

“¿Hacia un soft-landing cambiario-inflacionario?”

Dr.LE Hernán Hirsch

Tomo 011 Folio 170

Noviembre 2024



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

Clave I: La política cambiaria de Tipo de Cambio Fijo (crawl al 2%) con Déficit Cero es razonablemente consistente

Diferentes Tipo de Cambio Fijo

Con Reservas, con Equilibrio Fiscal y Crédito externo

Con Reservas, con Equilibrio Fiscal y sin Crédito externo

Sin Reservas, sin Equilibrio Fiscal y sin Crédito externo

Motivos usuales para abandonar un TCF

Falta de Reservas (o de financiamiento)

Pérdida de competitividad cambiaria

La salida del cepo implica elegir entre:

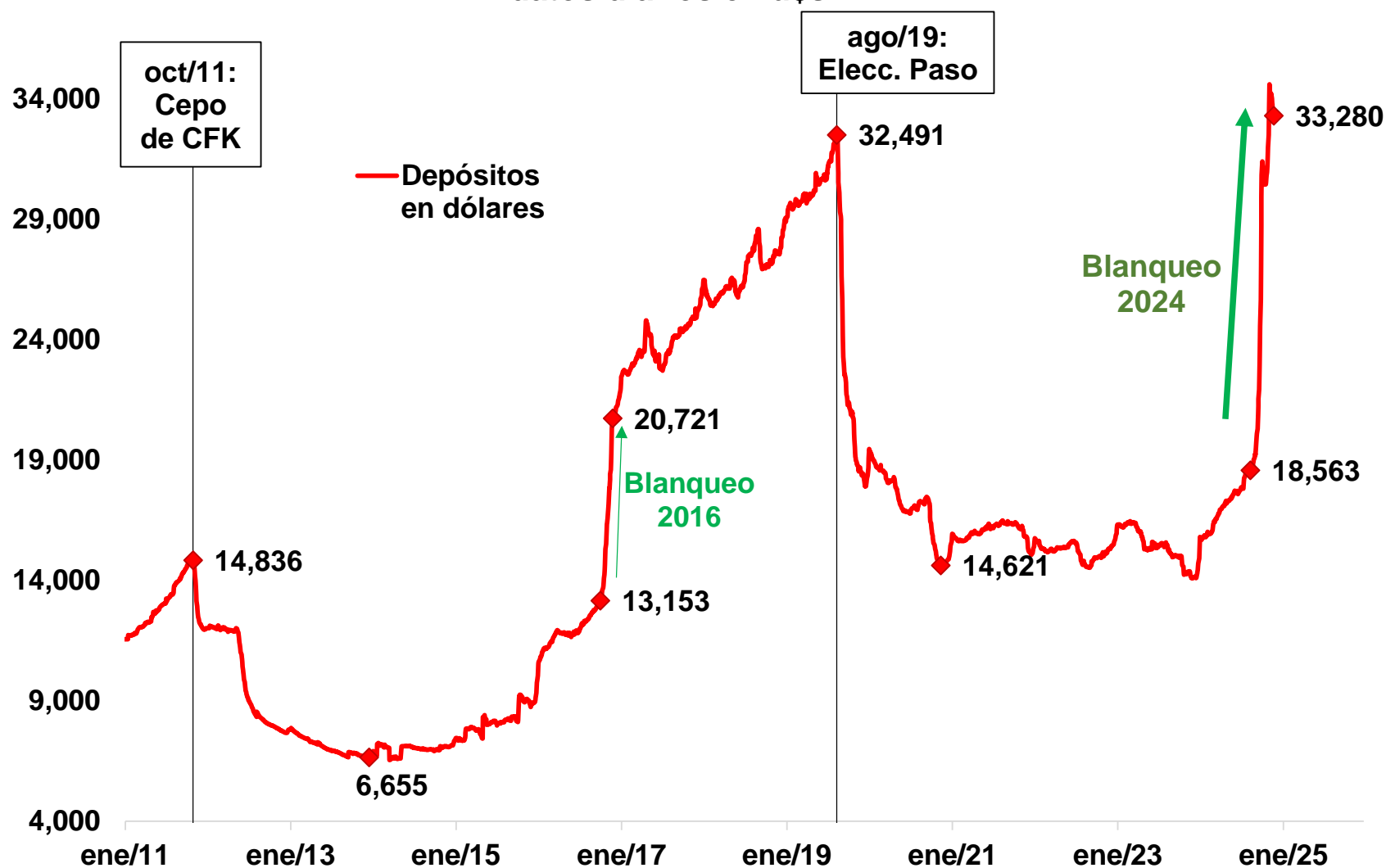
Tipo de Cambio Fijo

Tipo de Cambio Flexible

Clave II: No se logró un acuerdo con el FMI por u\$s15,000 M pero con el blanqueo aparecieron u\$s20,000 M

Depósitos privados en dólares

datos diarios en u\$s M



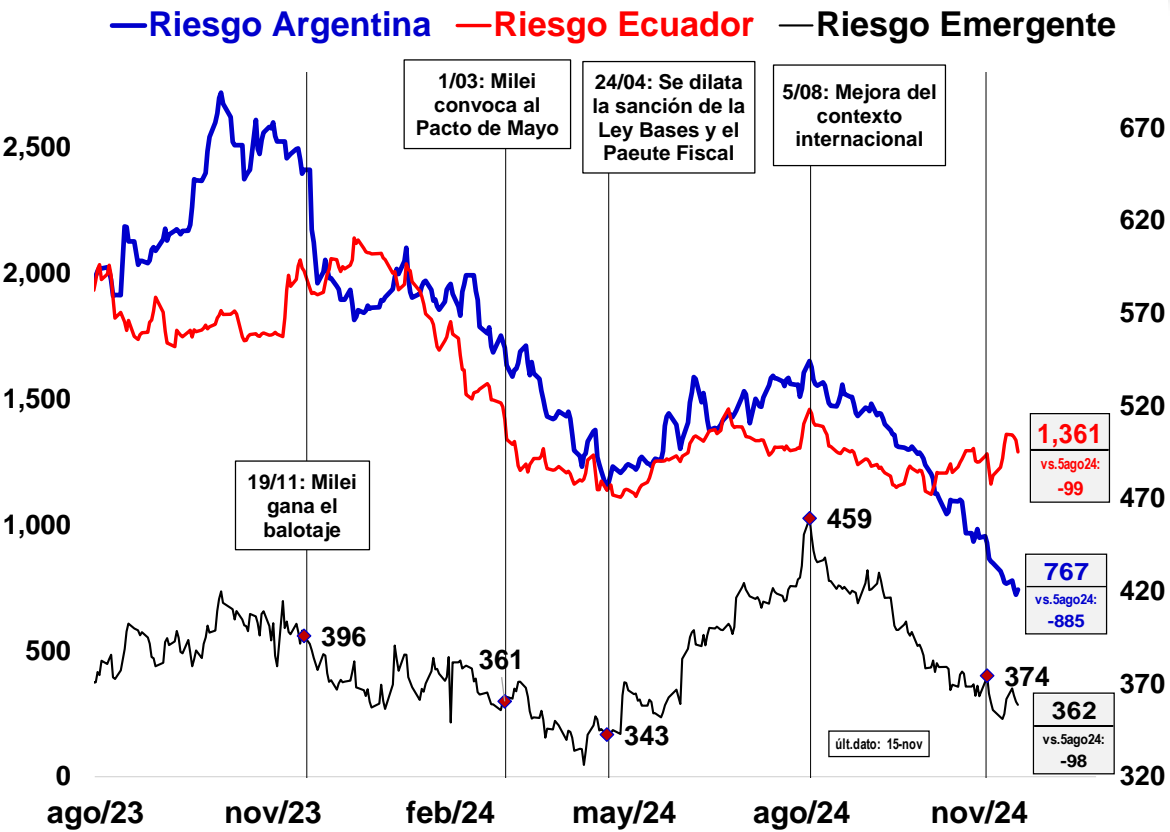
Bancos: ¿Qué hacen con los u\$s del blanqueo?

u\$s M	8-ago	19-nov	Var	%total
Depósitos privados	18,563	33,385	14,822	
Efectivo en Bancos	4,096	12,196	8,100	55%
Crédito al s. privado	6,670	8,786	2,116	14%
Encajes	10,608	14,693	4,085	28%

