.5	7.2	-1.0	6.4	-0.3	-0.3	-11.0	-5.7	-10.3	47%
may/24	0.9	15.5	-0.5	13.2	8.2	-3.2	-4.4	1.5	-15.4	17.3	9.1	3.2	7.2	11.5	29.9	0.8	12.1	76%
jun/24	0.3	9.4	-6.4	4.0	-37.0	12.6	35.2	-0.9	-8.7	-8.4	2.2	9.7	10.3	-0.9	-14.1	3.3	-11.6	53%
jul/24	2.8	8.9	21.3	9.3	79.1	-3.1	-10.8	5.5	48.4	26.2	7.2	12.1	12.3	6.7	6.2	8.3	13.0	88%
ago/24	1.0	10.9	-0.1	18.8	43.3	3.3	8.2	2.5	-7.7	-13.1	-2.4	-4.3	9.9	-0.9	-7.8	3.1	-1.6	47%
sep/24	0.0	9.8	-1.1	-27.2	-39.7	-5.8	-11.2	1.4	5.6	3.6	1.8	-5.4	6.9	2.9	-11.7	-3.3	-10.4	44%
oct/24	0.4	14.7	8.4	8.2	11.1	5.9	9.7	-0.7	8.1	-3.8	-4.2	-2.8	6.1	2.6	9.3	0.9	5.3	75%
nov/24	0.9	-7.1	2.1	12.7	-18.9	-3.1	0.8	1.1	-1.5	0.3	2.8	-3.2	6.1	1.0	16.7	2.9	3.8	69%
dic/24	1.2	9.5	-15.8	8.4	1.0	0.1	-6.4	-0.1	-4.6	-1.6	3.9	-1.2	4.7	1.6	7.0	2.3	-9.3	56%
ene/25	0.5	1.3	41.2	-8.6	14.0	5.7	7.4	-1.5	28.2	11.8	-1.0	-7.8	5.5	0.3	12.0	-10.8	13.7	69%
feb/25	0.7	8.5	6.7	-12.0	43.0	-5.1	1.4	0.0	-18.5	-3.8	2.0	6.9	4.3	4.8	-14.6	-3.1	7.4	56%
mar/25	-1.8	-4.1	-7.9	2.6	-33.0	-4.0	-10.0	-3.9	-20.1	-12.5	-3.6	8.2	3.5	-3.8	-2.9	4.9	-9.0	25%
abr/25	1.4	13.8	15.6	13.5	58.7	2.1	4.3	2.2	11.5	17.4	5.1	10.5	6.0	-0.5	2.5	-1.9	-9.6	81%
may/25	0.2	4.3	-3.7	10.3	-13.3	-3.5	-0.6		0.0	-9.1		-12.1	3.8	0.2	1.7		2.3	54%

En mayo la economía se habría mantenido estable con relación a abril

Actividad Económica: Mayo "flat"

EMAE - Proxy del PBI sin estacionalidad (var% m/m s.e.) vs Índice de Difusión Sectorial



Actividad Económica: Gran dispersión sectorial

EMAE - INDEC Variación % a/a	Mar-25 vs.	
	mar-24	mar-23
EMAE (Proxy PBI)	5.6	0.6
Agricultura, ganadería, caza y sil	6.0	13.9
Electricidad, gas y agua	-4.3	-1.5
Explotación de minas y canteras	5.7	15.4
Transporte y comunicaciones	1.5	1.9
Enseñanza	0.6	2.3
Servicios sociales y de salud	-0.3	0.7
Admin. pública y defensa; y otros	-1.1	-0.6
Act.inmobiliaria, empresarial y otros	4.0	2.4
Otras act. comunitarias y otros	-0.8	-3.7
Hoteles y restaurantes	-3.6	-4.2
Intermediación financiera	29.3	11.0
Pesca	7.0	15.2
Comercio mayorista, minorista y repar	9.3	0.0
Industria manufacturera	4.2	-9.3
Construcción	9.9	-15.9
% de Sectores con variación % >0	67%	60%

I. Claves del Escenario Económico

II. Argentina: ¿Seguirá el dólar barato?

- El mandato de la estabilidad avanza
- Agotamiento de la recuperación económica cíclica
- **Dos interrogantes**
- Decisiones políticas económica recientes

III. Escenario 2025-27 y Riesgos

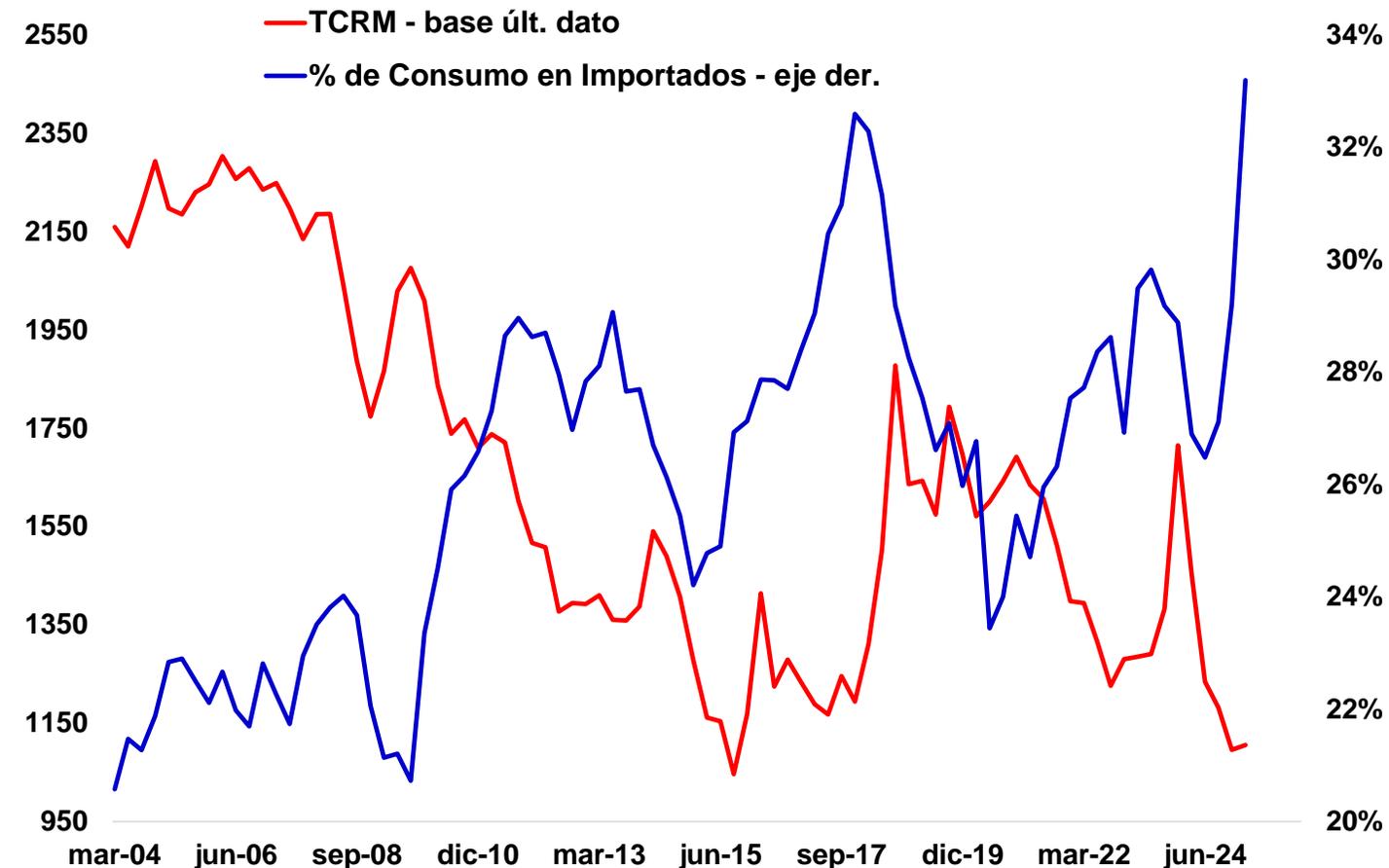
IV. Conclusiones

Efecto I: El consumo se vuelca hacia productos importados favorecido por un TCRM bajo y una mayor apertura comercial

El Gasto se redirecciona

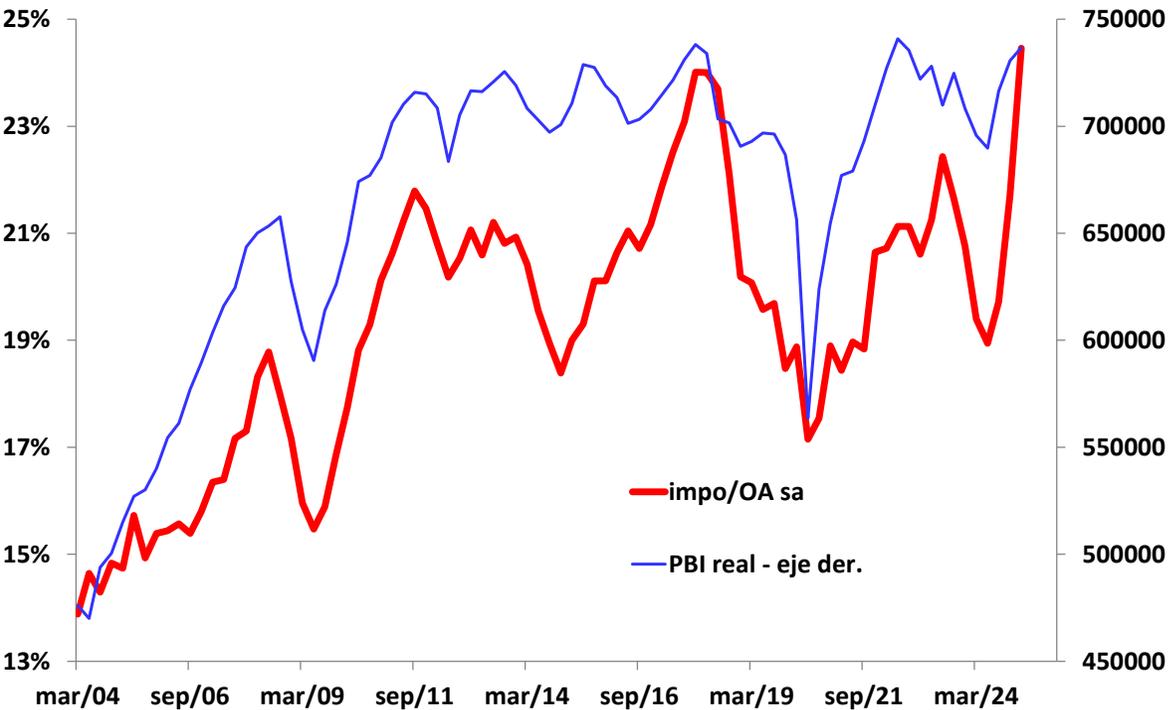
Var% a/a	jun-24	sep-24	dic-24	mar-25
Consumo privado	-8.5	-1.2	5.0	11.6
De Producción local	-4.4	2.2	4.8	3.1
De Producción externa	-18.9	-8.7	5.3	36.8
Inversión	-29.1	-16.5	2.2	31.8
De Producción local	-28.2	-14.4	-5.5	16.3
De Producción externa	-31.1	-21.5	25.2	64.7

Proporción del gasto de consumo que se destina a productos importados en % del consumo total

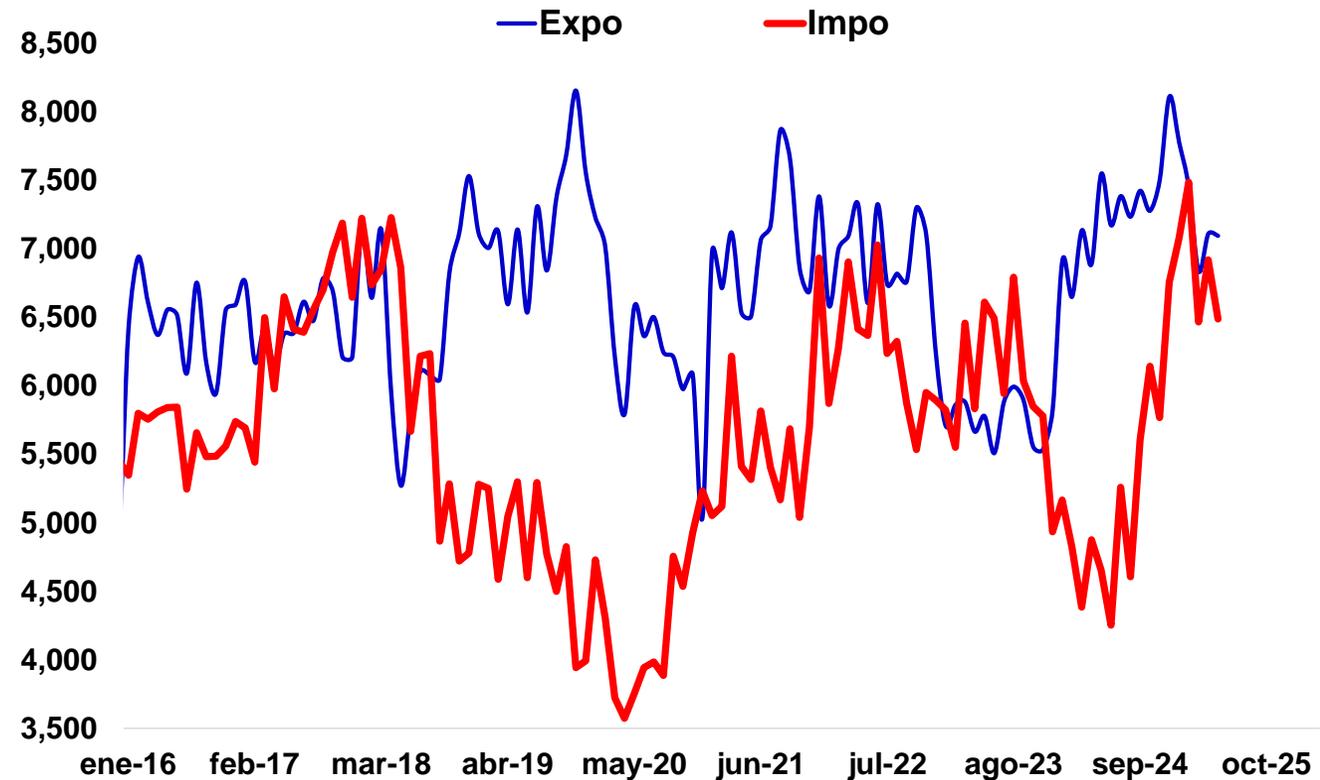


Efecto II: Los productos importados ganan participación en la oferta agregada con exportaciones estancadas

Oferta, PBI e Importaciones

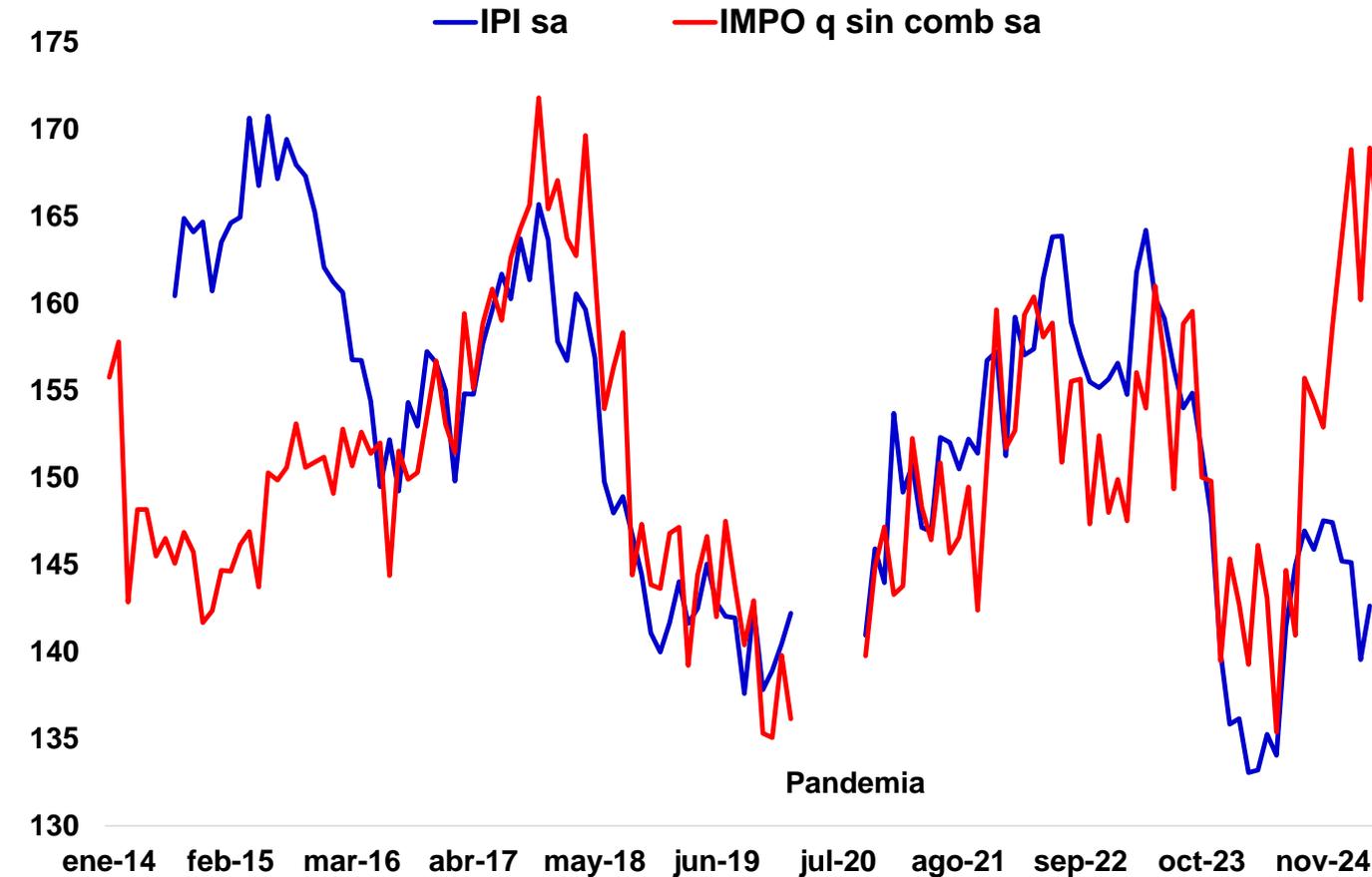


Exportaciones e Importaciones de bienes reales A precios de abril 2025, sin estacionalidad



La demanda de importaciones crece y la actividad industrial está amesetada

Producción industrial y Demanda de Importaciones
 Datos sin estacionalidad e importaciones sin combustibles



Actividad Industrial

Índice de Producción Industrial

Var % a/a	Abr-25 vs.	
	abr-24	abr-23
IPI Manufacturero	8.5	-9.4
Alimentos y bebidas	7.3	-2.1
Productos de tabaco	25.8	-6.8
Productos textiles	16.6	-14.2
Madera, papel, edición e impresión	5.1	-9.5
Refinación del petróleo, coque y combustibles	3.6	0.1
Sustancias y productos químicos	-0.3	-10.4
Productos de caucho y plástico	6.4	-17.8
Productos minerales no metálicos	27.3	-17.5
Industrias metálicas básicas	7.1	-13.6
Productos de metal	-7.0	-24.6
Maquinaria y equipo	19.6	-15.0
Otros equipos, aparatos e instrumentos	27.6	-16.4
Vehículos automotores, carrocerías, remolques	7.7	-6.9
Muebles y colchones, y otras industrias manufactureras	36.2	-10.7