Blanqueo 2024: Impacto en Reservas

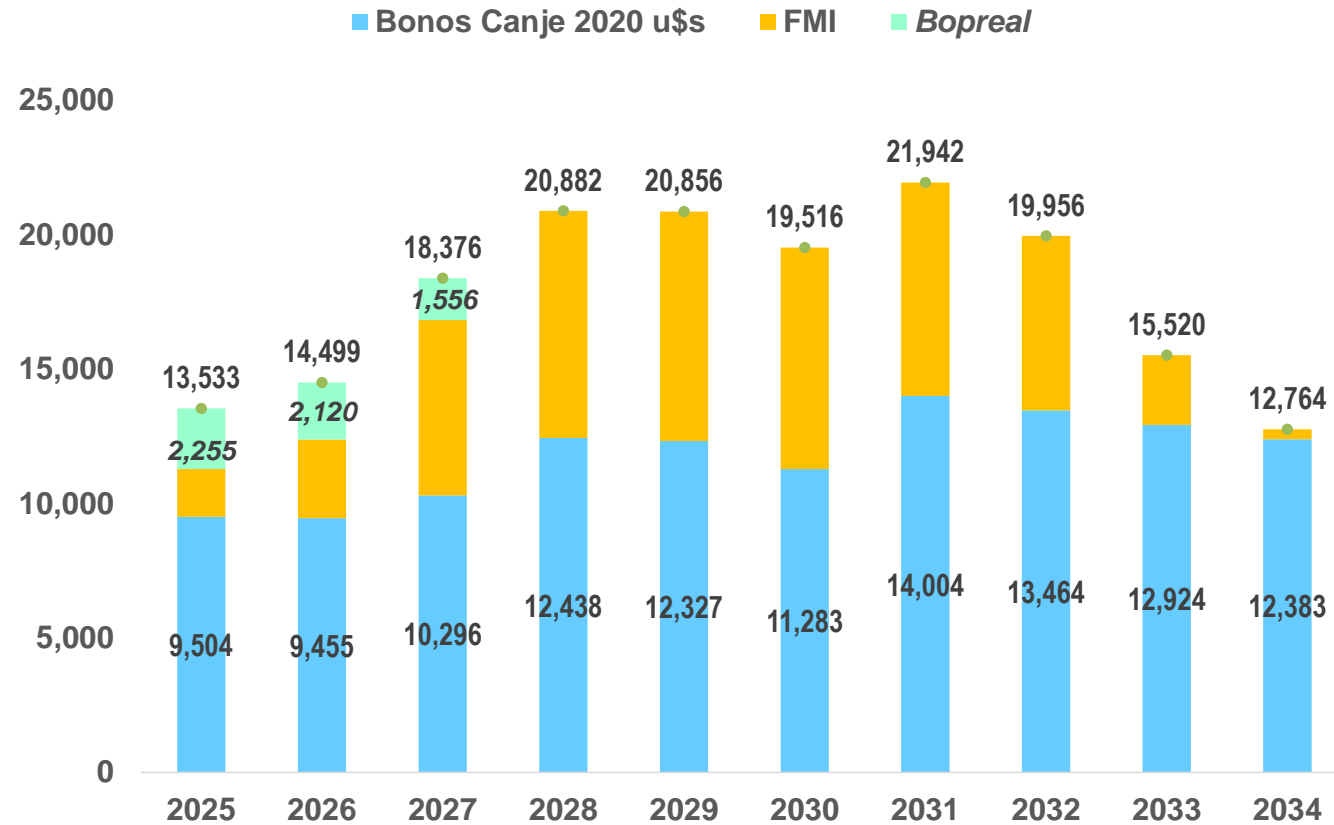
	fin dic23	19-nov vs. 8-ago
Reservas Brutas	23,073	30,274
Var:		2,898
Compra de dólares		3,202
Pagos de deuda del Tesoro		-3,651
Encajes bancarios		4,085
Otros		-738

... y mejoraron las condiciones para el acceso a crédito externo ...



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 III: El efecto Trump, ayuda en lo financiero, pero no en lo real

Efecto Trump: ¿dónde estamos?

				Variaciones %	
	5-ago	5-nov	22-nov	22-nov	22-nov
	Inicio boom local	Triunfo de Trump	últ. Dato	vs. 5-nov	vs. 5-ago
Dow Jones	38,703	42,222	44,297	4.9%	14.5%
S&P500	5,186	5,783	5,969	3.2%	15.1%
Nasdaq	16,200	18,439	19,004	3.1%	17.3%
Tasa USA 10 años	3.79	4.29	4.43	14bp	64bp
VIX	38.6	20.5	15.2	-25.6%	-60.5%
Precio Soja	377.8	368.7	361.8	-1.9%	-4.2%
Precio Petróleo WTI	74.2	72.0	70.7	-1.8%	-4.7%
Precio Oro	2,451	2,753	2,718	-1.3%	10.9%
Dólar Index	102.69	103.42	107.55	4.0%	4.7%
Euro	0.91	0.91	0.96	4.9%	5.1%
Yen	144.17	151.60	154.74	2.1%	7.3%
Yuan Chino	7.13	7.10	7.25	2.0%	1.6%
Real Brasil	5.73	5.75	5.80	0.9%	1.3%
Peso Méx	19.33	20.10	20.40	1.5%	5.5%
Dólar Blue	1,390	1,170	1,135	-3.0%	-18.3%
Dólar CCL Acciones	1,338	1,182	1,110	-6.1%	-17.1%
Bovespa u\$s	21,875	22,720	22,259	-2.0%	1.8%
Merval u\$s	1,062	1,634	1,994	22.0%	87.8%
Riesgo país	1,652	929	743	-186bp	-909bp
Riesgo emergente	459	374	359	-16bp	-101bp

El Efecto Trump (5/11) en el Tipo de Cambio Real Multilateral (TCRM)

	TCN	TCRM	TCR					
			EE.UU.	Brasil	China	Europa	Chile	Sin Brasil
	1	2	3	4	5	6	7	8
11-ago-23	287.3	95.71	104.2	96.2	86.8	101.6	95.0	96
11-dic-23	366.0	74.90	83.3	76.2	66.2	79.1	74.3	74
31-dic-23	808.5	145.71	159.2	148.8	128.7	155.5	141.5	144
5-nov-24	994.8	82.90	96.2	77.1	76.1	92.8	80.8	85
26-nov-24	1007.8	80.70	95.7	76.0	73.4	88.0	78.8	83
Último dato vs.:								
5-nov-24	1.3%	-2.7%	-0.5%	-1.6%	-3.5%	-5.2%	-2.5%	-3.1%
31-dic-23	24.6%	-44.6%	-39.9%	-49.0%	-42.9%	-43.4%	-44.3%	-42.8%
11-dic-23	175.3%	7.7%	14.9%	-0.4%	11.0%	11.2%	6.1%	11.1%

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

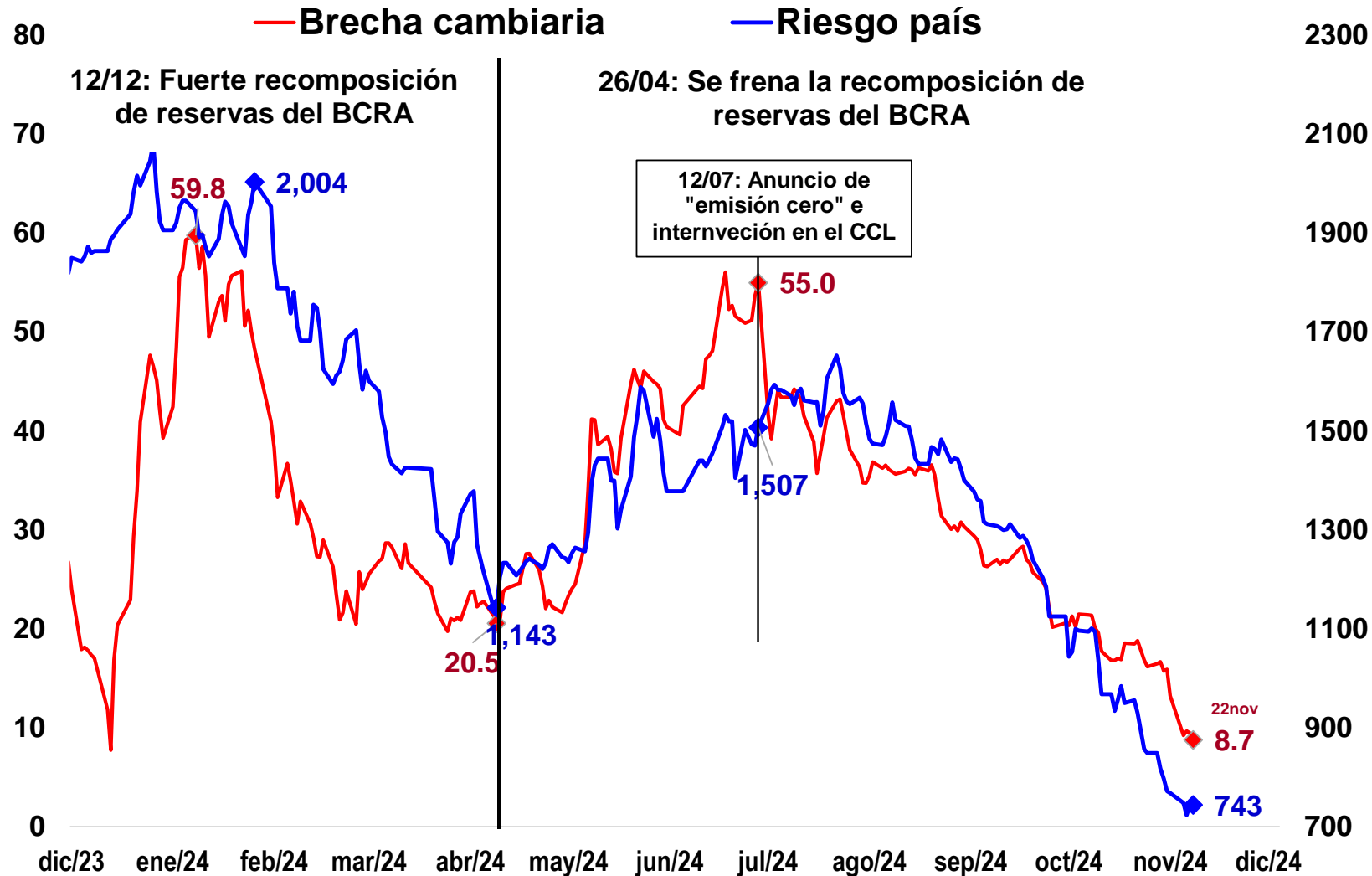
Boom financiero local

Dinámica Financiera: ¿donde estamos?

	17-nov	5-ago	5-nov	22-nov	Variaciones %		
	Pre balotage	Inicio boom local	Triunfo de Trump	últ. Dato	22-nov vs. 5-nov	22-nov vs. 5-ago	22-nov vs. 17-nov
Dólar Blue	950	1,390	1,170	1,135	-3.0%	-18.3%	19.5%
Dólar CCL Acciones	876	1,338	1,182	1,110	-6.1%	-17.1%	26.6%
Brecha Blue	168%	49%	18%	13%	-5%	-36%	-156%
Brecha MEP GD30	146%	44%	16%	8%	-8%	-36%	-139%
Merval u\$s	736	1,062	1,634	1,994	22.0%	87.8%	170.8%
Riesgo país	2,416	1,652	929	743	-20.0%	-55.0%	-69.2%
Precio AL30D	26.6	46.8	64.7	69.5	7.4%	48.7%	161.4%
Precio GD30D	31.4	49.6	66.6	71.7	7.5%	44.6%	128.2%
Precio AE38D	28.0	41.7	61.7	69.4	12.5%	66.3%	147.7%
Precio AL35D	25.2	39.8	58.0	65.9	13.5%	65.4%	161.3%
Precio Ecuador 30	45.6	65.2	67.9	66.9	-1.4%	2.6%	46.8%
Precio Pakistan 31	50.2	76.9	83.3	83.2	-0.1%	8.2%	65.9%
Dow Jones	34,947	38,703	42,222	44,297	4.9%	14.5%	26.8%
S&P500	4,514	5,186	5,783	5,969	3.2%	15.1%	32.2%
Bovespa u\$s	25,721	21,875	22,720	22,259	-2.0%	1.8%	-13.5%
Tasa USA 10 años	4.44	3.79	4.29	4.43	14	64	-1

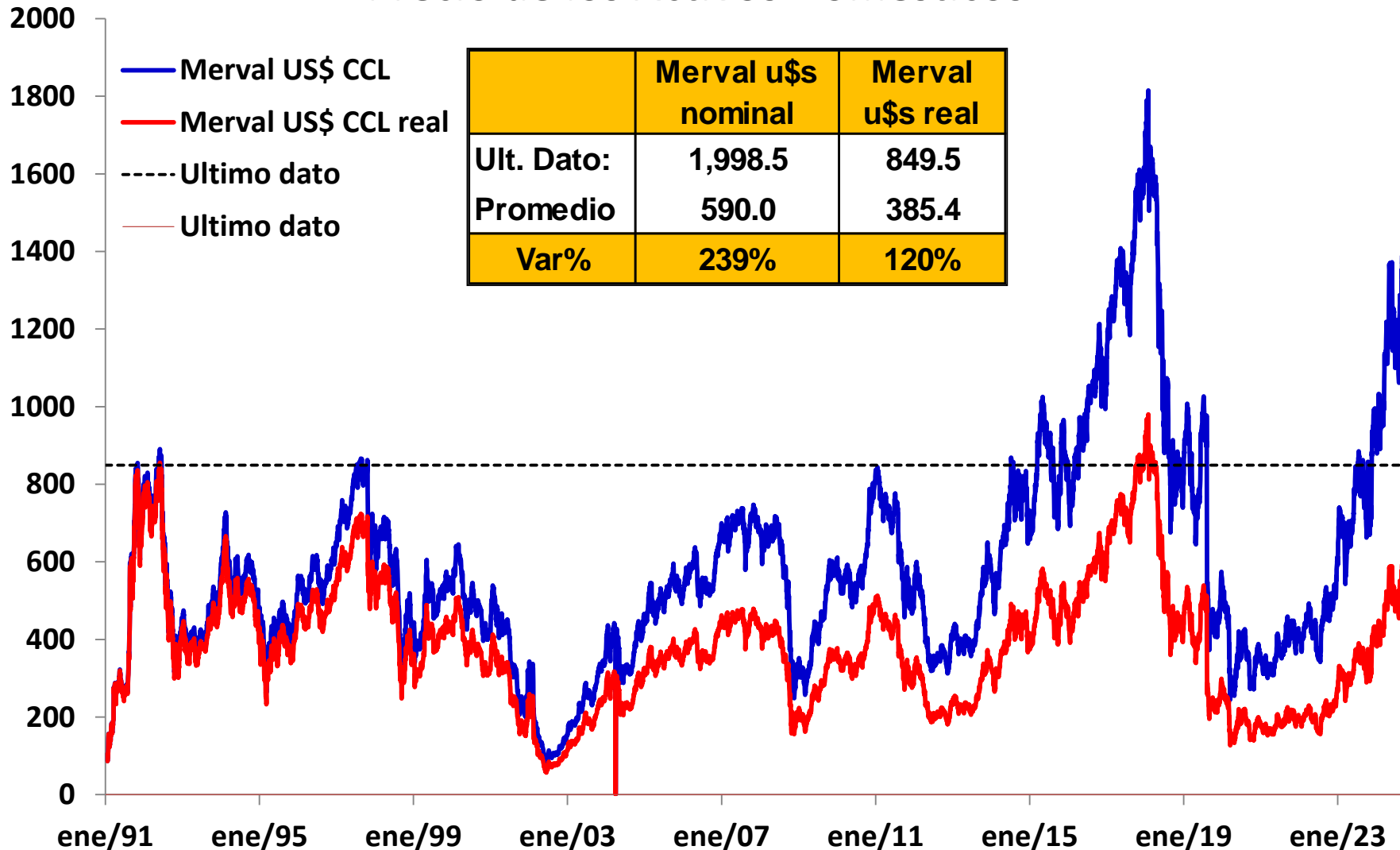
Boom financiero local: Se derrumban la brecha y el riesgo país

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. Una economía que tiende a normalizarse