Efecto 3: La recuperación económica tracciona escasa demanda de empleo

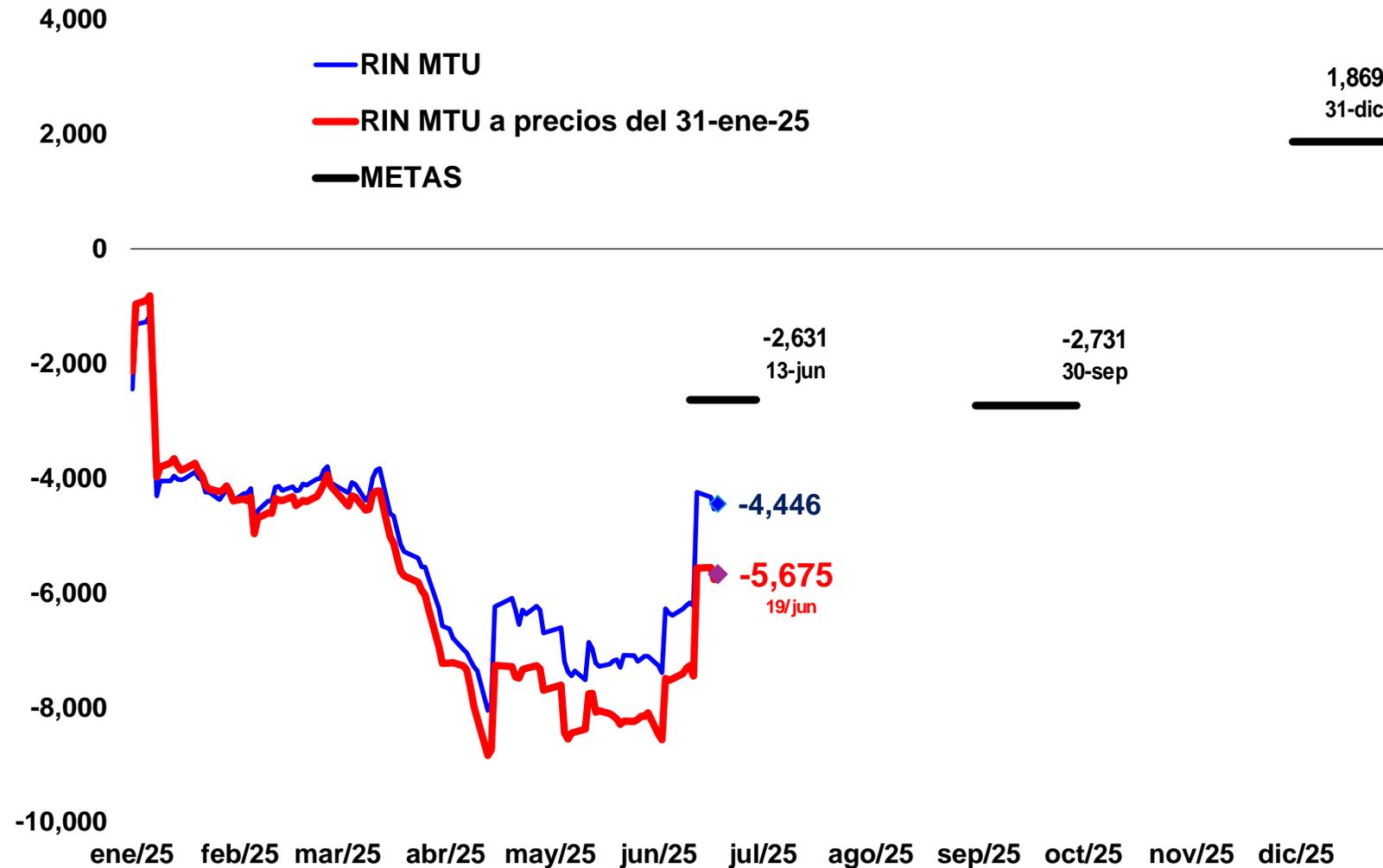
Mercado de trabajo: subió el desempleo en el IT-25

en miles o en %	mar-22	mar-23	mar-24	jun-24	sep-24	dic-24	mar-25	mar-25 / mar-24
Tasa de desempleo	7.0%	6.9%	7.7%	7.6%	6.9%	6.4%	7.9%	0.2%
Oferta de trabajo (I)	13,527	14,165	14,202	14,386	14,362	14,533	14,394	192
var% a/a	1.4%	4.7%	0.3%	2.9%	1.1%	1.3%	1.4%	
Salario real nivel	100.7	100.5	86.0	93.3	96.3	98.4	96.9	
Demanda de Trabajo (II)	12,584	13,191	13,114	13,298	13,368	13,596	13,259	145
var% a/a	5.0%	4.8%	-0.6%	1.5%	-0.2%	0.6%	1.1%	
PBI real var% a/a	6.9%	1.1%	-5.2%	-1.7%	-2.0%	2.1%	5.5%	
Salario privado real	0.9%	-0.2%	-14.5%	-6.0%	-3.7%	13.7%	12.8%	
Desempleo (III)	943	974	1,088	1,088	994	937	1,136	48

Demanda de Empleo	4.8%	-0.6%	1.5%	-0.2%	0.6%	1.1%
Asalariado privado	4.0%	-1.1%	-2.4%	-2.3%	-1.5%	-0.3%
Asalariado público	2.3%	0.7%	-0.7%	-1.3%	-1.7%	-1.0%
Autónomo	2.9%	3.0%	0.2%	-2.6%	2.9%	-4.7%
Monotributista	5.6%	8.2%	4.1%	4.8%	1.6%	1.7%

Efecto 4: El BCRA no acumuló reservas e incumplió la meta acordada con el FMI

Cumplimiento de las Metas acordadas con el FMI
Meta de Reservas Netas
Datos en u\$s M



Efecto: 5: El superávit primario camina hacia un nivel inferior al acordado con el FMI (sin medidas adicionales)

Sector Público Nacional - base caja

SPN \$ MM	may-25 \$ MM	may-24 \$ MM	Var.% a/a Real	5M-25 \$ MM	5M-24 \$ MM	Var.% nom	Var.% a/a Real	5M-25 % PBI	5M-24 % PBI	Var.pp PBI
INGRESOS	11,374	9,204	-13.9	52,031	33,801	53.9	-2.4	15.3	16.4	-1.1
Tributarios totales	10,408	8,486	-14.5	48,301	30,710	57.3	-0.3	14.2	14.9	-0.7
Tribut. sin ret.e imp PAIS	8,025	5,031	11.2	40,304	21,902	84.0	16.6	11.8	10.6	1.2
Der. s/exportaciones	661	742	-37.9	2,979	2,269	31.3	-16.8	0.9	1.1	-0.2
Impuesto PAÍS	0	563	-100.0	-6	2,814	-100.2	-100.1	0.0	1.4	-1.4
Ganancias	1,722	2,150	-44.2	5,024	3,725	34.9	-14.5	1.5	1.8	-0.3
Rentas de propiedad y otros	966	718	-6.2	3,729	3,091	20.7	-23.5	1.1	1.5	-0.4
GASTO PRIMARIO	9,677	6,872	-1.9	45,131	27,335	65.1	4.6	13.3	13.3	0.0
Prestaciones sociales	5,454	3,291	15.5	26,573	13,472	97.2	25.0	7.8	6.5	1.3
Salarios	1,275	939	-5.4	6,239	4,129	51.1	-4.2	1.8	2.0	-0.2
Bienes y Servicios	411	218	31.3	1,928	904	113.2	35.1	0.6	0.4	0.1
Planes sociales	838	708	-17.6	3,656	3,404	7.4	-31.9	1.1	1.7	-0.6
Subsidios económicos	734	1,107	-53.8	2,439	3,156	-22.7	-51.0	0.7	1.5	-0.8
Energía	482	948	-64.5	1,248	2,416	-48.3	-67.3	0.4	1.2	-0.8
Transporte y otros	248	151	14.4	1,151	681	69.1	7.2	0.3	0.3	0.0
Gastos de capital	191	201	-33.9	949	598	58.7	0.6	0.3	0.3	0.0
Transferencias a provincias	201	67	108.5	1,018	278	266.5	132.3	0.3	0.1	0.2
Déficit Empresas Públicas	573	340	17.6	2,330	1,395	67.0	5.8	0.7	0.7	0.0
Res PRIMARIO (FMI)	1,697	2,332	-49	6,900	6,465	7	-32.4	2.0	3.1	-1.1
Intereses netos	1,035	1,149	-37.2	4,356	4,131	5.4	-33.2	1.3	2.0	-0.7
RESULTADO FISCAL	662	1,184	-61.0	2,544	2,334	9	-30.9	0.7	1.1	-0.4

Memo Items: IPC Nacional, var %

43.5%

57.8%

META FMI ISem: \$6,070 mil M

Contabilizando los intereses capitalizados las cuentas fiscales serían deficitarias

RESULTADO FISCAL DEL GOBIERNO NACIONAL

Sector Público Nacional en % del PBI	2011	2015	2019	2023	2024	2025 May25 12M ac.	May25 12M ac. vs. 2023
Resultado primario	-0.5	-3.6	-0.4	-2.9	1.8	1.5	4.4
Intereses	0.9	1.3	3.4	1.7	1.5	1.2	-0.5
Resultado Fiscal - Gob Nacional	-1.4	-5.0	-3.8	-4.6	0.3	0.3	4.9

RESULTADO FISCAL CONSOLIDADO (Metodología Oficial)

Intereses del BCRA (Cuasifiscal)	0.04	0.03	3.2	8.5	1.9	0.1	-8.4
Resultado Fiscal Oficial	-1.4	-5.0	-7.0	-13.1	-1.6	0.2	13.3

RESULTADO FISCAL CONSOLIDADO (GOBIERNO NACIONAL + BCRA)

Intereses Capitalizados GN	0.0	0.0	0.0	0.0	2.6	5.3	5.3
Resultado Fiscal GN+BCRA	-1.4	-5.0	-7.0	-13.1	-4.2	-5.2	7.9

I. Claves del Escenario Económico

II. Argentina: ¿Seguirá el dólar barato?

- El mandato de la estabilidad avanza
- Agotamiento de la recuperación económica cíclica
- Dos interrogantes
- **Decisiones políticas económica recientes**

III. Escenario 2025-27 y Riesgos

IV. Conclusiones

Señales de política económica recientes: Se refuerza el objetivo desinflacionario (pese al acuerdo FMI)

Políticas	Medidas/decisiones:
Política de Ingresos	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Se inducen paritarias al 1% mensual. ✓ Se impulsan incrementos tarifarios menores al 1% mensual hasta mayo. Subieron 0.8% en abril, 1.7% en marzo, 1.9% en febrero y 3.3% en enero. ✓ Se reducen aranceles a las importaciones y trabas al comercio exterior.
Política Monetaria	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Se giraron utilidades del BCRA al Tesoro por \$12 b para remonetizar la economía con pesos. ✓ Se anuncia que M quedará fija y la tasa de interés será endógena.
Política Cambiaria	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Se intervino en el mercado de futuros para mantener estable el dólar (y que no suba). ✓ Se anuncia que se comprarán u\$s en el MULC sólo en el “piso” de la banda (y no en el centro). ✓ Se compran dólares dentro de la banda con deuda: emitiendo bonos en pesos contra dólares (y eventualmente, grandes “bloques” vendedores). ✓ Se elimina el plazo de permanencia de los capitales externos.
Política Fiscal	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Se eleva la meta de sup primario al 1.6% del PBI en 2025 vs 1.3% original (y vs 1.8% de 2024) ✓ Se busca ajustar aún más el gasto. Incluso podría haber ajustes tarifarios.
Política Tributaria	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Se impulsan estímulos impositivos para el uso de los “dólares del colchón” para remonetizar la economía con dólares.

I. Claves del Escenario Económico

II. Argentina: ¿Seguirá el dólar barato?

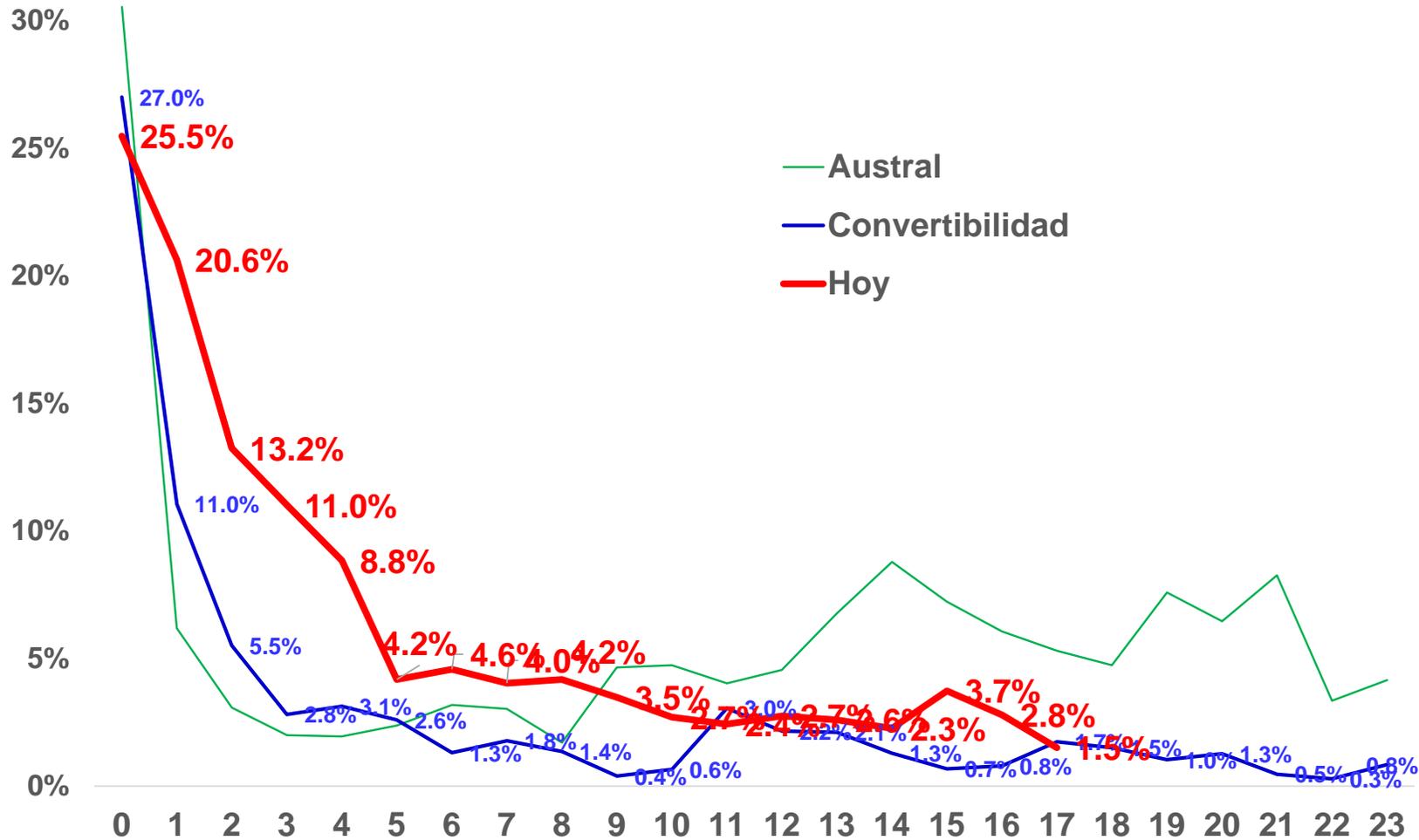
- El mandato de la estabilidad avanza
- Agotamiento de la recuperación económica cíclica
- Dos interrogantes
- Decisiones políticas económica recientes

III. Escenario 2025-27 y Riesgos

IV. Conclusiones

Prima el objetivo desinflacionario

Desinflación actual vs Plan Austral y Plan de Convertibilidad



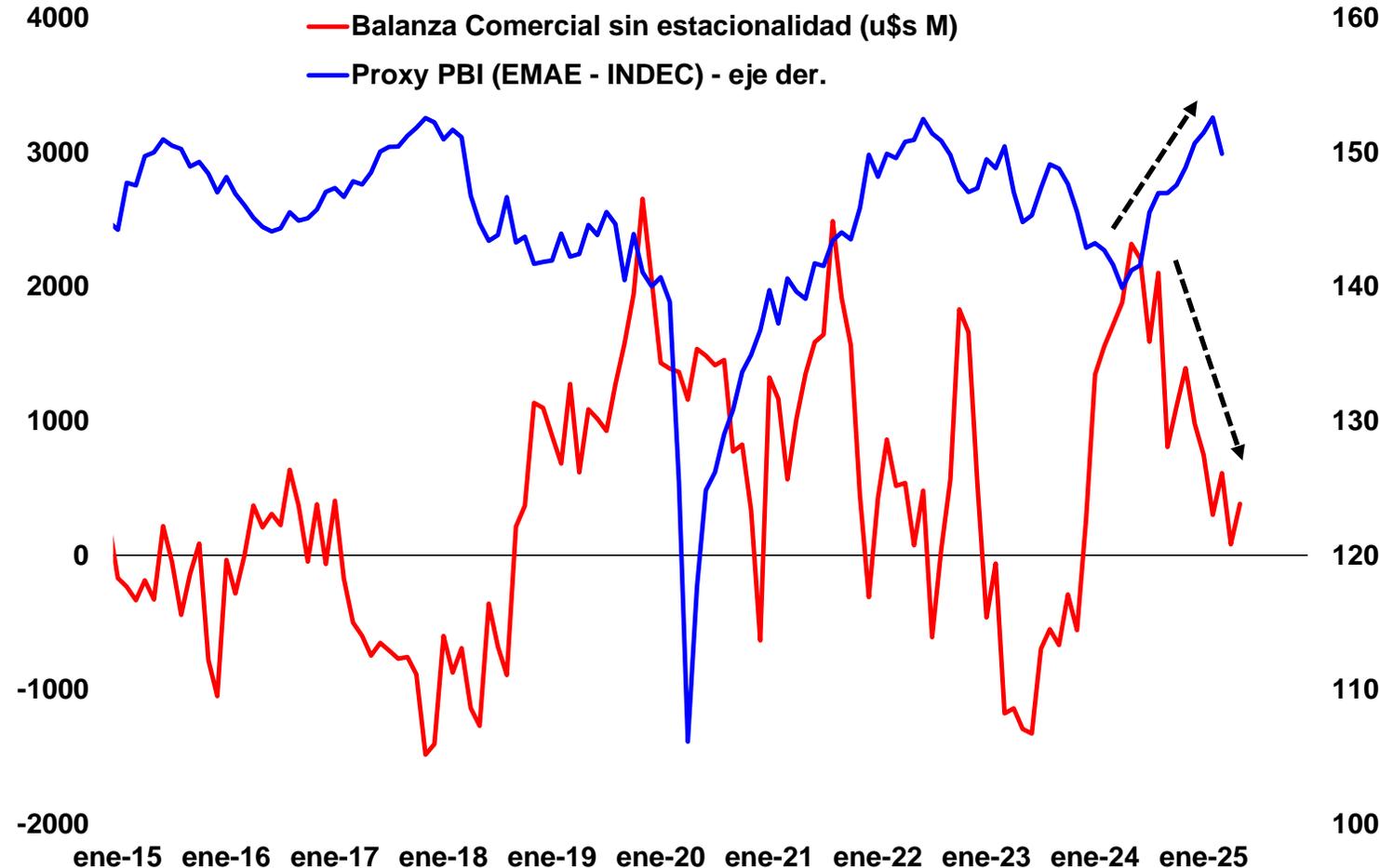
Vamos hacia un segundo semestre con menos oferta de dólares del agro (si el Gobierno no hace nada más)

Ritmo de liquidación alto h/ junio

u\$s M	Total liquidado a jun (e)	Valor Producción estimado	en %
2015	11,396	26,357	43%
2016	13,071	27,678	47%
2017	11,361	27,142	42%
2018	10,399	23,427	44%
2019	10,718	28,321	38%
2020	9,307	30,791	30%
2021	16,659	40,783	41%
2022	19,145	47,632	40%
2023	11,031	31,928	35%
2024	11,022	31,323	35%
2025	15,382	33,807	46%

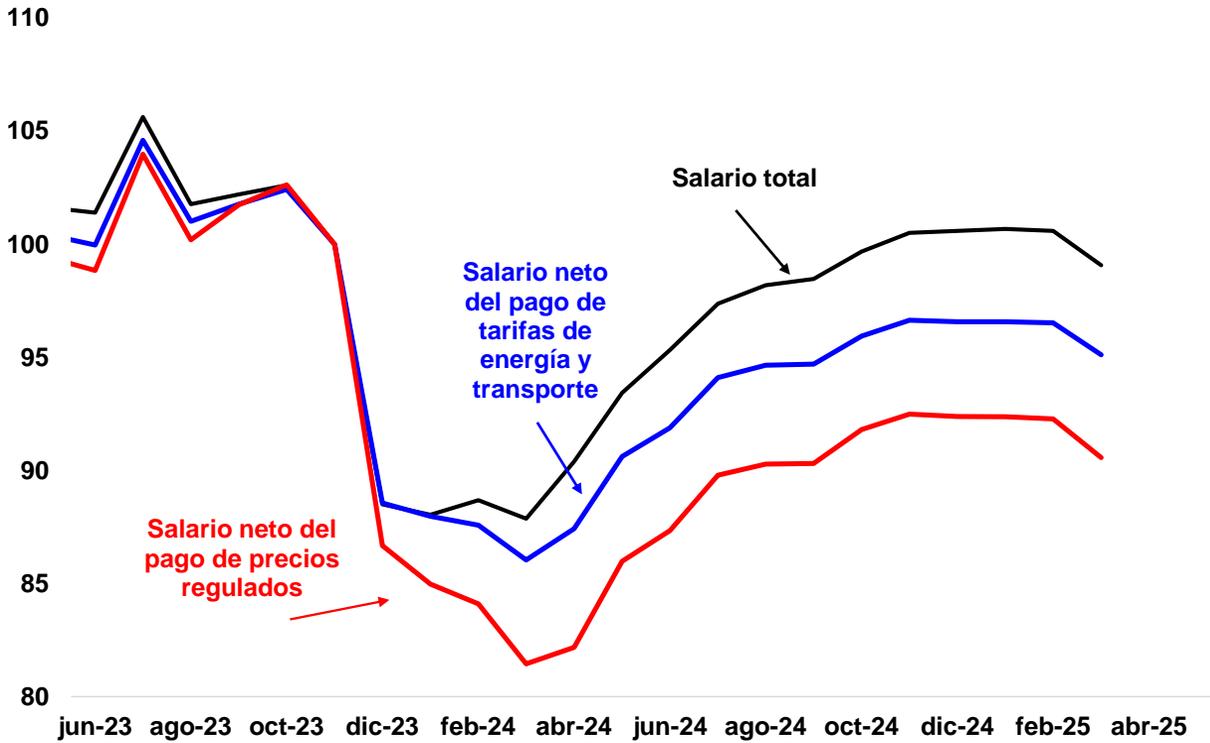
Superávit comercial y Nivel de Actividad Económica

Balanza comercial sin estacionalidad - Proxy PBI (EMAE del INDEC)

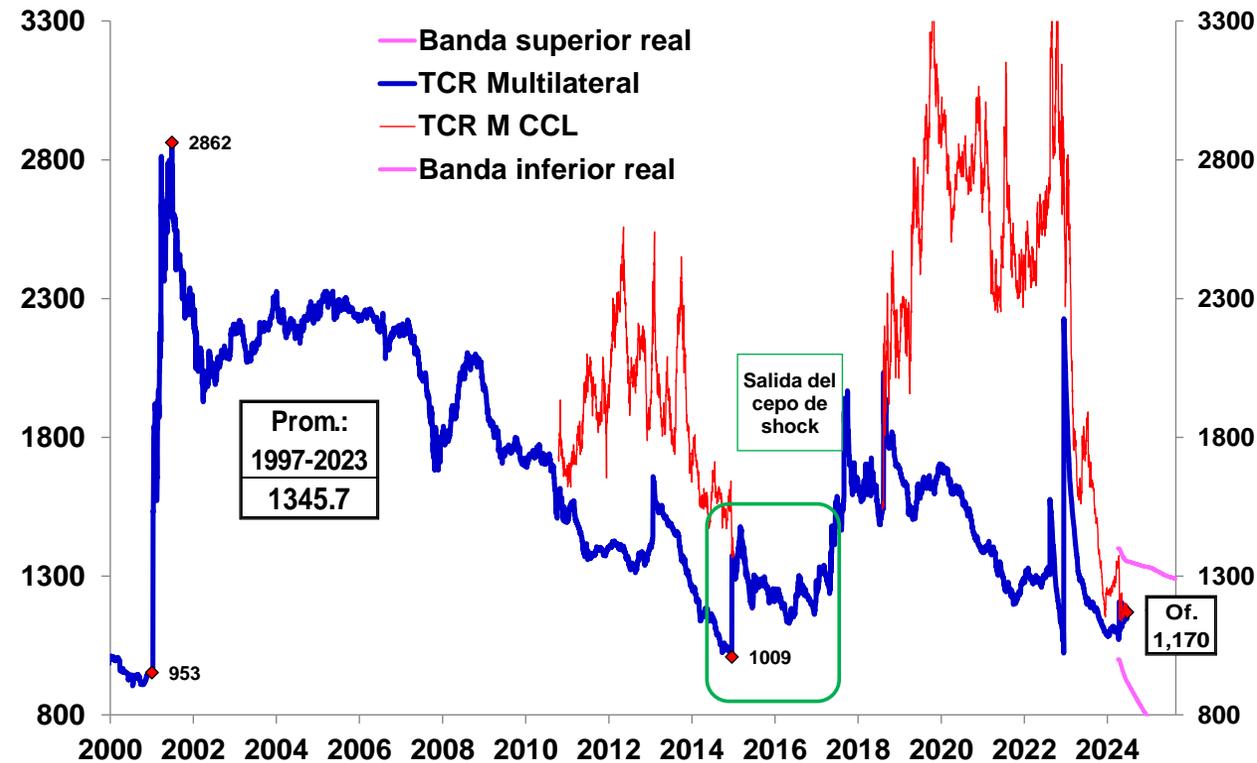


La política salarial tracciona poco y el tipo de cambio real es bajo en términos históricos

Salario y Gasto discrecional real de las familias
Estimado en base al salario privado formal y la canasta de IPC Nacional



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



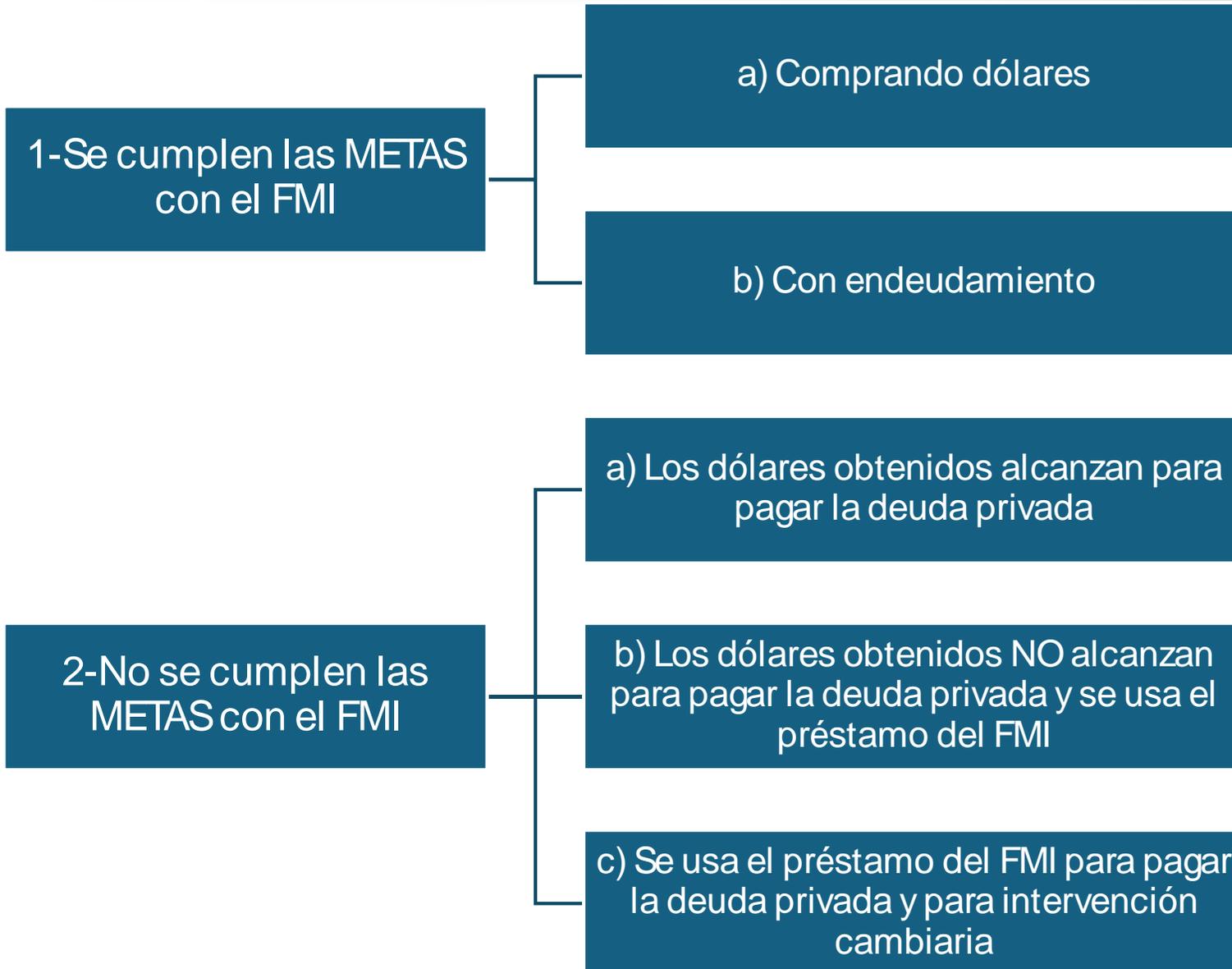
Sin compra de dólares en el MULC y con endeudamiento sería difícil cumplir con la meta acordada con el FMI

Ejercicio de Simulación de Reservas:

Con endeudamiento (colocación de bonos en \$ contra u\$s) y desembolsos del FMI

u\$sM	RIN	RIN	META	Desvío	Vtos de deuda del Tesoro en bonos u\$s	Vtos de deuda del BCRA BOPREAL en u\$s	Programa de colocación de deuda \$	RIN	Desvío con colocaciones de deuda en \$	Saldo depósitos en dólares sin desembolsos FMI	Desembolsos FMI	Saldo depósitos en dólares
	a precios corrientes	a precios del acuerdo	FMI					a precios del acuerdo				
	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
13-jun	-4,244	-5,566	-2,631	-2,935	42	167	500	-5,274		4,378		4,378
31-jul					4,376	0	1,000	-8,651		1,002	2,070	3,071
31-ago					3	45	1,000	-7,698		1,999		4,069
30-sep			-2,731	-2,835	221	0	1,000	-6,919		2,778		4,848
31-oct					7	38	1,000	-5,964		3,771		5,840
30-nov					5	1,045	1,000	-6,014		4,766		6,836
31-dic			1,869	-7,435	37	0	1,000	-5,051	6,920	5,729	1,033	8,831
31-ene					4,361	0	1,000	-8,412		2,368		5,470

Escenarios de acumulación de reservas del BCRA



La necesidad de dólares de la economía de los próximos años luce muy elevada

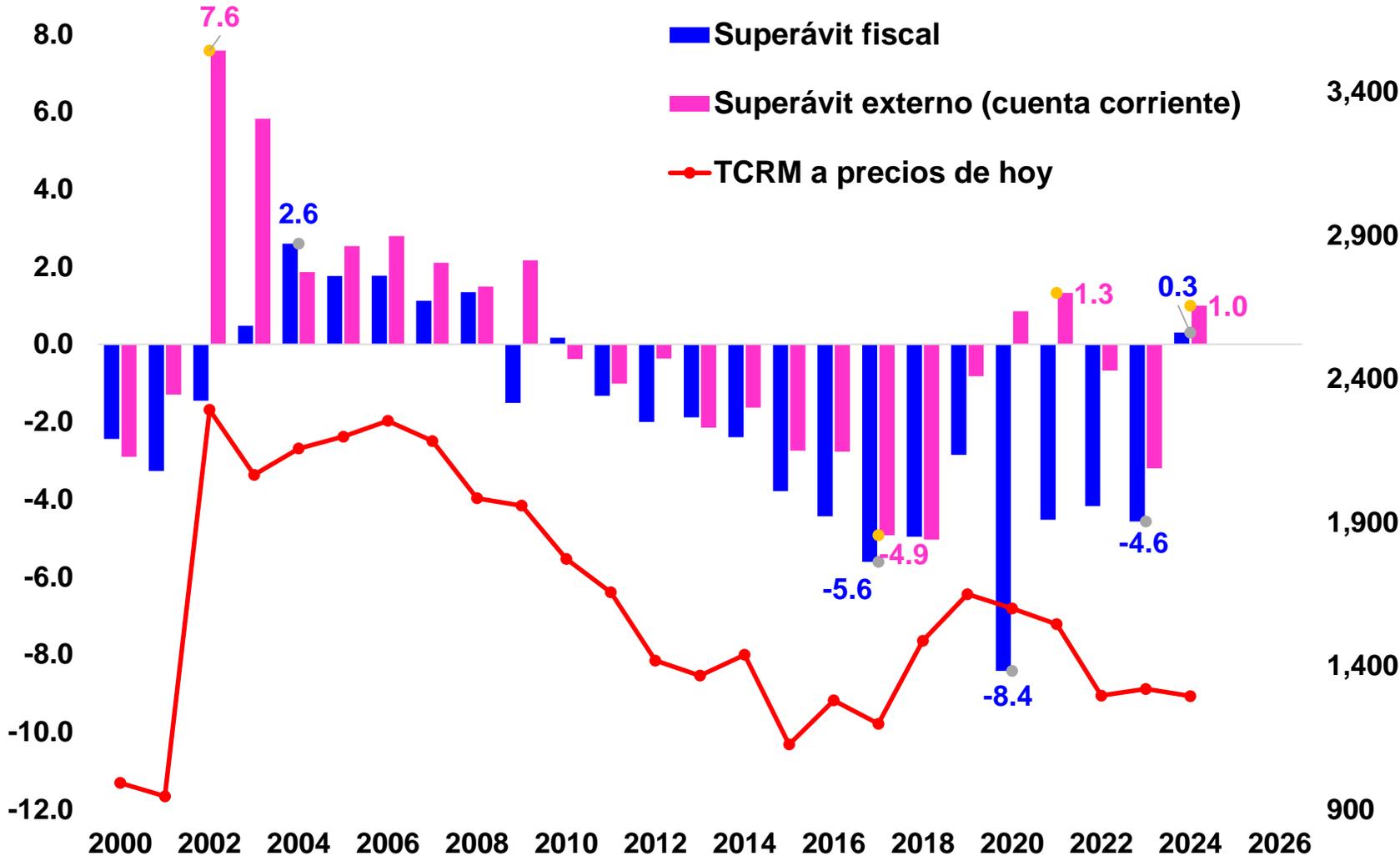
Balance Cambiario y Reservas BCRA: Simulaciones

	2024	2025	2026	2027
Cuenta Corriente Caja	1,695	-13,905	-16,195	-17,473
Bienes	18,677	4,045	618	505
Exportaciones	66,897	81,645	84,883	92,522
Importaciones	48,220	77,600	84,265	92,017
Servicios reales	-4,875	-8,270	-5,805	-6,487
Exportaciones	8,856	11,901	14,971	16,138
Importaciones	13,731	20,171	20,776	22,625
Intereses netos	-11,850	-9,436	-10,663	-11,113
Deuda pública	9,655	7,019	7,264	7,379
Deuda privada	3,160	3,262	3,382	3,800
Utilidades y otros	-257	-244	-345	-379
Compra de dólares billete (FAE)	847	-16,516	-14,549	-15,538
NECESIDAD DE DÓLARES	-2,542	30,421	30,744	33,011
Vtos de deuda pública de bonos			11,575	12,202
NECESIDAD DE DÓLARES BRUTAS			42,319	45,213

	2016	2017	2018
	-15,496	-17,387	-11,271
	8,122	3,851	8,206
	58,122	58,424	50,880
	50,000	54,573	42,674
	-8,920	-10,819	-9,316
	9,526	9,603	7,870
	18,446	20,422	17,186
	-11,990	-8,603	-9,282
	11,758	7,955	9,588
	2,182	2,768	2,403
	-2,708	-1,816	-879
	-11,285	-17,812	-18,026
	26,781	35,199	29,297

Lejos de los superávits gemelos de la salida de Convertibilidad que recompusieron reservas y crédito externo, pero mayores a los de Macri

Superávits Gemelos y Tipo de Cambio Real en % del PBI



Superávit Gemelos

%PBI	Rtdo Fiscal	Rtdo Externo	TCRM a precios de hoy
1973-76	-9.4	0.3	2,446
1980-84	-9.2	-2.6	2,023
1998-01	-2.4	-3.1	1,011
2003-06	1.7	3.3	2,168
2016-18	-5.0	-4.2	1,322
2023	-4.6	-3.2	1,319
2024	0.3	1.0	1,294
2025	0.3	-2.1	1,294

I. Claves del Escenario Económico

II. Argentina: ¿Seguirá el dólar barato?

- El mandato de la estabilidad avanza
- Agotamiento de la recuperación económica cíclica
- Dos interrogantes
- Decisiones políticas económica recientes