I. Boom financiero

II. Desinflación con recuperación muy heterogénea

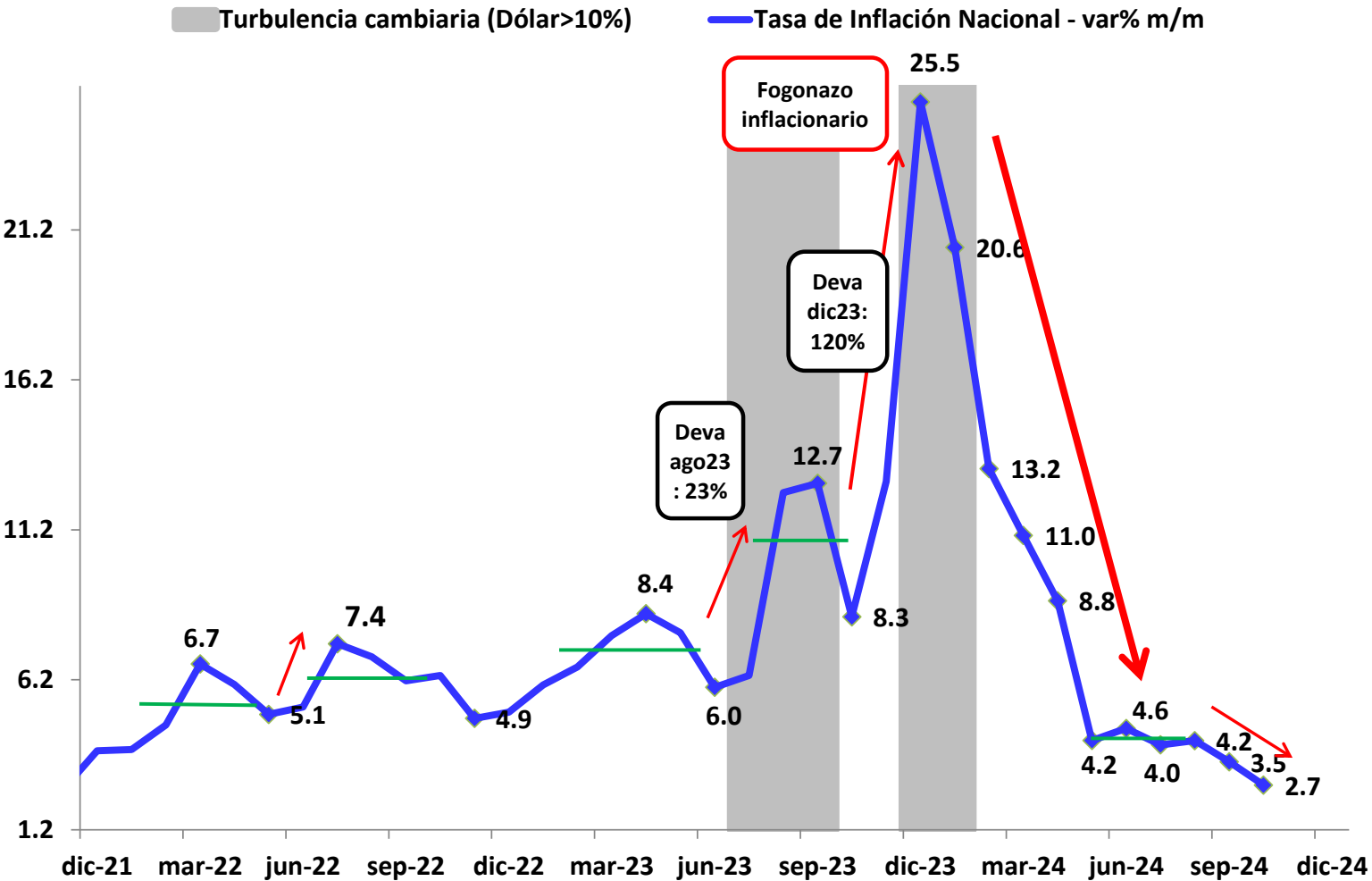
III. Ancla fiscal, cambiaria y monetaria: ¿cómo sigue?

III. Trump, Blanqueo y Señales de política económica

IV. ¿Hacia dónde vamos? Escenario 2024/25

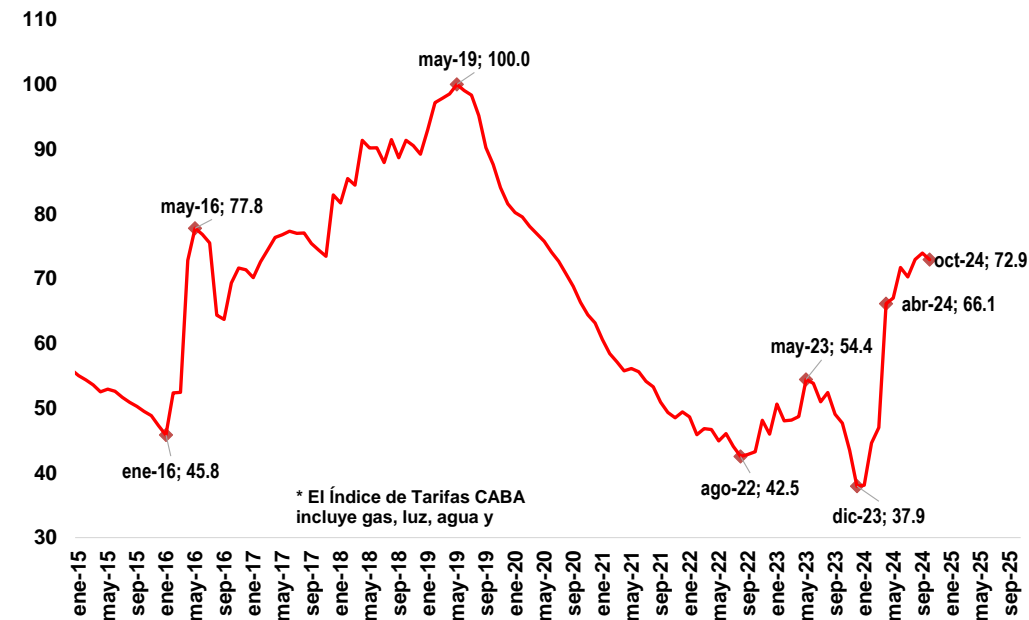
INFLACIÓN: Hubo una fuerte reducción de la tasa de inflación con una pausa entre mayo y agosto que se retomó en septiembre

Inflación: se prolonga el escenario de desinflación



Ajustes de Tarifas, ¿dónde estamos?