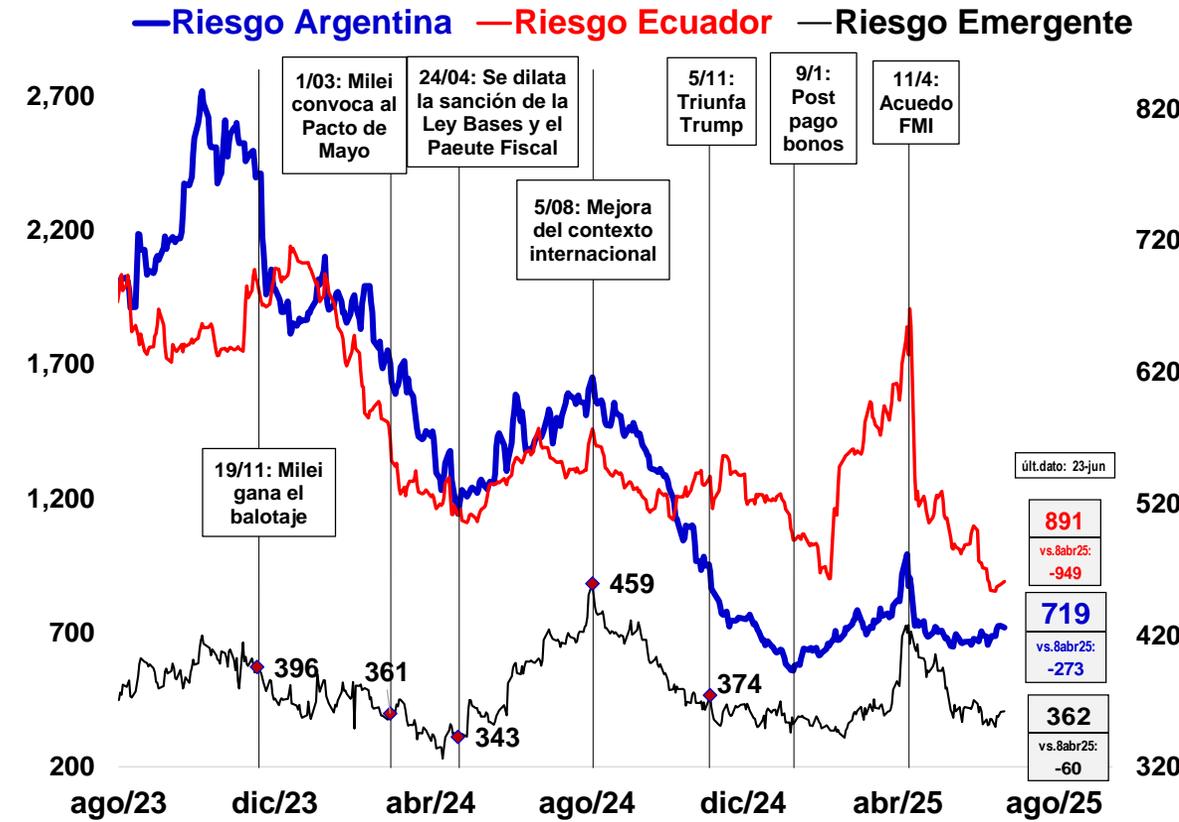
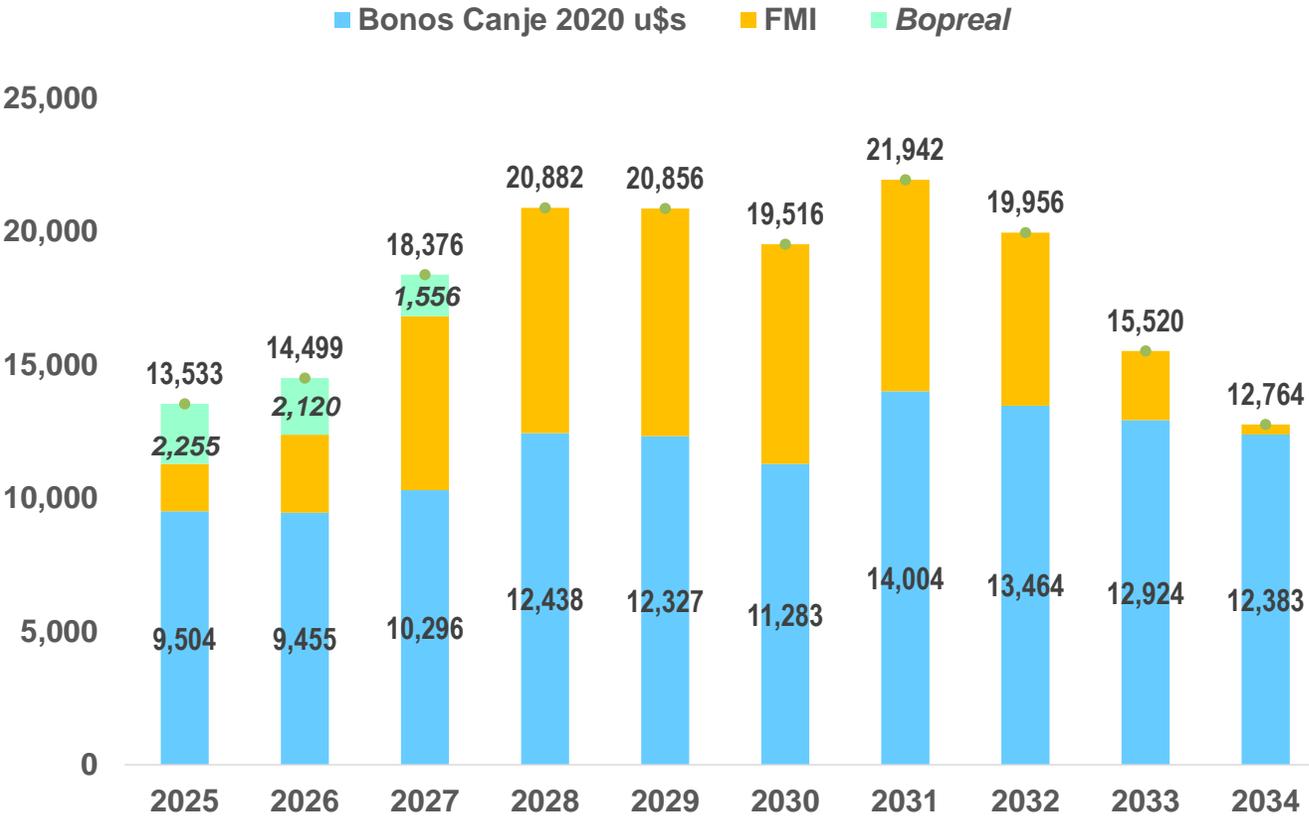
III. Escenario 2025-27 y Riesgos

IV. Conclusiones

Hay elevados vencimientos en los próximos años y aún no se logró un re acceso fluido al mercado de deuda externa

Vencimientos de deuda del Tesoro y el BCRA en dólares

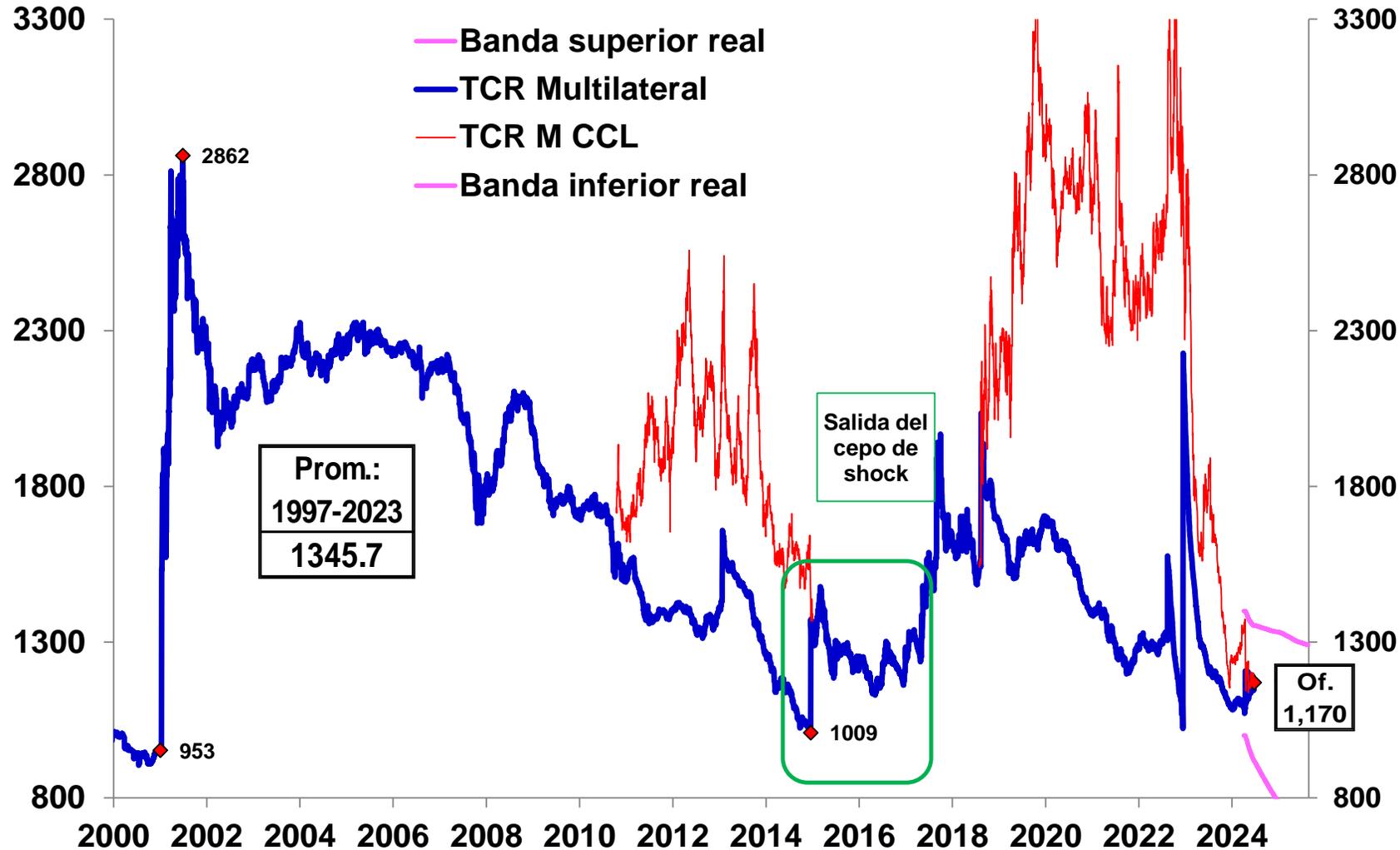
(capital e interés, incluye FMI, Bonos del Canje de 2010 del Tesoro y Bopreal del BCRA)



El tipo de cambio real logró un primer equilibrio bajo en términos históricos

SIMs con TCR Multilateral

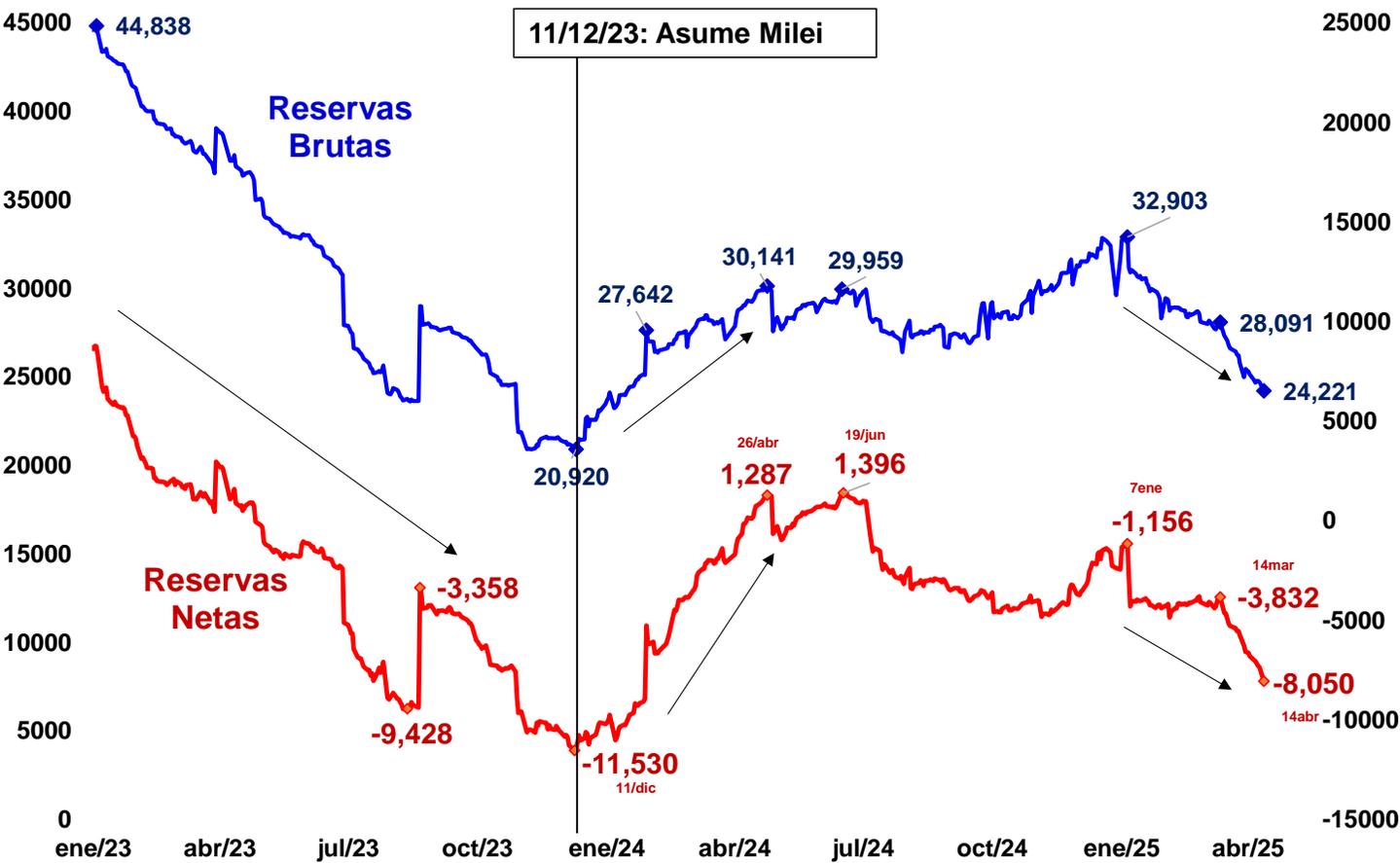
Dólar y Tipo de Cambio Real Multilateral TCReal Multilateral Oficial y CCL GGAL - BCRA



TC multilateral	TCN	TCR Multi
17/12/15	14	1370
29/2/16	16	1475
30/6/17	17	1200
31/12/17	19	1243
11/8/23	287	1312
14/8/23	350	1573
17/11/23	354	1138
10/12/23	364	1094
12/12/23	367	1020
13/12/23	800	2211
23/6/25	1167	1167
30/6/25	1170	1167
30/9/25	1206	1148
31/12/25	1243	1131
2003-05		2193
2016		1232
2017		1207

Una dinámica de reservas brutas y netas en baja y acelerándose en el margen

Reservas Brutas y Netas del BCRA Datos diarios desde enero 2022



Explicación de la dinámica de Reservas del BCRA

Datos en u\$s M	Gestión Milei	Dinámica reciente I
	14/4/25 vs. 11/12/23	14/4/25 vs. 10/1/25
Reservas Brutas - variación:	3,012	-6,817
Compra de dólares en el MULC	22,959	612
Encajes bancarios	3,109	-2,865
Pago de deuda del Gobierno Nacional	-15,829	-2,338
Organismos internacionales	-5,569	-1,487
Títulos Públicos	-10,260	-851
Pago de deuda del BCRA (BIS, Bopreal, etc)	-6,779	-2,037
Intervención cambiaria en el MEP/CCL	-3,298	-2,273
Otros (valuación)	2,850	2,084
Pagos de deuda + Intervención MEP/CCL	-25,906	-6,649

I. Claves del Escenario Económico

II. Salida (parcial) del cepo: ¿TMAP?

- Salida del cepo sin traslado a precios
- Pero con un tropezón en la actividad económica en marzo

III. El Programa con el FMI y el "Blanqueo 2.0"

- Capacidad de disuasión en el corto plazo
- Decisiones políticas económica recientes

IV. Escenario 2025-27 y Riesgos

V. Conclusiones

¿Vamos hacia superávits gemelos de salida de Convertibilidad que permitieron recomponer reservas y el crédito externo?

Gobierno	Resto (FMI)
<ul style="list-style-type: none">• Con TC flotante ya no es tan necesario contar con Reservas en el BCRA. Por tanto, no es necesario acumular RIN.• Si tengo equilibrio fiscal, cae D/PBI y el riesgo país. Por tanto, tarde o temprano se recupera el acceso al crédito externo voluntario.• Encima, tras el acuerdo hay reservas, lo cual ayuda en la transición.	<ul style="list-style-type: none">• Con acumulación de RIN y cuando los acreedores vean muchos dólares en las reservas, van a volver a ofrecer crédito externo.

POLÍTICA MONETARIA Y CAMBIARIA: No luce consistente con las metas acordadas con el FMI

	MULC			Política del BCRA y Tesoro ^(e)			Tasas implícitas dólar futuro*				Tasas de interés en pesos*			Tasas de mercado			Riesgo Argentino
	Dólar mayorista	Compra de u\$s del BCRA	Vol. MULC	En el mercado de CCL	En el mercado de deuda local	Financiamiento Neto	Dólar may25	Dólar jun25	Dólar dic25	Vol. ROFEX	Lecap may25	Lecap jun25	Boncap dic25	Caución 1 día	Activa Prime	Pasiva TAMAR	
7-feb	1,053	140	514	27	-33		21%	22%	24%	1,452	29%	30%	29%	24%	36.0%	31.2%	660
14-mar	1,066	-474	1,135	-20	9	138	33%	31%	32%	1,788	33%	34%	36%	25%	35.1%	31.3%	738
17-mar	1,068	-56	502	54	-53		35%	33%	33%	488	34%	35%	37%	24%	35.3%	31.4%	749
18-mar	1,068	-215	520	-16	-45		68%	52%	39%	1,642	41%	45%	43%	25%	35.5%	31.8%	790
19-mar	1,069	-186	448	-45	-3		63%	50%	38%	2,067	36%	37%	37%	26%	36.1%	31.8%	764
20-mar	1,069	-77	261	-100	48		53%	45%	36%	1,452	36%	37%	40%	26%	36.0%	31.9%	763
21-mar	1,069	-196	495	10	-12		59%	48%	36%	1,181	36%	37%	42%	26%	37.0%	31.9%	767
25-mar	1,071	-109	428	65	-59		63%	52%	38%	945	40%	40%	44%	30%	36.2%	31.8%	757
26-mar	1,071	-48	352	-1	0		52%	47%	38%	1,603	40%	40%	44%	26%	35.9%	31.9%	769
27-mar	1,071	-84	471	20	-105	-13	56%	46%	40%	1,096	39%	39%	43%	22%	35.6%	31.9%	763
28-mar	1,071	-192	587	-36	5		69%	56%	43%	1,072	35%	36%	42%	26%	35.7%	32.2%	801
31-mar	1,073	-143	493	-112	47		71%	59%	48%	2,506	35%	36%	42%	26%	36.0%	32.1%	819
1-abr	1,073	53	439	-174	101		57%	51%	44%	651	34%	35%	40%	26%	36.1%	32.4%	822
3-abr	1,074	-10	186	-74	-37		56%	53%	44%	627	36%	36%	41%	26%	37.1%	32.3%	858
4-abr	1,073	-31	330	22	-81		51%	59%	45%	710	35%	38%	43%	29%	37.0%	32.4%	918
8-abr	1,076	-60	312	-136	77		86%	77%	51%	618	44%	46%	50%	26%	37.3%	32.7%	993
9-abr	1,076	-165	362	-287	188		93%	79%	52%	1,399	41%	43%	51%	45%	38.2%	32.7%	873
10-abr	1,077	-62	280	-59	10		161%	99%	52%	1,361	49%	50%	48%	27%	38.5%	33.1%	906
11-abr	1,074	-398	859	-54	239		171%	108%	54%	955	46%	47%	41%	34%	44.5%	40.5%	875
14-abr	1,198	0	547	-355	773	1,608	49%	41%	34%	1,481	55%	55%	43%	35%	53.9%	48.1%	726
15-abr	1,200	0	413	45	41		41%	36%	31%	605	47%	47%	40%	34%	52.6%	44.2%	732
16-abr	1,122	0	576	82	-36		36%	37%	25%	1,554	31%	31%	36%	22%	53.6%	37.3%	744
21-abr	1,094	0	564	56	-77		34%	30%	38%	1,573	35%	36%	36%	23%	45.1%	33.0%	744
22-abr	1,104	0	541	-1	-25		40%	40%	37%	1,156	36%	37%	37%	23%	41.7%	31.9%	705
23-abr	1,168	0	645				33%	35%	38%	1,414	35%	36%	38%	25%	40.0%	32.1%	693
24-abr	1,174	0	898			2,242	27%	29%	29%	1,712	35%	35%	37%	24%	38.1%	31.5%	685
25-abr	1,170	0	684				29%	30%	30%	1,621	32%	34%	35%	24%	38.1%	31.6%	692

POLÍTICA MONETARIA Y FINANCIERA: Con la necesidad de calibrar la tasa en fn financiamiento fiscal y el “carry trade” comercial