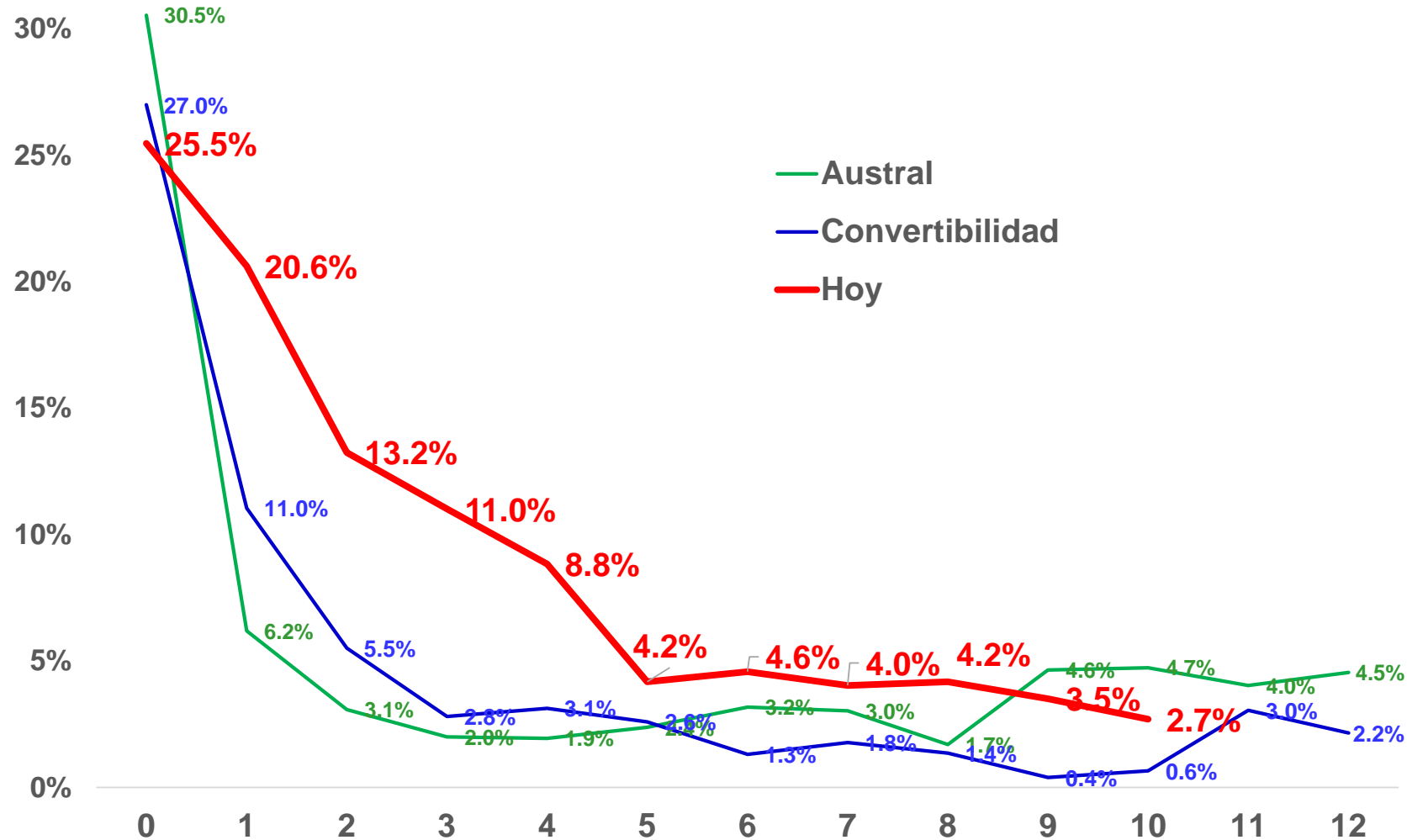
Índice de Tarifas CABA* / IPC Nacional



- ✓ Recesión
- ✓ Apreciación cambiaria

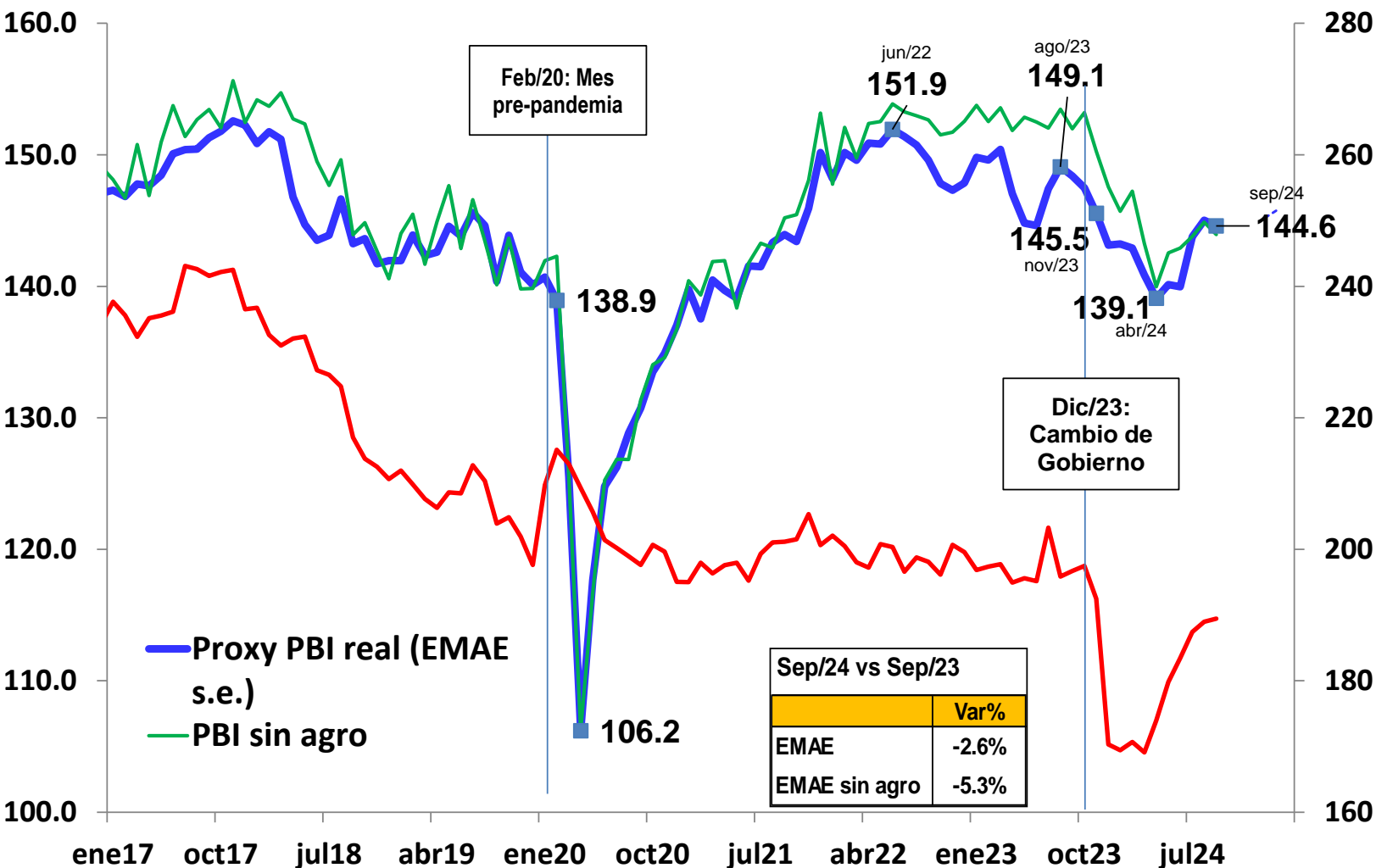
Con una tasa de inflación que lentamente converge a la trayectoria de la Convertibilidad

Desinflación actual vs Plan Austral y Plan de Convertibilidad



ACTIVIDAD: Economía que muestra un piso en abril y un repunte con gran heterogeneidad sectorial

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



Actividad Económica: Gran dispersión sectorial

EMAE - INDEC Variación % a/a	Sep-24 vs. sep-23	Sep-24 vs. sep-14
EMAE (Proxy PBI)	-3.3	1.9
Agricultura, ganadería, caza y sil	3.1	11.3
Electricidad, gas y agua	-4.2	10.6
Explotación de minas y canteras	7.6	21.8
Transporte y comunicaciones	-1.0	-0.4
Enseñanza	0.4	17.0
Servicios sociales y de salud	-0.5	11.6
Admin. pública y defensa; y otros	-2.0	13.1
Act.inmobiliaria, empresarial y otros	-0.2	14.0
Otras act. comunitarias y otros	-5.3	-17.4
Hoteles y restaurantes	-5.9	-10.5
Intermediación financiera	2.5	-8.1
Pesca	-25.2	35.7
Comercio mayorista, minorista y repar	-8.3	-1.9
Industria manufacturera	-6.2	-9.0
Construcción	-16.6	-10.4