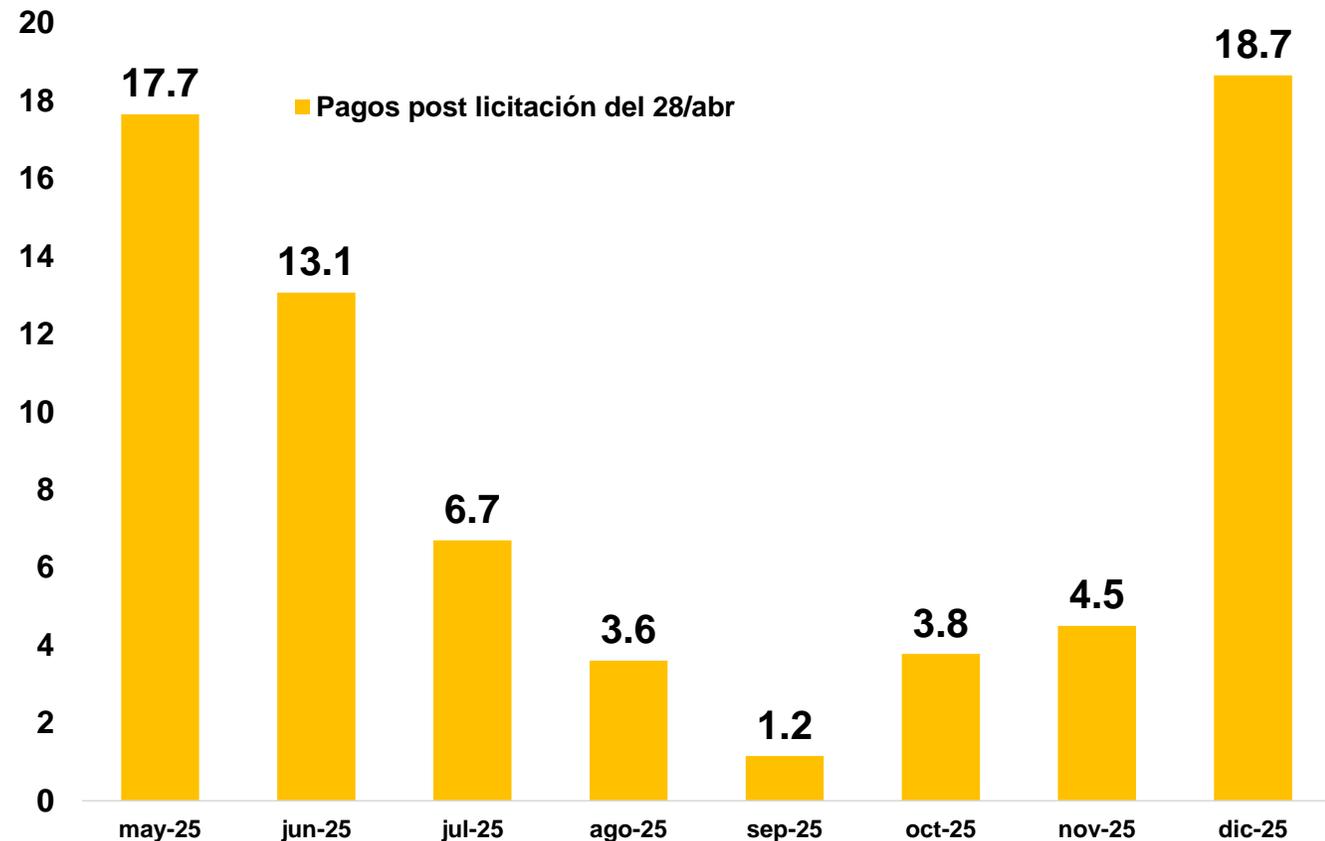
Últimas licitaciones del Tesoro

Fecha	Monto colocado	Vencimientos	Rollover		Plazo promedio	Tasa de interés LECAP	
	\$ B	\$ B	\$ B	%	Días	Plazo < 90 días	Plazo > 90 y < 180 días
11/sep/24	6.99	7.00	-0.01	100%	193	s/c	56.53%
26/sep/24	4.78	7.10	-2.32	67%	188	55.55%	59.22%
09/oct/24	5.91	5.07	0.84	117%	273	s/c	58.27%
29/oct/24	0.89	1.60	-0.71	56%	469	s/c	s/c
07/nov/24	1.53	2.90	-1.37	53%	545	s/c	s/c
27/nov/24	5.81	4.22	1.59	138%	344	s/c	41.75%
11/dic/24	5.40	6.08	-0.67	89%	249	s/c	41.42%
15/ene/25	3.49	1.69	1.80	206%	399	s/c	s/c
29/ene/25	6.60	8.79	-2.19	75%	551	32.03%	s/c
12/feb/25	5.20	6.55	-1.35	79%	164	34.91%	33.16%
26/feb/25	4.42	2.68	1.74	165%	73	35.62%	34.93%
12/mar/25	4.46	4.60	-0.14	97%	92	36.92%	34.45%
27/mar/25	6.29	6.27	0.01	100%	73	39.19%	39.29%
14/abr/25	5.02	6.62	-1.61	76%	89	54.62%	45.43%
24/abr/25	5.23	7.47	-2.24	70%	177	s/c	37.84%

El 25/4: el BCRA le transfirió \$11.7 B al Tesoro para cancelar deuda

Vencimientos de deuda local del Gobierno Nacional

Datos en billones de pesos



I. Claves del Escenario Económico

II. Salida (parcial) del cepo: ¿TMAP?

III. El Programa con el FMI y el "Blanqueo 2.0"

- Lógica y supuestos macro y metas
- La política económica inicial del Gobierno

IV. ¿Se resolvió el problema que nos trajo a la Fase 3?

V. Escenario 2025- ¿y ahora qué?

VI. Conclusiones

Donde con menos inflación aumenta la demanda de crédito al sector privado y el BCRA la convalida

Balance del Sistema Financiero

En \$ MM ctes	19-feb-25	19-mar-25	Var \$MM	Var %	22-feb-23	20-mar-23	Var \$MM	Var %
BANCOS								
Activos	129,007	136,567	7,559	5.9%	23,356	23,945	589	2.5%
Encajes	10,919	11,421	502	4.6%	1,627	1,417	-210	-12.9%
Gobierno+BCRA	60,868	64,504	3,635	6.0%	14,479	15,004	525	3.6%
Leliqs y Pases	0	0	0	#¡DIV/0!	11,170	11,826	656	5.9%
LEFI	13,772	11,108	-2,664	-19.3%	0	0	0	#¡DIV/0!
Bonos + Pr Púb.	47,096	53,396	6,300	13.4%	3,309	3,178	-131	-4.0%
Préstamos priv	57,220	60,642	3,422	6.0%	7,250	7,525	274	3.8%
Pasivos	129,007	136,567	7,559	5.9%	23,356	23,945	589	2.5%
Depo priv	77,956	79,645	1,689	2.2%	16,869	17,602	733	4.3%
Vista	36,304	37,259	955	2.6%	8,411	8,230	-181	-2.1%
PF	41,653	42,386	733	1.8%	8,458	9,372	914	10.8%
Depo Púb	23,710	23,763	53	0.2%	3,362	3,312	-50	-1.5%
Resto	27,341	33,158	5,818	21.3%	3,125	3,031	-94	-3.0%

Llegamos a la salida del cepo con un problema del sector externo: Con un stock de reservas brutas y netas muy bajas

Reservas Brutas, Netas y Líquidas del BCRA

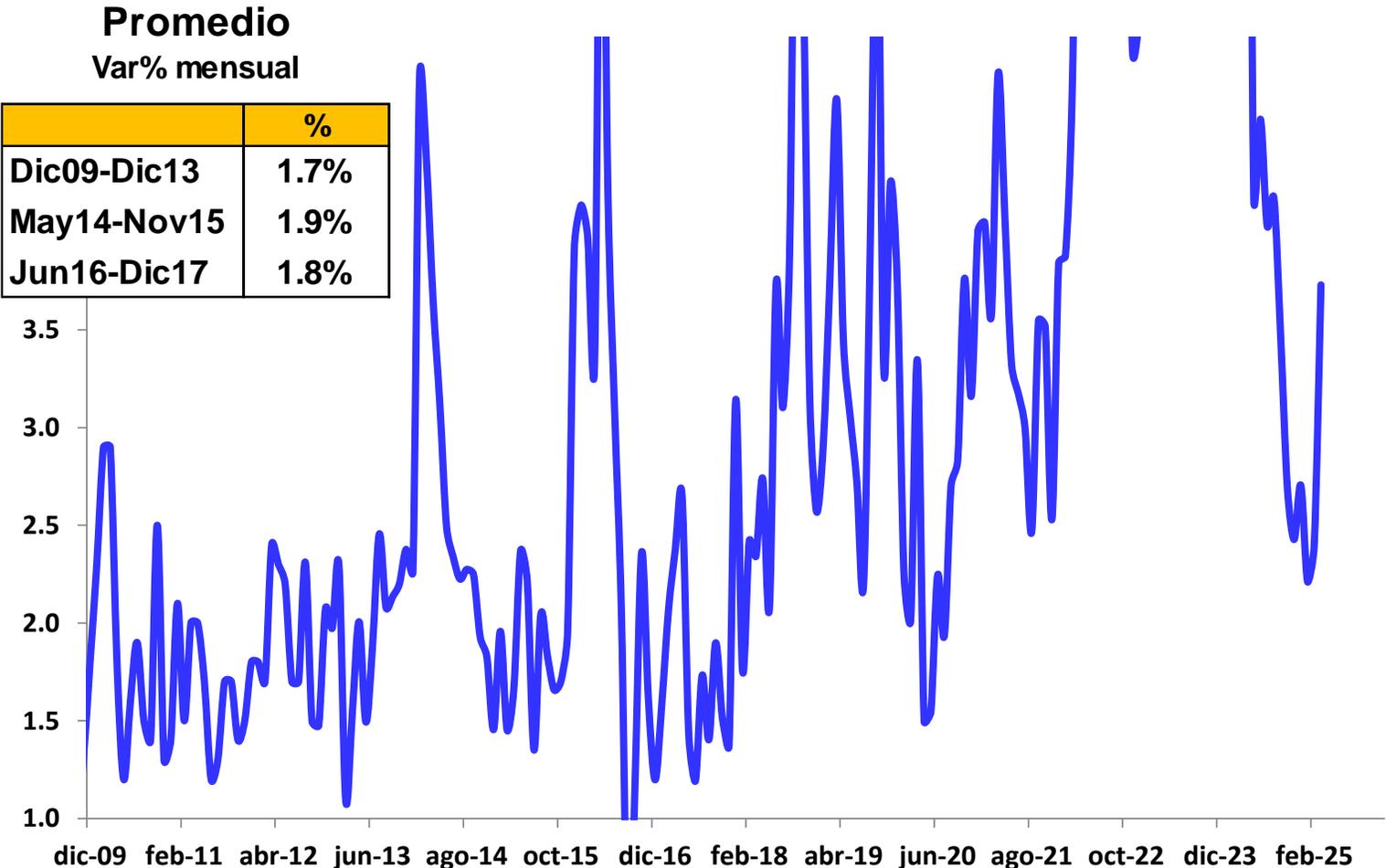
u\$s M	07/12/23 Día previo asunción de Milei	30/12/24 Fin Dic 24	11/04/25 Pre-acuerdo FMI	23/05/25 Últ.dato	Acum. dde el 14/04/25 Var% últ dato vs. 10/01	Acum. 2025 Var% últ dato vs. 10/01
Reservas Brutas	21,209	29,640	24,704	38,425	13,721	8,785
Oro certificado	2,817	3,628	4,126	4,596		
Oro no certificado	1,207	1,555	1,768	1,970		
DEGs	68	5	5	12,123		
Swap Chino no activado	13,299	13,017	13,031	13,190		
Depósito en el BIS	3,001	0	0	0		
SEDESA títulos	1,832	1,946	1,946	1,832		
Reservas Líquidas Totales *	817	11,434	5,774	18,669	12,895	7,234
Encajes	9,460	12,237	12,289	13,222		
Resto Reservas Líquidas	-8,643	-803	-6,515	5,447		
Pasivos Brutos	32,488	31,993	32,063	33,214	1,150	1,220
Encajes Bancarios	9,460	12,237	12,289	13,222		
Swap China	18,196	17,810	17,829	18,046		
Swap BIS	3,001	0	0	0		
SEDESA	1,832	1,946	1,946	1,946		
Prestamo puente						
Desembolsos netos FMI programa 2025				12,123		
Bopreal 2025 (el FMI lo excluye de la meta)		2,545	2,857	2,693		
Reservas Netas Acuerdo FMI (a precios ctes)		-2,353	-7,359	-6,912		
Reservas Netas Viejas	-11,279	-2,353	-7,359	5,211		
Reservas Netas V s/Bopreal	-11,279	-4,898	-10,216	2,518	12,734	7,416
RIN con Bopreal	-11,279	-7,443	-13,073	-175	12,897	7,267

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

¿Con la nueva política monetaria y cambiaria, puede bajar más la tasa de inflación?

Tasa de inflación mensual

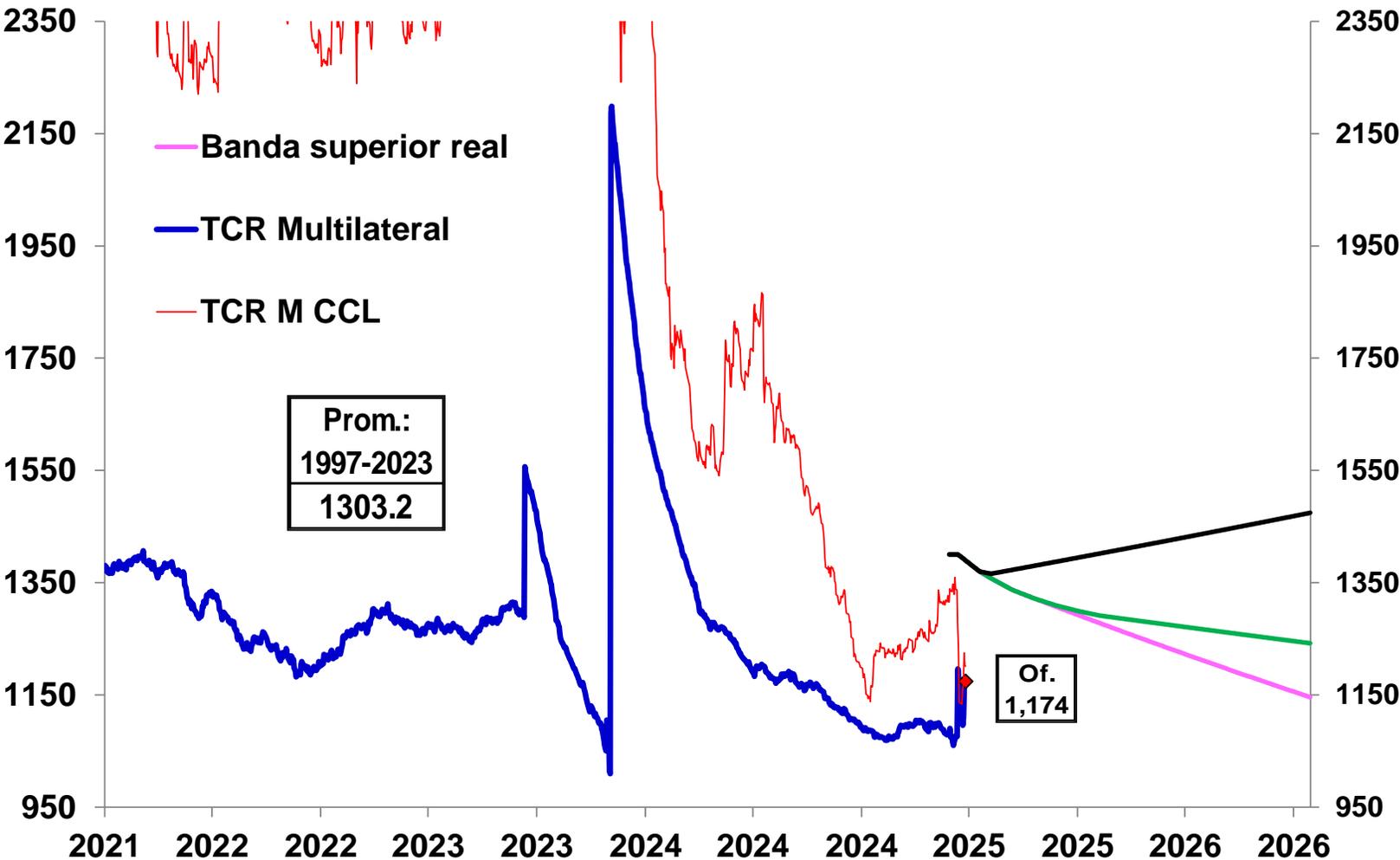
Datos 2009 - 2025 - Var% m/m



Un escenario de estancamiento inflacionario condicionaría el éxito del programa



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



Techo de la Banda con inflación ... Simulaciones 2025

	Inflación		
	Oficial	En baja	Estancada en 2.7%
ene-25		1,097	
feb-25		1,090	
mar-25		1,080	
abr-25	1,385	1,385	1,385
may-25	1,366	1,358	1,358
jun-25	1,373	1,337	1,337
jul-25	1,380	1,322	1,322
ago-25	1,387	1,309	1,307
sep-25	1,394	1,300	1,293
oct-25	1,402	1,291	1,278
nov-25	1,409	1,286	1,264
dic-25	1,417	1,281	1,249
ene-26	1,424	1,276	1,235
feb-26	1,431	1,271	1,223
mar-26	1,438	1,266	1,209

Alternativas de política económica

Reseteo: Superávit Fiscal y Externo con acumulación de Reservas y TCR alto.

Flotación “pura”: Fortalecemos Reservas con desembolsos del FMI.

Flotación “light”: sigue el crawl pero con bandas que se amplían. “Fondos frescos” limitados para la transición.

Programa en dos etapas: continuidad con leves cambios. Pocos “fondos frescos”.

Con el efecto expansivo del blanqueo sobre las reservas agotado

Balance Cambiario y Reservas BCRA

salida blanqueo agotam.

u\$s M	Dic-May	Ago-Dic24	Ene-Mar25
	Prom.Mensual	Prom.Mensual	Prom.Mensual
Cuenta Corriente Caja	2,021	-1,115	-1,397
Bienes	3,031	505	279
Exportaciones	5,194	5,803	5,860
Importaciones	2,163	5,298	5,580
Servicios reales	-149	-613	-1,008
Exportaciones	656	811	951
Importaciones	806	1,424	1,959
Turismo neto	530	843	1,235
Intereses netos	-856	-1,003	-658
Deuda pública	711	760	537
Deuda privada	236	274	283
Utilidades y otros	-6	-4	-10
Cuenta capital y financiera	-888	1,654	-155
Compra de dólares billete (FAE)	39	92	127
Efecto directo del Blanqueo (y otros)	570	1,610	479
Suba de billetes u\$s en bancos (-)	-27	-966	1,189
Suba de depósitos u\$s en bancos	597	2,576	-710
Deuda privada	97	929	1,379
Inversión Extranjera Directa	76	-81	-377
FMI	-23	0	0
Otros org.internacionales y bilaterales	-647	391	49
Intervención CCL BCRA	-23	-192	-561
Gobierno / BCRA/ Bonos - Repo	-7	-157	-1,174
Otros movimientos	-970	-938	-78
Ajustes por valuación	59	43	325
Variación de Reservas Brutas	1,192	648	-1,551
<i>Stock Reservas Brutas, fp</i>	21,513	28,664	29,612
<i>Stock Reservas Netas, fp</i>	-10,535	694	-2,336

ene	feb	mar
2024	2024	2024
-1,285	-1,231	-1,674
425	869	-456
6,614	5,669	5,296
6,189	4,800	5,752
-1,187	-1,038	-799
1,049	870	934
2,236	1,907	1,733
1,486	1,223	997
-526	-1,037	-411
635	719	258
315	350	184
4	-25	-8
-46	1,038	-1,457
125	170	87
923	-195	708
1,173	637	1,757
-250	-832	-1,049
1,487	2,297	355
-178	-1,049	97
0	0	0
761	-94	-520
-984	-487	-212
-3,147	-208	-167
968	604	-1,805
495	43	436
-1,331	-192	-3,131
28,310	28,117	24,986
-6,609	-6,093	-9,125

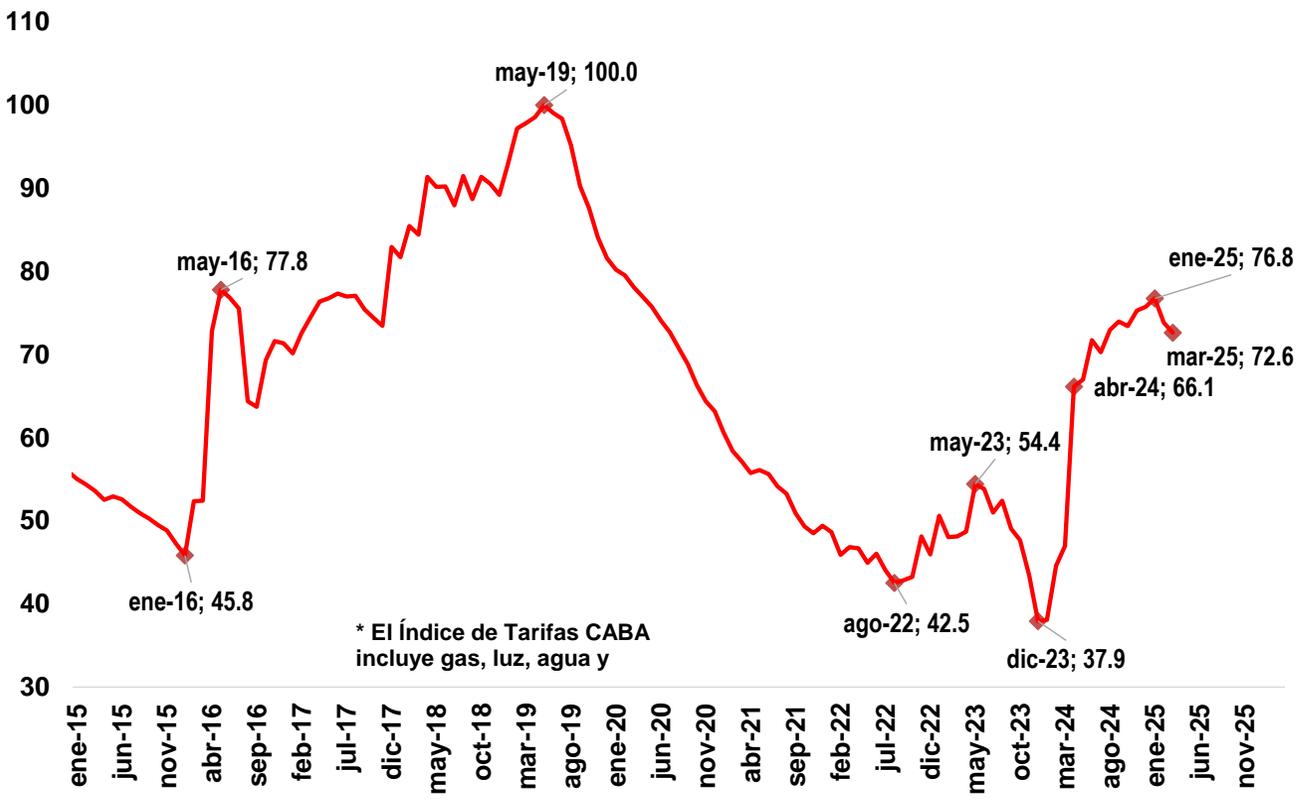
POLÍTICA SALARIAL: El ritmo de recuperación salarial se modera en el margen

Salarios - var% mensuales recientes

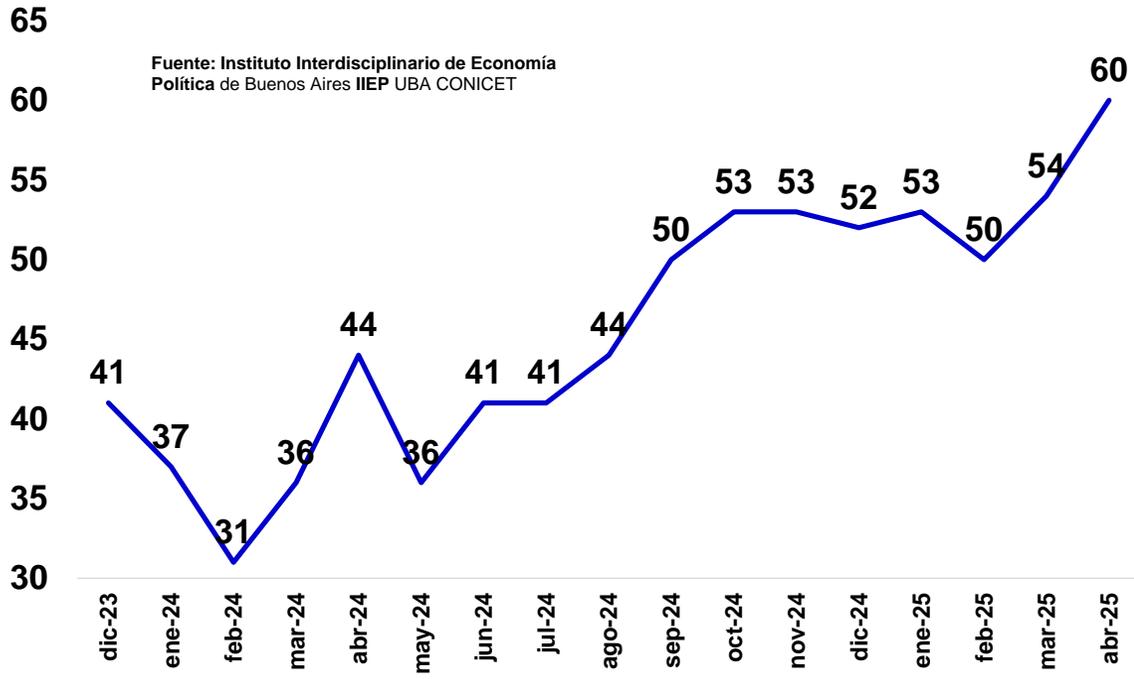
	IPC	Salarios RIPTE			Salario privado formal				Salario públicos			Salarios en dólares (TCN Oficial)		
	Var%	Nivel real	Var% nom	Var% real	Nivel real	Var% nom	Var% real	Var% u\$s	Nivel real	Var% nom	Var% real	RIPTE	Privado Formal	Público Formal
nov-23	12.8%	100.0	6.3%	-5.8%	100.0	9.9%	-2.5%	8.9%	100.0	7.8%	-4.4%	100.0	100.0	100.0
dic-23	25.5%	86.3	8.3%	-13.7%	88.5	11.0%	-11.5%	-38.1%	84.1	5.5%	-15.9%	60.4	61.9	58.8
ene-24	20.6%	82.1	14.7%	-4.9%	88.0	20.0%	-0.5%	-7.0%	78.1	12.1%	-7.1%	53.7	57.6	51.1
feb-24	13.2%	80.8	11.5%	-1.6%	88.7	14.1%	0.7%	11.8%	79.4	15.1%	1.6%	58.7	64.4	57.7
mar-24	11.0%	83.0	14.0%	2.7%	87.9	10.0%	-0.9%	7.8%	79.4	11.0%	0.0%	65.6	69.4	62.8
abr-24	8.8%	88.5	16.1%	6.7%	90.4	12.0%	2.9%	9.7%	78.5	7.5%	-1.2%	74.6	76.2	66.1
may-24	4.2%	91.2	7.3%	3.0%	93.4	7.7%	3.4%	5.5%	81.5	8.3%	3.9%	78.5	80.4	70.2
jun-24	4.6%	92.5	6.1%	1.5%	95.3	6.7%	2.0%	4.6%	81.1	3.9%	-0.6%	81.6	84.1	71.5
jul-24	4.0%	94.8	6.6%	2.5%	97.4	6.3%	2.2%	3.9%	83.1	6.7%	2.6%	85.1	87.4	74.6
ago-24	4.2%	94.5	3.8%	-0.4%	98.2	5.0%	0.8%	2.9%	83.5	4.7%	0.5%	86.6	90.0	76.5
sep-24	3.5%	95.1	4.1%	0.6%	98.5	3.8%	0.3%	1.7%	83.9	3.9%	0.4%	88.4	91.5	78.0
oct-24	2.7%	98.7	6.6%	3.8%	99.7	4.0%	1.2%	1.9%	85.2	4.3%	1.6%	92.3	93.2	79.7
nov-24	2.4%	99.1	2.8%	0.4%	100.5	3.3%	0.8%	1.2%	85.5	2.7%	0.3%	93.1	94.4	80.3
dic-24	2.7%	98.5	2.0%	-0.7%	100.6	2.8%	0.1%	0.7%	84.7	1.7%	-1.0%	93.1	95.1	80.0
ene-25	2.2%	98.8	2.6%	0.4%	100.7	2.3%	0.1%	0.2%	83.6	0.0%	0.0%	93.5	95.3	79.1
feb-25	2.4%	103.6	6.1%	3.6%								99.0		
Var% último dato vs nov-23:														
	186.0%	3.6%	193.1%		0.7%	181.2%			-16.4%	131.3%		-1.0%	-4.7%	-20.9%

POLÍTICA TARIFARIA: Hay moderación sin aumento del costo fiscal

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



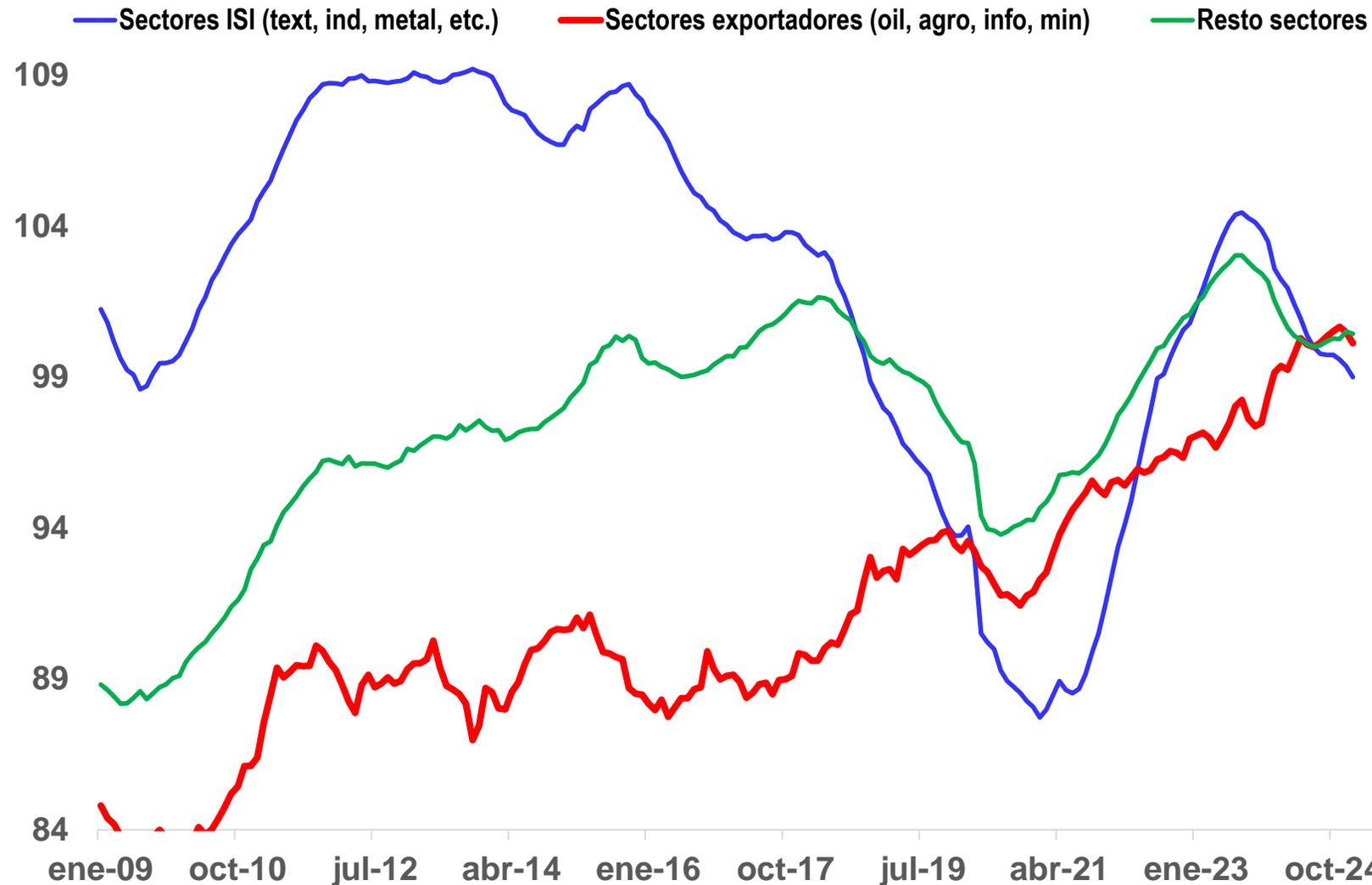
% de Cobertura de costos Tarifas de Servicios Públicos
Luz, gas, agua y transporte - CABA



Pero con importaciones que ganan participación en la oferta agregada total por la dinámica de apreciación cambiaria

Demanda de empleo formal

base julio 2024 = 100, datos s.e.



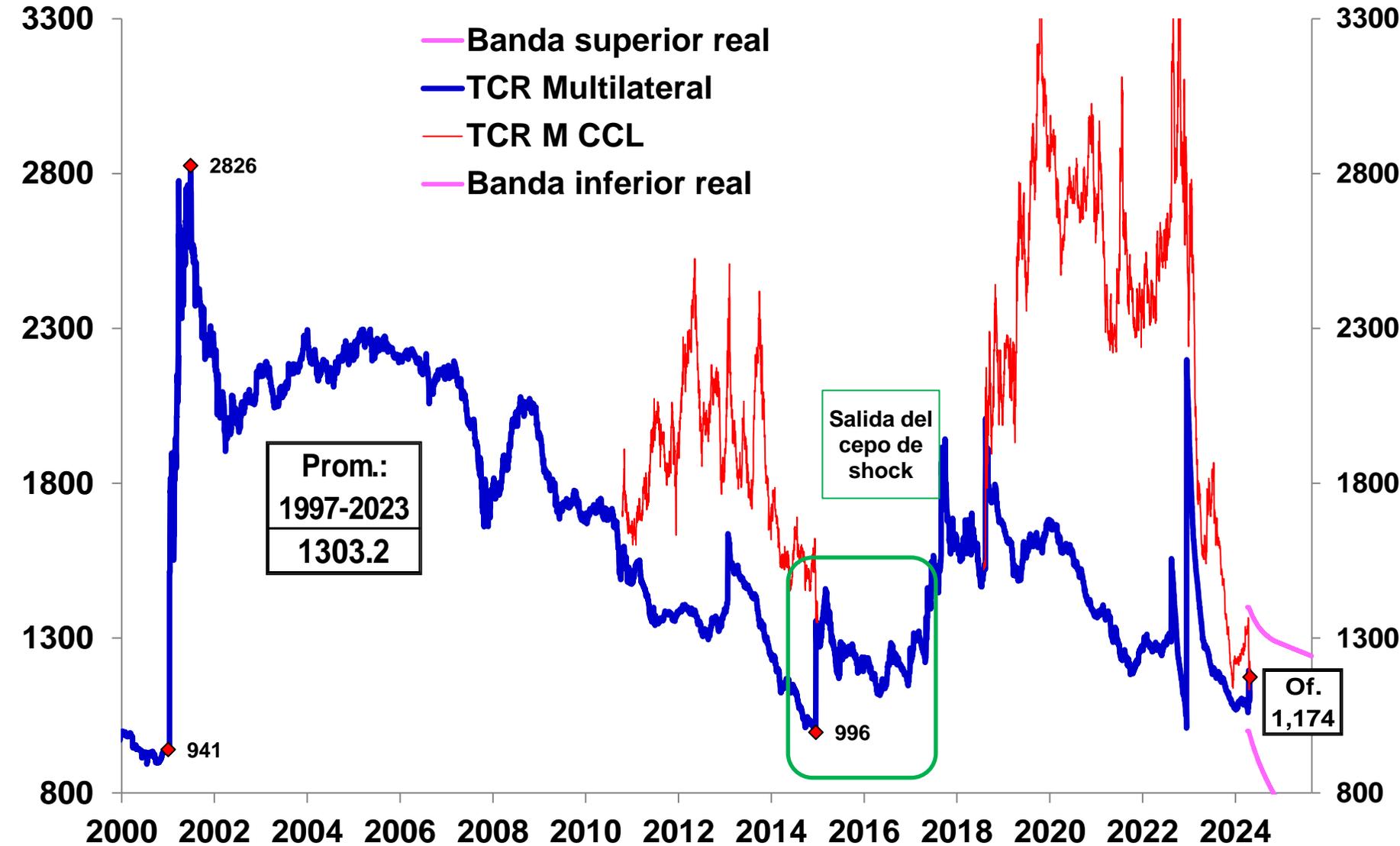
El tipo de cambio es bajo en términos históricos

SIMs con TCR Multilateral

	TC multilateral	TCN (1%mes)	TCR Multi
	17/12/15	14	1356
	29/2/16	16	1459
	30/6/17	17	1187
	31/12/17	19	1230
	11/8/23	287	1297
	14/8/23	350	1556
	17/11/23	354	1125
	10/12/23	364	1082
	12/12/23	367	1009
	13/12/23	800	2187
	25/4/25	1174	1174
	31/5/25	1188	1144
	30/6/25	1200	1124
	30/10/25	1249	1075
	2003-05		2169
	2016		1219
	2017		1194

Dólar y Tipo de Cambio Real Multilateral

TCReal Multilateral Oficial y CCL GGAL - BCRA



I. Claves del escenario local

II. Una economía que tiende a normalizarse

I. Boom financiero

II. Desinflación con recuperación muy heterogénea

III. Ancla fiscal, cambiaria y monetaria: ¿cómo sigue?

III. Trump, Blanqueo y Señales de política económica

IV. ¿Hacia dónde vamos? Escenario 2024/25

Decisiones y anuncios de política económica recientes

- ✓ **Política cambiaria**, gradual reducción del crawl y gradual eliminación del cepo, con flexibilización de pagos de impo y eliminación imp PAIS.
- ✓ **Política financiera**, probable repo con bancos externos y/o p/fortalecimiento de reservas del BCRA, más acuerdo FMI (no urgente), swap Chino (Letes?). Y no emisión de deuda para pago de cupones de ene/25.
- ✓ **Política comercial**, mayor apertura y baja de aranceles.
- ✓ **Política fiscal**, se reafirma el equilibrio fiscal para 2025. Pero según el Presupuesto el superávit primario caería de 1.5% a 1.3% del PBI con eliminación del imp PAIS en 2025.
- ✓ **Política monetaria**, se convalida el fuerte crecimiento del crédito al sector privado con emisión monetaria hasta que la BM sea igual a la BMA.
- ✓ **Política salarial**, moderación en el margen (con paritarias estatales + bajas)

Con una demanda de empleo privado formal que en agosto dejó de caer pero que muestra gran heterogeneidad sectorial