Pero septiembre no habría sido buen mes, aunque si octubre

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 (RIPTE)	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	
feb/23	-0.1	-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	-0.1	8.0	-1.3	2.5	-30.5	3.4	-0.9	59%
mar/23	0.5	-1.8	1.9	8.7	-8.8	15.4	11.0	12.0	18.8	5.6	1.6	5.1	7.7	8.0	4.7	-4.6	-0.6	0.4	24.0	0.2	18.5	88%
abr/23	-2.2	-1.5	1.3	-7.8	-2.9	-8.0	-11.5	-10.1	-5.9	-3.8	-5.5	3.3	-9.2	-4.2	2.7	8.2	2.0	-2.4	-8.6	-1.5	-23.0	24%
may/23	-1.5	-0.5	-1.5	-7.2	26.8	6.4	8.8	11.7	1.3	0.6	5.5	-4.0	-7.4	2.7	-2.8	1.1	1.4	2.2	44.2	2.3	-1.1	71%
jun/23	-0.1	1.6	2.1	14.1	-0.8	7.7	5.2	4.3	-24.6	9.5	1.0	-1.5	10.1	-0.7	-1.6	0.9	-0.6	-1.6	-8.7	4.7	7.4	59%
jul/23	1.9	1.0	1.0	-6.0	-4.6	-25.3	-4.5	-0.9	21.6	-2.6	-3.2	-1.1	-1.6	-0.9	-0.1	-2.0	0.1	5.3	-4.3	9.7	-0.9	24%
ago/23	1.1	8.1	-5.8	-11.1	-11.9	-7.2	-6.9	-0.7	13.1	-6.1	3.5	-0.8	2.3	1.0	-1.4	-1.1	-4.2	-4.0	38.7	-0.1	0.8	41%
sep/23	-0.5	-3.1	-2.9	9.3	23.8	36.2	-19.9	-19.8	-23.1	5.2	-2.4	-1.2	-1.7	-6.6	-0.2	-5.9	-6.1	-7.3	-20.1	-4.0	-0.7	12%
oct/23	-0.6	-7.6	3.2	-7.7	-26.1	10.2	32.5	17.0	0.3	-9.5	6.9	-0.8	-6.3	-1.9	-0.2	15.0	3.0	-2.7	-22.9	2.4	-3.8	47%
nov/23	-1.3	-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	-2.6	-13.7	-5.0	1.8	12.7	2.3	5.8	47%
dic/23	-1.7	43.2	-13.7	-3.7	-38.0	-25.1	-27.7	-10.7	-24.3	-5.7	-15.3	-6.0	-11.9	-11.2	-9.2	-14.8	-15.4	-12.8	-13.5	-6.8	-7.0	0%
ene/24	0.1	7.3	-4.9	-17.1	-78.5	-6.5	-19.0	-21.9	-18.5	-8.2	-6.2	-1.7	-0.7	-2.6	-12.7	-18.1	-14.9	-9.6	106.8	-8.8	6.9	12%
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	-2.3	6.8	-0.4	8.6	-3.9	-6.3	11.1	59%
mar/24	-1.4	-7.8	2.7	14.6	0.8	-17.1	-12.5	-22.9	-12.4	-4.0	-6.6	-3.0	-6.1	-19.5	-15.9	-11.2	-2.4	2.3	3.0	-5.1	-6.2	18%
abr/24	-1.2	-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	1.2	6.4	-0.3	-0.3	-11.0	-5.7	-10.3	53%
may/24	0.7	-2.0	3.0	6.6	20.3	15.5	-0.5	13.2	8.2	-3.2	-4.4	0.0	-15.4	17.3	8.1	3.2	7.2	11.5	29.9	0.8	12.1	76%
jun/24	-0.1	-2.5	1.5	4.1	16.3	9.4	-6.4	4.0	-37.0	12.6	35.2	-2.4	-8.7	-8.4	2.0	9.7	10.3	-0.9	-14.1	3.3	-11.6	53%
jul/24	2.7	-1.6	2.5	0.1	-17.3	8.9	21.3	9.3	79.1	-3.1	-10.8	7.5	48.4	26.2	8.3	12.1	12.3	6.7	6.2	8.3	13.0	88%
ago/24	0.9	-1.8	-0.4	0.4	26.6	10.9	-0.1	18.8	43.3	3.3	8.2	1.8	-7.7	-13.1	-3.3	-4.3	9.9	-0.9	-7.8	3.1	-1.6	47%
sep/24	-0.3	-1.2	0.6	0.5	23.8	9.8	-1.1	-27.2	-39.7	-5.8	-11.2	2.6	5.6	3.6	2.4	-5.4	6.8	2.8	-11.7	-3.3	-10.4	44%
oct/24	0.4	-0.6		0.2	-24.1	14.7	0.5	3.5	5.4	5.6	9.5		8.1	-3.8		-2.8	5.6	1.9	9.3			83%

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

Demanda de trabajo - var% mensual sin estacionalidad

	Total	Agro, y pesca	Alimentos y tabaco	Textiles, cuero y calzado	Madera y papel	Química y petroquímica	Metal-mecánica	Automotores y neumáticos	Construcción	Comercio	Hotelería y restó	Transportes	Comunicaciones	Servicios financieros	Inmobiliarias y de alquiler	Informática	Servicios técnicos y/o profesionales	Servicios culturales
2014	0.03%	0.10%	0.08%	-0.30%	-0.29%	-0.12%	-0.13%	-0.57%	0.17%	-0.01%	0.07%	0.05%	0.10%	-0.11%	-0.11%	0.07%	-0.01%	-0.04%
2017	0.13%	0.07%	0.00%	-0.70%	-0.12%	-0.13%	0.15%	0.01%	0.83%	0.12%	0.22%	0.02%	-0.09%	0.01%	-0.15%	0.39%	0.17%	0.00%
2022	0.37%	-0.16%	0.24%	0.68%	0.22%	0.23%	0.41%	0.52%	1.12%	0.48%	1.44%	0.26%	-0.21%	-0.06%	-0.29%	0.52%	0.33%	0.39%
Ene-Jun24	-0.33%	0.35%	0.00%	-0.94%	-0.52%	-0.19%	-0.47%	-0.32%	-2.20%	-0.10%	-0.42%	-0.26%	-0.36%	-0.04%	-0.17%	0.16%	-0.22%	-0.31%
Jul-Ago24	-0.02%	0.04%	0.13%	-0.33%	-0.18%	0.01%	-0.24%	-0.42%	0.05%	0.18%	-0.23%	-0.10%	-0.49%	-0.05%	-0.09%	0.34%	0.00%	-0.45%

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?

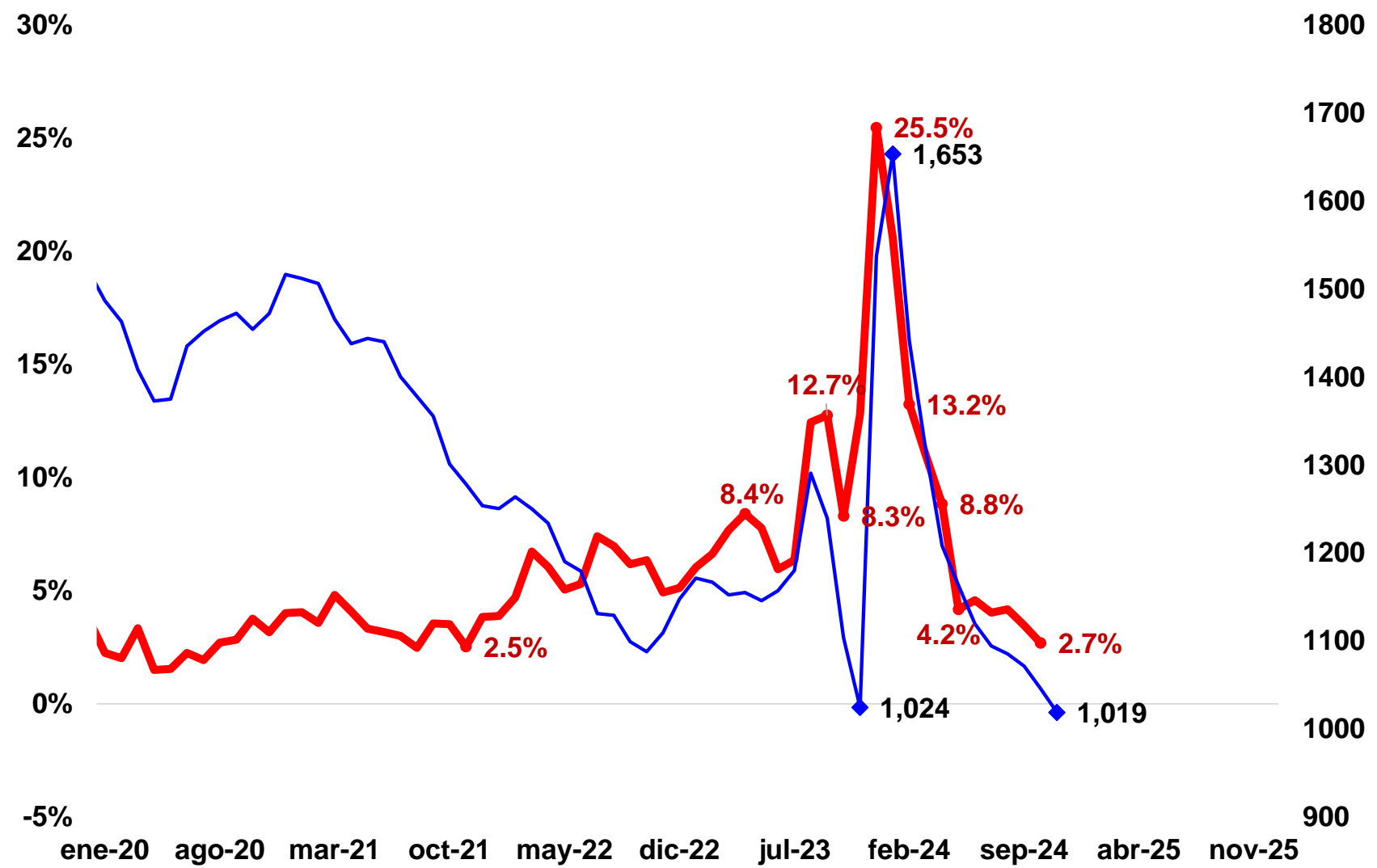
III. Trump, Blanqueo y Señales de política económica

IV. ¿Hacia dónde vamos? Escenario 2024/25

POLÍTICA CAMBIARIA: Al servicio del objetivo inflacionario con continuidad del crawl

Inflación y apreciación cambiaria

IPC - var% mensual y TCR Multilateral



Con una tasa de inflación que baja, pero con más apreciación cambiaria

TCR y la Inflación "del Programa"

	Inflación	Cambiaria	EE.UU.	Del programa	TCRM
feb-24	13.2%	2.0%	0.4%	10.8%	1,441
mar-24	11.0%	2.0%	0.4%	8.6%	1,318
abr-24	8.8%	2.0%	0.3%	6.5%	1,208
may-24	4.2%	2.1%	0.0%	2.1%	1,163
jun-24	4.6%	2.0%	-0.1%	2.6%	1,119
jul-24	4.0%	2.2%	0.2%	1.6%	1,094
ago-24	4.2%	2.1%	0.2%	1.9%	1,085
sep-24	3.5%	2.0%	0.2%	1.3%	1,071
oct-24	2.7%	2.0%	0.2%	0.4%	1,046
nov-24					1,019

POLÍTICA FISCAL: Fuerte ajuste fiscal a en línea con el equilibrio fiscal y la eliminación del financiamiento monetario ...

Sector Público Nacional - base caja

SPN \$ MM	oct-24 \$ MM	oct-23 \$ MM	Var.% nom	Var.% a/a Real	9M'24 Var% real	10M-24 % PBI	10M-23 % PBI	Var.pp del PBI
INGRESOS	9,358	3,495	167.8	-8.6	-6.9	16.6	17.2	-0.6
Tributarios totales	8,277	2,846	190.8	-0.7	-9.1	14.1	14.7	-0.6
Trib. sin retenciones e imp PAIS	7,724	2,673	188.9	-1.4	-11.3	13.0	13.9	-0.9
Retenciones a las exportaciones	552	173	219.8	9.2	34.4	1.0	0.7	0.3
Impuesto PAÍS	394	235	67.7	-42.8	95.5	1.2	0.7	0.5
Rentas de propiedad y otros	1,082	649	66.8	-43.1	6.6	2.5	2.5	0.0
GASTO PRIMARIO	8,611	3,825	125.1	-23.2	-28.9	14.4	19.3	-4.9
Prestaciones sociales	4,475	1,628	174.9	-6.2	-16.6	7.5	8.5	-1.0
Salarios	1,162	481	141.8	-17.5	-19.5	2.1	2.5	-0.4
Bienes y Servicios	251	143	75.7	-40.0	-32.0	0.5	0.7	-0.2
Planes sociales	767	583	31.5	-55.1	-26.2	1.5	2.1	-0.6
Subsidios económicos	819	327	150.6	-14.5	-32.4	1.5	2.1	-0.6
Energía	608	220	176.4	-5.7	-33.8	1.2	1.6	-0.5
Transporte y otros	203	90	125.3	-23.1	-27.5	0.4	0.5	-0.1
Gastos de capital	257	299	-14.0	-70.6	-78.5	0.4	1.7	-1.3
Transferencias a provincias	225	156	44.5	-50.7	-70.1	0.2	0.7	-0.4
Déficit Empresas Públicas	656	209	213.2	6.9	-40.3	0.7	1.0	-0.3
Res PRIMARIO (FMI)	747	-330	-326	-177	-201	2.2	-2.1	4.3
Intereses netos	224	124	80.4	-38.4	-8.6	1.6	1.6	-0.1
RESULTADO FISCAL	523	-454	-215	-139.3	-114.1	0.6	-3.7	4.4

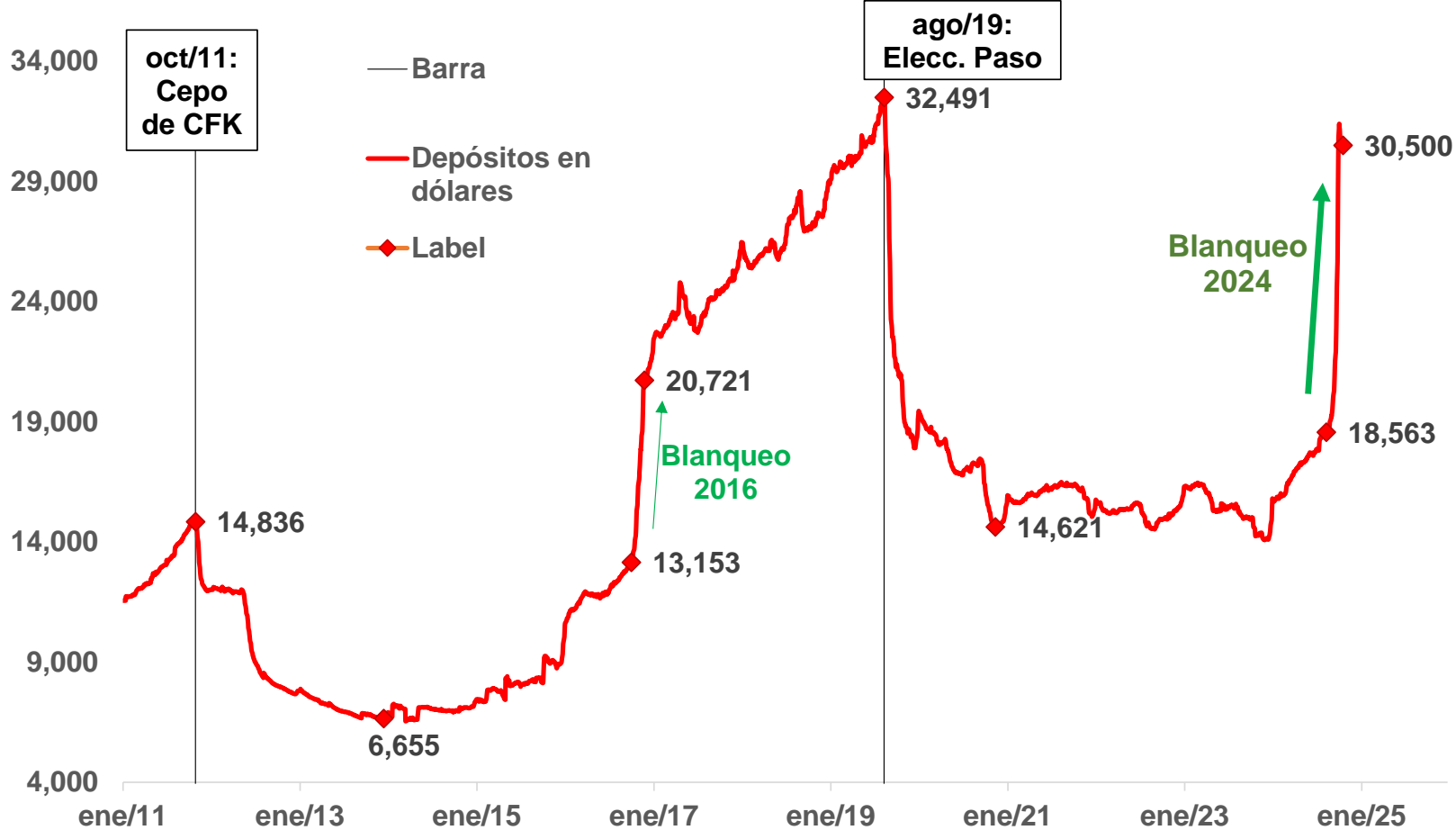
... aunque es un equilibrio fiscal en base a ciertos artilugios fiscales

\$ Billones	Superávit primario	Interés	Superávit fiscal	Interés capitalizado	Superávit fiscal total
ene-24	2.01	1.49	0.52		0.52
feb-24	1.23	0.89	0.34		0.34
mar-24	0.63	0.35	0.28		0.28
abr-24	0.26	0.25	0.02		0.02
may-24	2.33	1.15	1.18		1.18
jun-24	0.49	0.25	0.24	0.17	0.07
jul-24	0.91	1.51	-0.60	0.37	-0.97
ago-24	0.90	0.90	0.00	0.36	-0.36
sep-24	0.82	0.35	0.47	1.61	-1.15
oct-24	0.75	0.22	0.52	0.74	-0.22
nov-24	1.61	1.17	0.44	1.20	-0.76
dic-24	-2.27	0.58	-2.85	1.11	-3.97
Total	9.66	9.10	0.55	5.57	-5.02
% PBI	1.6%	1.5%	0.1%	0.9%	-0.9%

BLANQUEO EXITOSO: Generó un fuertísimo aumento de depósitos privados en dólares ...