Demanda de Empleo privado formal

Var% prom.mensual	Ago24- Dic/24	Sep23- Jul24	Empleo (miles)
Empleo privado formal	0.1	-0.3	6,254
Actividades de informática	0.4	0.3	144
Comercio	0.3	0.0	1,247
Construcción	0.2	-2.0	376
Alimentos y tabaco	0.2	0.0	391
Servicios de investigación, seguridad y limpieza	0.1	0.0	288
Actividades agropecuarias y pesca	0.1	0.1	336
Otras manufacturas	0.1	-0.8	108
Educación	0.0	0.0	422
Química y petroquímica	0.0	-0.1	165
Servicios financieros	0.0	0.0	151
Servicios técnicos y/o profesionales a emple	0.0	-0.2	177
Salud	0.0	-0.1	330
Otros servicios públicos y sociales	0.0	0.0	109
Madera y papel	0.0	-0.4	77
Servicios culturales	-0.1	-0.2	100
Transportes	-0.1	-0.2	438
Metalmecánica	-0.1	-0.3	226
Hotelería y restaurantes	-0.1	-0.3	279
Actividades inmobiliarias y de alquiler	-0.2	-0.3	87
Automotores y neumáticos	-0.2	-0.2	87
Minería y petróleo	-0.3	0.2	94
Textiles, confecciones, cuero y calzado	-0.3	-0.6	112
Comunicaciones	-0.4	-0.4	78

Datos sin estacionalidad	Ene-25 vs ...	
	ene-24	jun-23
PBI (EMAE)	2.0	0.7
Industria	0.3	-8.7
Alimentos	7.4	0.5
Tabaco	-2.8	-11.3
Textil	-14.9	-16.8
Prendas	5.3	-7.7
Madera	-4.5	-11.6
Petróleo	5.7	0.1
Químicos	0.0	-6.2
Caucho	-13.3	-19.8
Minerales	-18.4	-24.5
Metal básica	-6.4	-19.1
Metal	-9.6	-16.3
Maq y equipo	5.5	-13.5
Otro equipo	12.1	-12.6
Autos	2.3	-4.9
Eq. Transporte	2.9	3.5
Muebles	5.2	-13.2

Clave I: Llegamos a la salida del cepo con un problema del sector externo

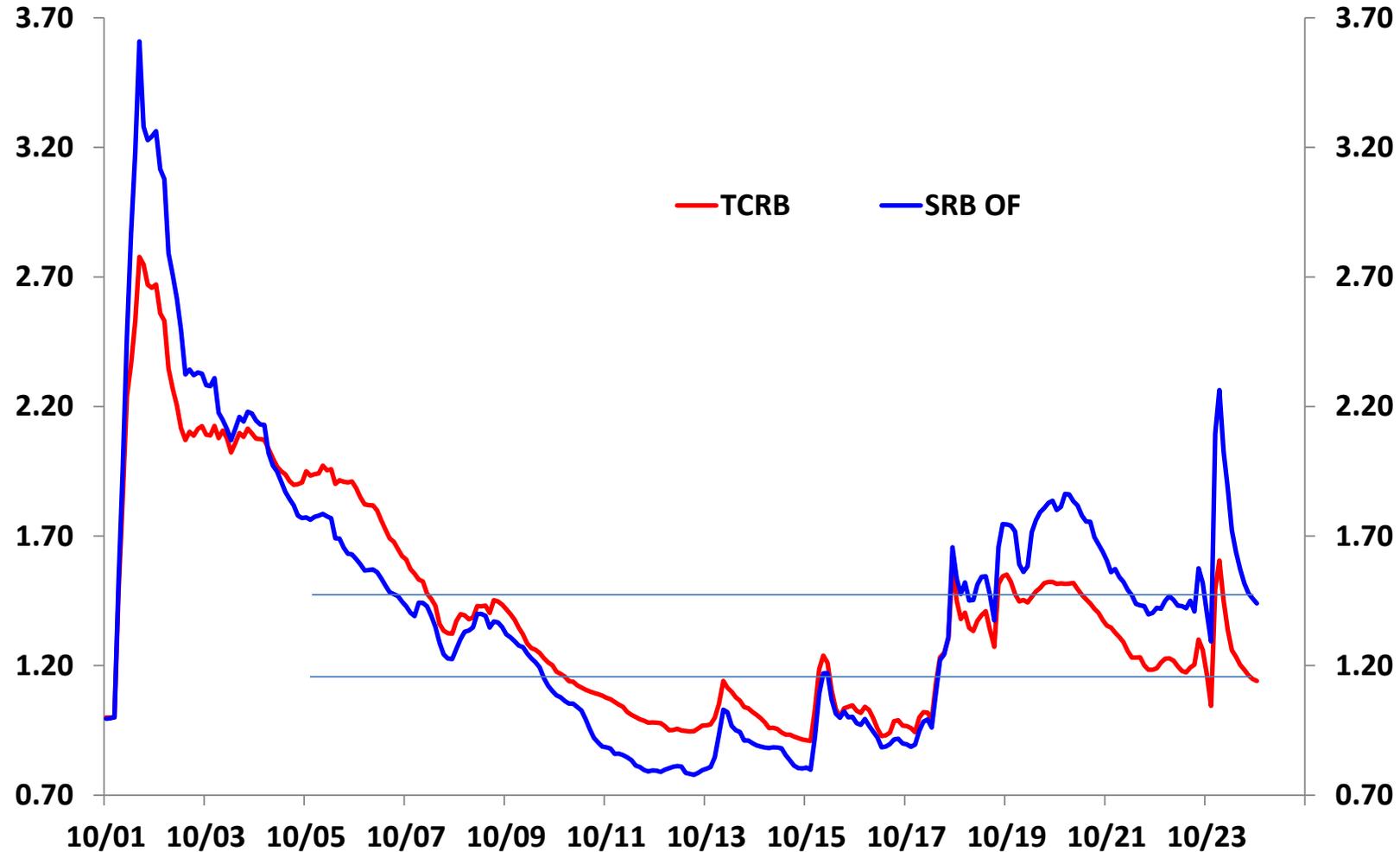
Balance Cambiario y Reservas del BCRA

blanqueo

u\$s M	Dic-May Prom.Mensual	jun 2024	jul 2024	ago 2024	sep 2024	oct 2024	nov 2024	dic 2024	ene 2024	feb 2024	mar 2024	Ago-Dic24 Prom.Mensual	Ene-Mar25 Prom.Mensual
Cuenta Corriente Caja	2,021	-223	-1,668	-1,269	-700	-1,581	-911	-1,114	-1,285	-1,231	-1,674	-1,115	-1,397
Bienes	3,031	795	551	576	528	744	714	-39	425	869	-456	505	279
Exportaciones	5,194	4,931	5,891	5,600	5,539	6,292	5,697	5,887	6,614	5,669	5,296	5,803	5,860
Importaciones	2,163	4,136	5,340	5,024	5,011	5,548	4,983	5,926	6,189	4,800	5,752	5,298	5,580
Servicios reales	-149	-368	-566	-614	-650	-744	-530	-526	-1,187	-1,038	-799	-613	-1,008
Exportaciones	656	672	740	702	665	804	887	997	1,049	870	934	811	951
Importaciones	806	1,040	1,306	1,316	1,315	1,548	1,416	1,523	2,236	1,907	1,733	1,424	1,959
Turismo neto	530	696	840	762	808	941	808	897	1,486	1,223	997	843	1,235
Intereses netos	-856	-423	-1,652	-1,233	-577	-1,590	-1,108	-508	-526	-1,037	-411	-1,003	-658
Deuda pública	711	171	1,587	880	365	1,430	941	183	635	719	258	760	537
Deuda privada	236	282	314	371	231	178	194	397	315	350	184	274	283
Utilidades y otros	-6	-227	0	3	-1	8	12	-41	4	-25	-8	-4	-10
Cuenta capital y financiera	-888	637	-1,034	1,043	1,153	3,027	2,507	539	-46	1,038	-1,457	1,654	-155
Compra de dólares billete (FAE)	39	94	74	42	50	78	124	164	125	170	87	92	127
Efecto directo del Blanqueo (y otros)	570	261	1,072	405	1,659	3,109	1,900	977	923	-195	784	1,610	504
Suba de billetes u\$s en bancos (-)	-27	122	326	-306	-10,439	-89	3,883	2,123	1,173	637	1,829	-966	1,213
Suba de depósitos u\$s en bancos	597	139	746	711	12,098	3,198	-1,983	-1,146	-250	-832	-1,045	2,576	-709
Deuda privada	97	-136	-53	237	405	1,030	929	2,044	1,487	2,297	355	929	1,379
Inversión Extranjera Directa	76	74	49	90	69	89	45	-695	-178	-1,049	97	-81	-377
FMI	-23	791	-646	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Otros org.internacionales y bilaterales	-647	-168	289	474	-419	-74	555	1,421	761	-94	-520	391	49
Intervención CCL BCRA	-23	-16	-326	-154	-119	-203	-39	-447	-984	-487	-212	-192	-561
Gobierno / BCRA/ Bonos - Repo	-7	-33	-1,352	0	-445	-167	-3	-170	-3,147	-208	-167	-157	-1,174
Otros movimientos	-970	-231	-141	-52	-46	-835	-1,004	-2,755	968	604	-1,881	-938	-103
Ajustes por valuación	59	-55	82	543	496	-111	-468	-244	495	43	436	43	325
Variación de Reservas Brutas	1,192	358	-2,620	317	454	1,446	1,596	-574	-1,331	-192	-3,131	648	-1,551
Stock de Reservas Brutas, fp	28,664	29,022	26,402	26,719	27,172	28,618	30,214	29,612	28,310	28,117	24,986		
Stock de Reservas Netas, fp	694	931	-2,994	-2,984	-3,888	-4,094	-3,180	-2,336	-4,346	-4,038	-6,208		

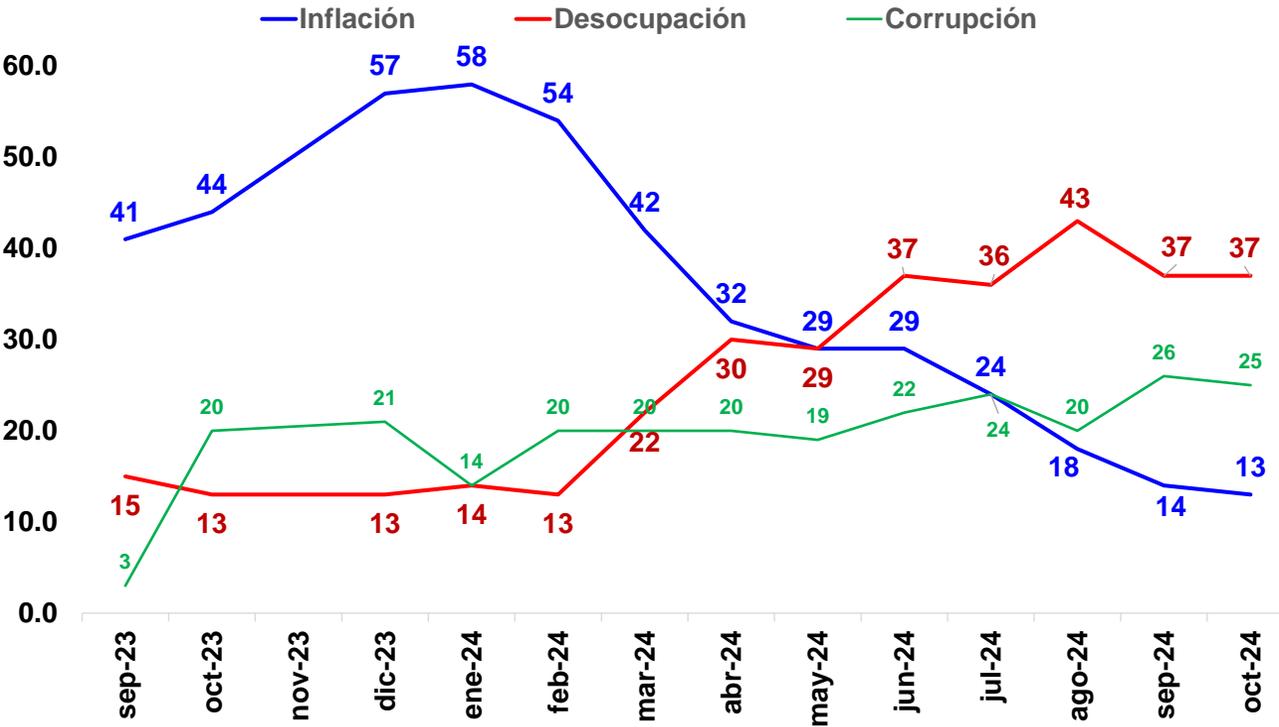
Aunque hoy algo amortiguado por salarios bajos en dólares

Competitividad Salarial y Cambiaria con TCN Of. (3500)
Salario Real Bilateral Arg / EE.UU.

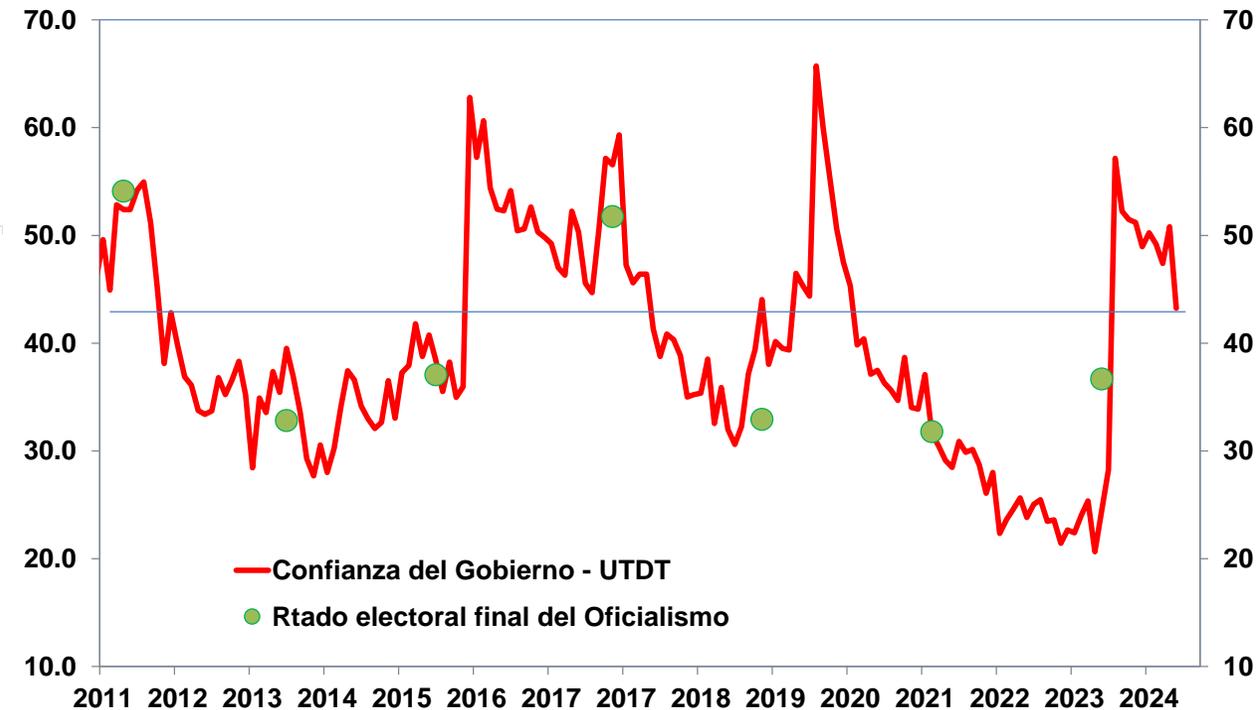


Cambian las principales preocupaciones de la población y luna de miel política inicial comienza a ceder

Principales preocupaciones de la población
Sondeo Opina Argentina



Proxy Imagen Positiva Gobierno (UTDT) y Elecciones



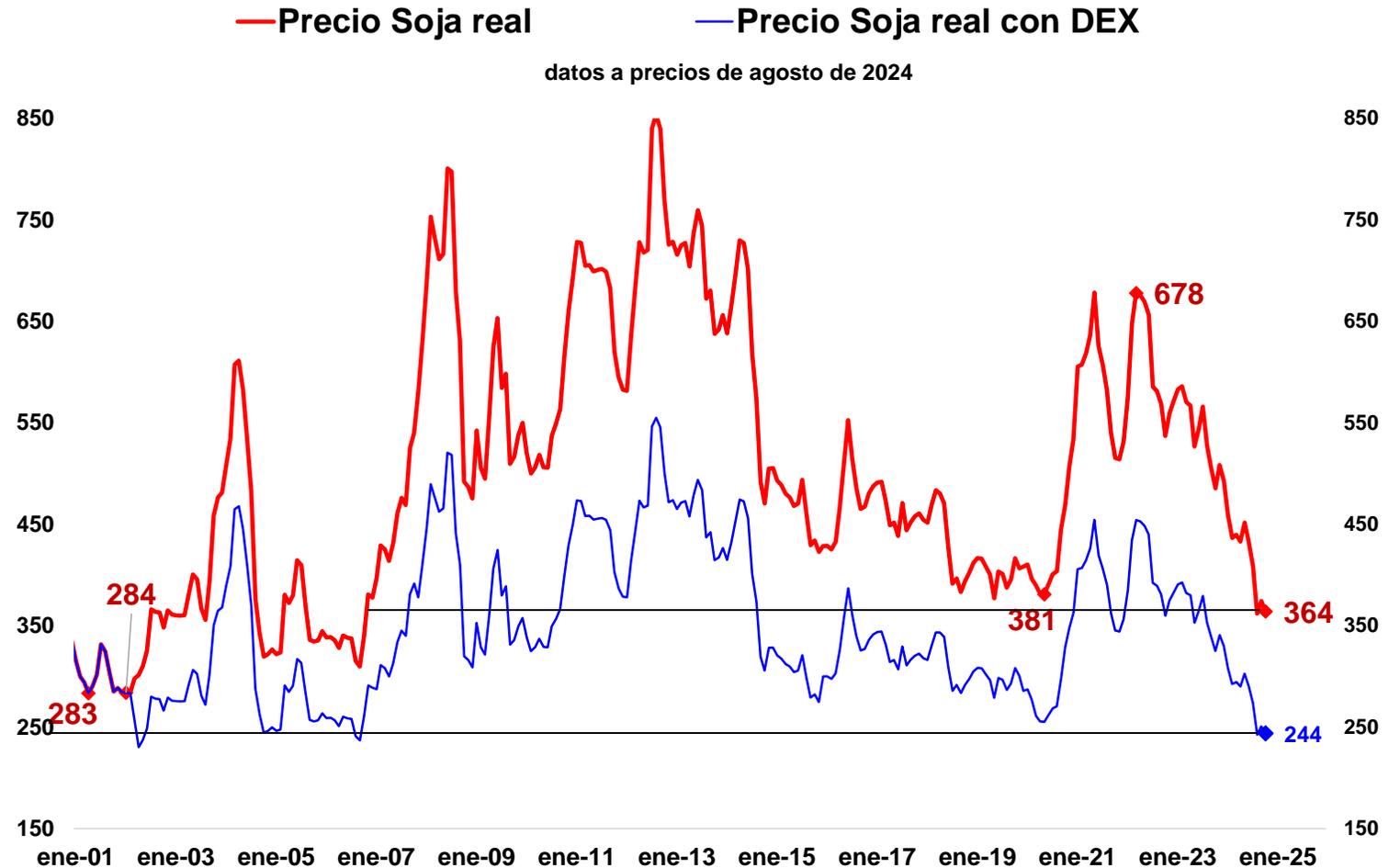
¿Es este el TCR que puede ser el de equilibrio “para el sector productivo”? Si lo depuramos por productividad ...

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



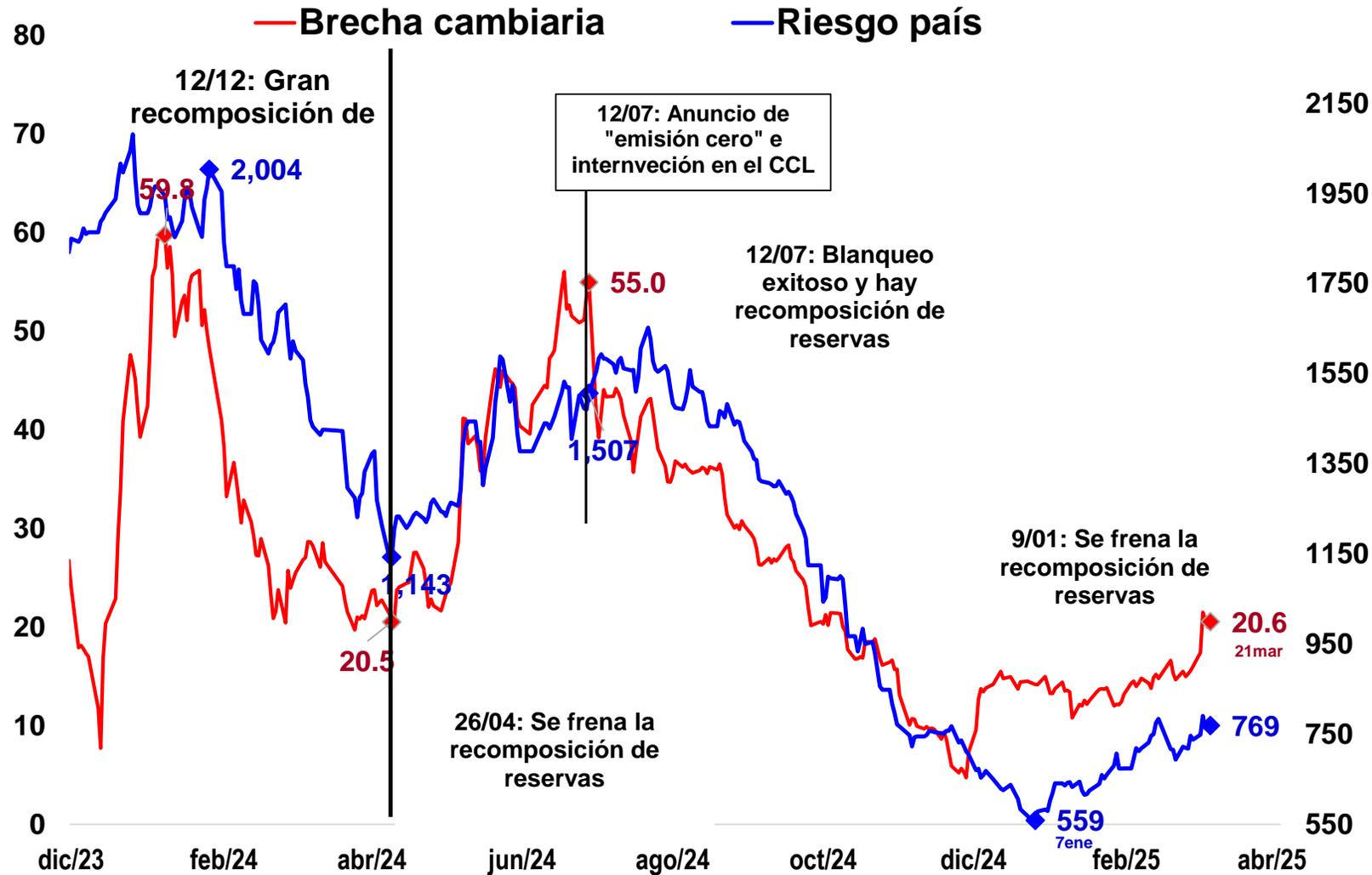
Clave II: El Gobierno tiene pánico a un *Money overhang* (lo cual puede gatillar una crisis cambiaria)

Ministro Caputo:

- ✓ **“No ratifica el crawl” pero ... “no cambia nada para la gente”.**
- ✓ **“No hay pesos” ... “Son pocos los pesos” ... “cada vez hay menos pesos y cada vez hay más dólares”.**
- ✓ **“El acuerdo ayuda a bajar el riesgo país”.**
- ✓ **La enorme convicción fiscal del Presidente.**
- ✓ **La orientación pro-negocios del Gobierno.**

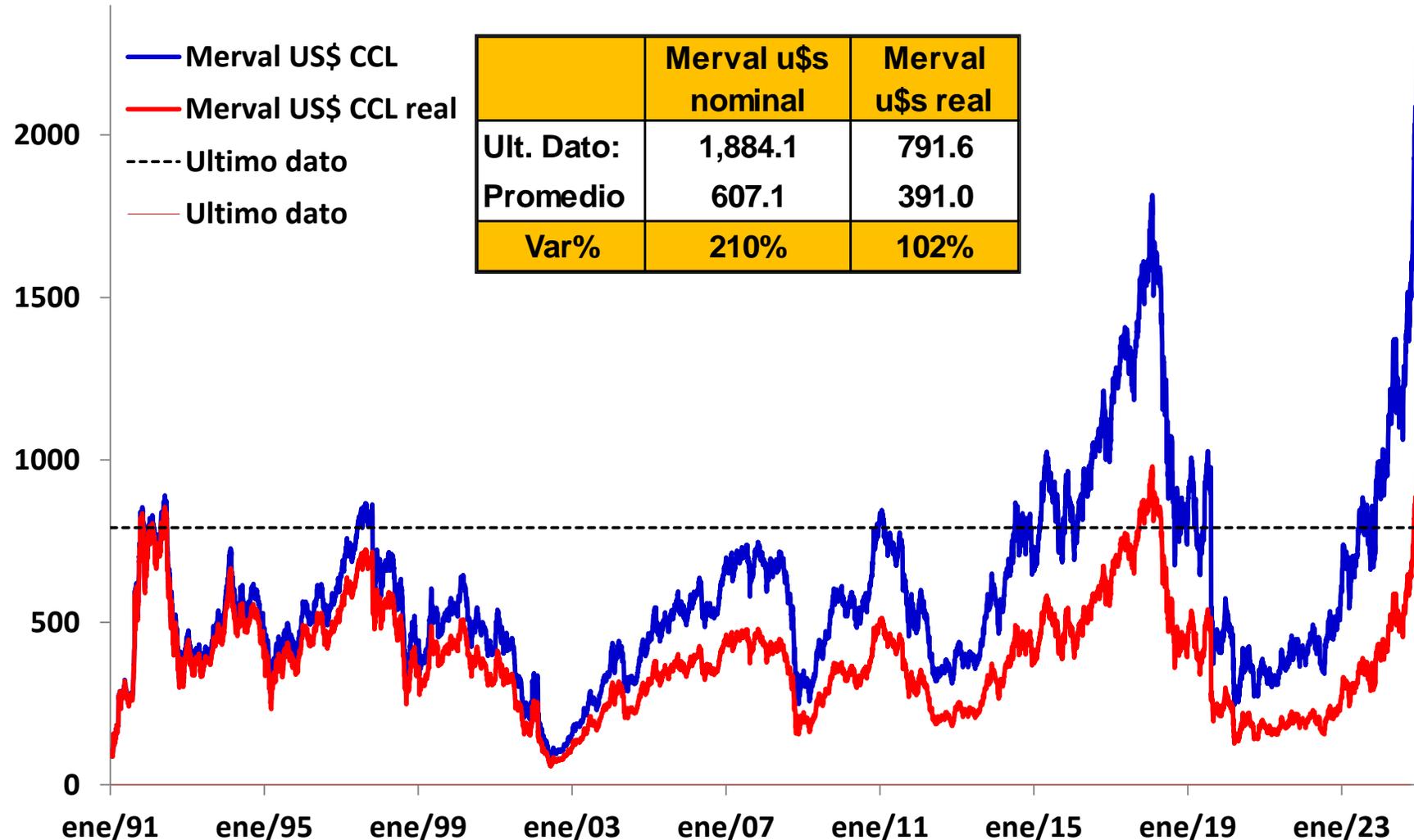
Boom financiero local: Se derrumban la brecha y el riesgo país

Brecha cambiaria y Riesgo País Datos diarios



Boom financiero local: notable recuperación del mercado accionario

Mercado de Acciones: Precio de los Activos Domésticos



- 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**

Decisiones recientes de política económica

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...).

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

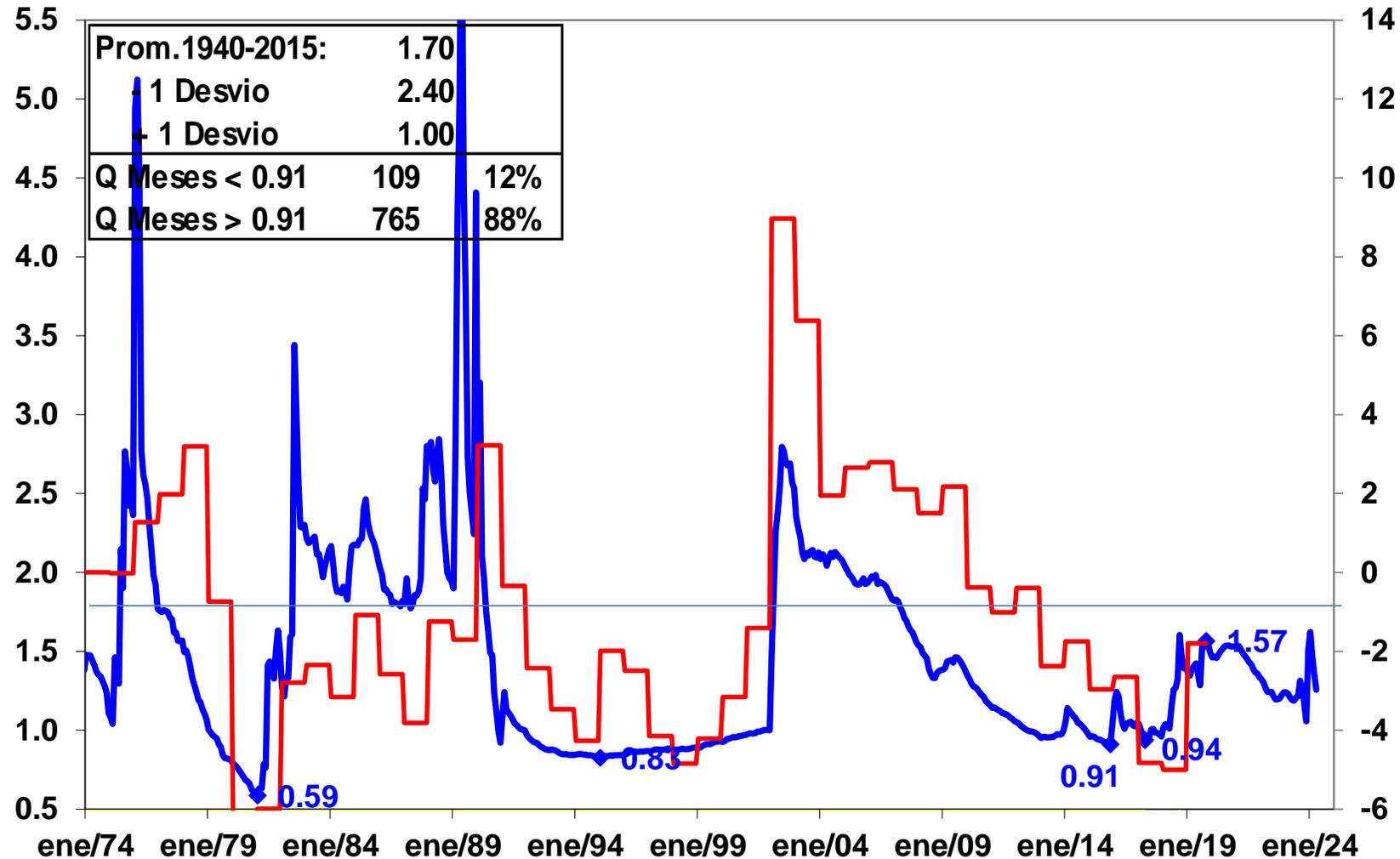
POLÍTICAS	OBJETIVOS / EFECTOS
<ul style="list-style-type: none">✓ Se reafirma la política déficit cero y emisión cero.✓ Se reafirma la política del blend y del crawl al 2% yendo al 1% cuando la inflación alcance el 2%.✓ Se decide la intervención en el CCL para reducir la brecha esterilizando los pesos 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.

- 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**

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

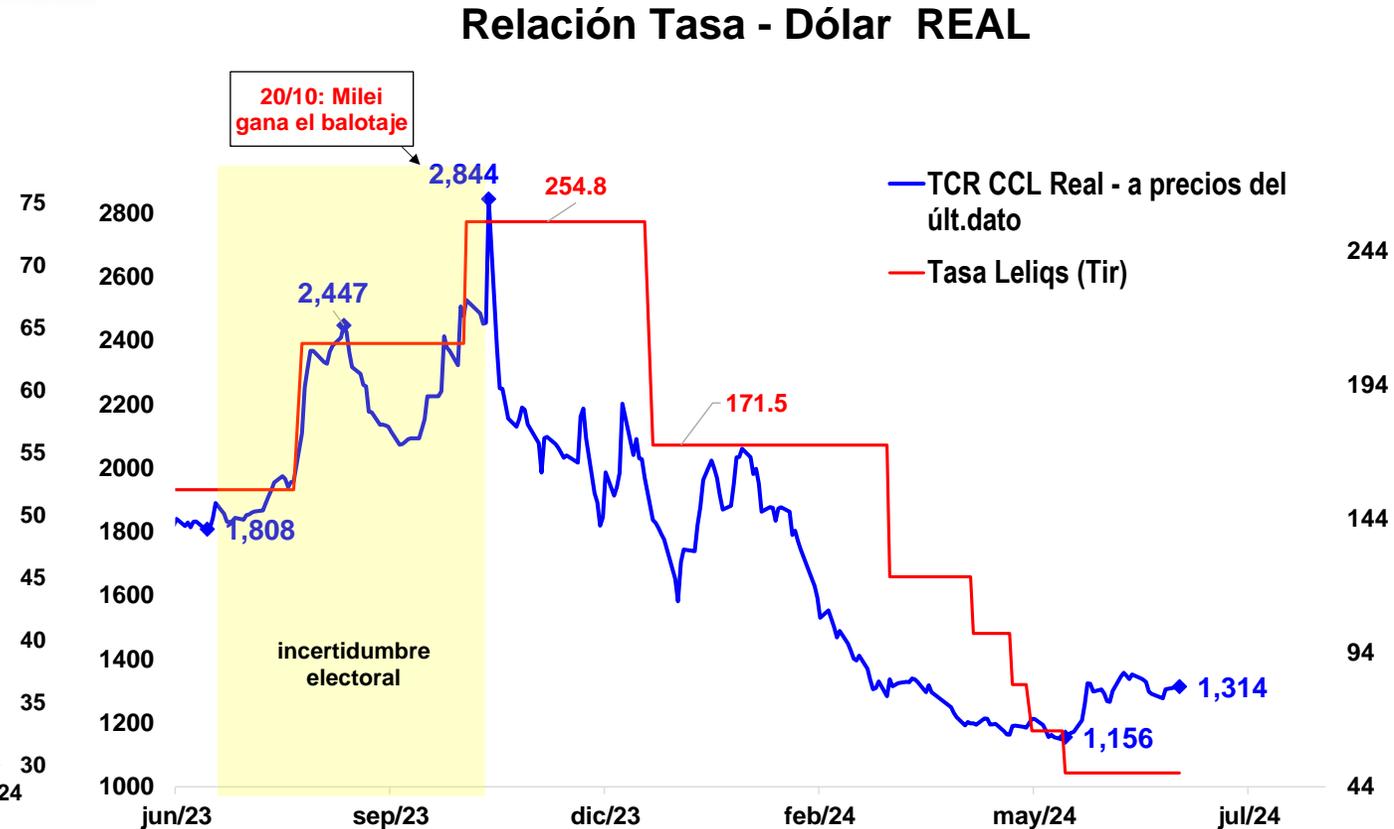
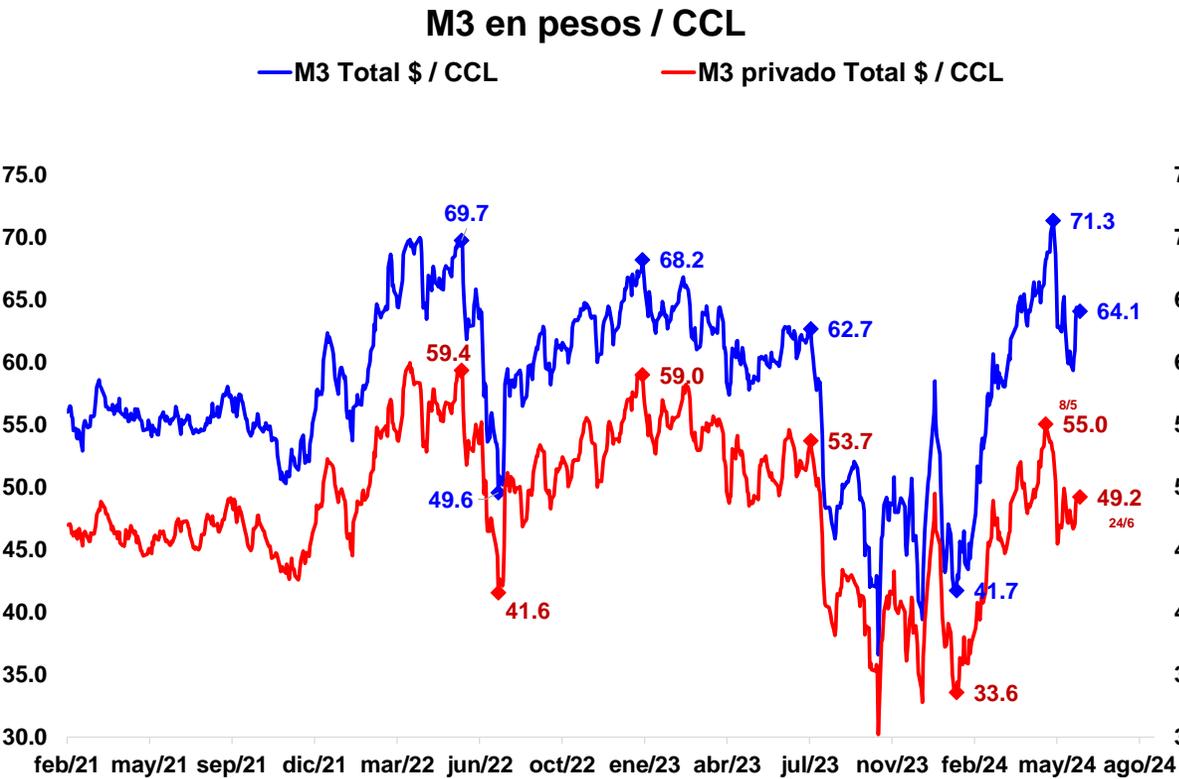
TCReal EE.UU. - Base dic/2001- Cuenta Corriente en % PBI (eje der)



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-?-)**

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



I. Claves del escenario local

II. Una economía que tiende a normalizarse

I. Boom financiero

II. Desinflación con recuperación muy heterogénea

III. Ancla fiscal, cambiaria y monetaria: ¿cómo sigue?

III. Trump, Blanqueo y Señales de política económica

IV. ¿Hacia dónde vamos? Escenario 2024/25

Un Gobierno que por cuarta vez sale de una encerrona macro

- ✓ **En diciembre 23, cuando asumió, logró evitar un escenario de potencial explosión macro con hiper y default**
- ✓ **En julio 24, cuando logró contener la espiralización de la brecha cambiaria con intervenciones en el MEP/ CCL, aunque a costa de no acumular reservas**
- ✓ **Entre agosto y diciembre 24, con el éxito del blanqueo que le permitió recomponer reservas y extender el escenario de económica con baja inflación hasta marzo último**
- ✓ **Y, ahora, con el acuerdo con el FMI, que logró recomponer reservas del BCRA y logró una salida inicial del cepo exitosa**

Clave I: ¿Cómo funciona el esquema de bandas cambiarias? (financieramente)