Depósitos privados en dólares

datos diarios en u\$s M

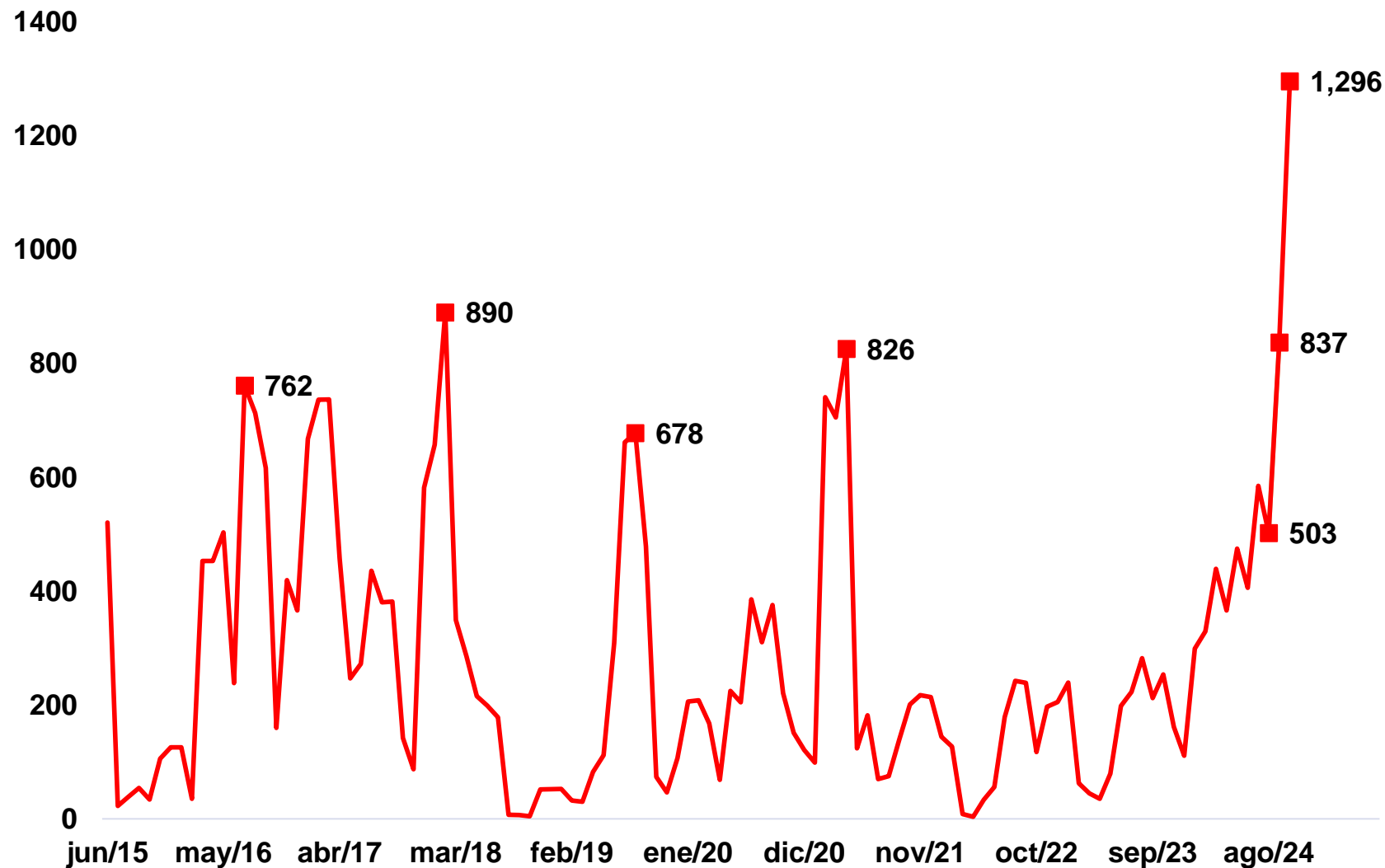


Blanqueo 2024: Impacto en Reservas

	fin dic23	Dic-Abr prom mensual	May-Jul prom mensual	19-nov vs. 8-ago
Reservas Brutas	23,073	27,578	26,402	30,274
Var:		1,118	-429	2,898
Compra de dólares		2,878	-35	3,202
Pagos de deuda del Tesoro		-878	-1,163	-3,651
Encajes bancarios		-200	837	4,085
Otros		-682	-69	-738

La mayor liquidez en dólares comenzó a derramar en otros mercados

Colocaciones de ONs en dólares
 Datos en u\$sM - prom. mensual de 3 meses



Emisión de ON en u\$s

u\$sM	Monto u\$sM
2015	2,654
2016	5,027
2017	5,922
2018	1,824
2019	2,777
2020	2,610
2021	3,724
2022	1,529
2023	1,701
2024	7,619

E-Jun'24	2,537
Jl-Nov'24	5,046

POLÍTICA MONETARIA: Un mayor control de la expansión monetaria tras el desarme de PR del BCRA y la “emisión cero” (intervención CCL)

Política de Intervención del BCRA

En miles de millones de pesos corrientes

	Base Monetaria	Oferta de Base Monetaria						Depósitos Total \$	Depó Priv Total \$	Prest. S Priv	M2 priv Total \$	PF Priv Total \$	M3 Priv Total \$	Brecha	Tasa PM
		Var.BM	Compra de u\$s	Lelics/ Pases	LEFI	Gobi-erno	Cpra vta bonos /CCL								
2024 :															
11/05	13,971						65,775	50,328	21,523	38,653	23,206	58,780	22.2	50.0	
11/06	16,686						69,227	51,408	24,944	40,779	22,960	61,155	44.7	40.0	
Var \$M:	2,715	2,715	1,344	16,823	0	-13,876	-1,576	3,451	1,080	3,421	2,126	-245	23	-10	
V%/ %tot	19.4						5.2	2.1	15.9	5.5	-1.1	4.0			
2024 :															
11/06	16,686						69,227	51,408	24,944	38,195	22,960	61,155	44.7	40.0	
12/07	21,715						73,100	56,674	28,971	44,473	24,399	68,871	55.0	40.0	
Var \$M:	5,028	5,028	7	9,211	0	-6,148	1,958	3,874	5,267	4,026	6,278	1,439	10	0	
V%/ %tot	30.1						5.6	10.2	16.1	16.4	6.3	12.6			
2024 :															
19/09	22,299						81,052	60,170	38,971	44,446	28,793	73,239	26.4	40.0	
19/10	22,523						86,137	63,483	42,993	45,317	31,912	77,229	21.5	40.0	
Var \$M:	224	224	1,177	23	-2,680	1,511	194	5,085	3,313	4,023	871	3,119	-5	0	
V%/ %tot	1.0						6.3	5.5	10.3	2.0	10.8	5.4			
2024 :															
19/10	22,523						86,137	63,483	42,993	45,317	31,912	77,229	21.5	40.0	
19/11	23,944						90,526	66,459	46,502	46,826	33,907	80,733	13.0	35.0	
Var \$M:	1,421	1,421	1,841	-1	-3,710	2,888	404	4,389	2,976	3,509	1,509	1,995	-8	-5	
V%/ %tot	6.3						5.1	4.7	8.2	3.3	6.3	4.5			

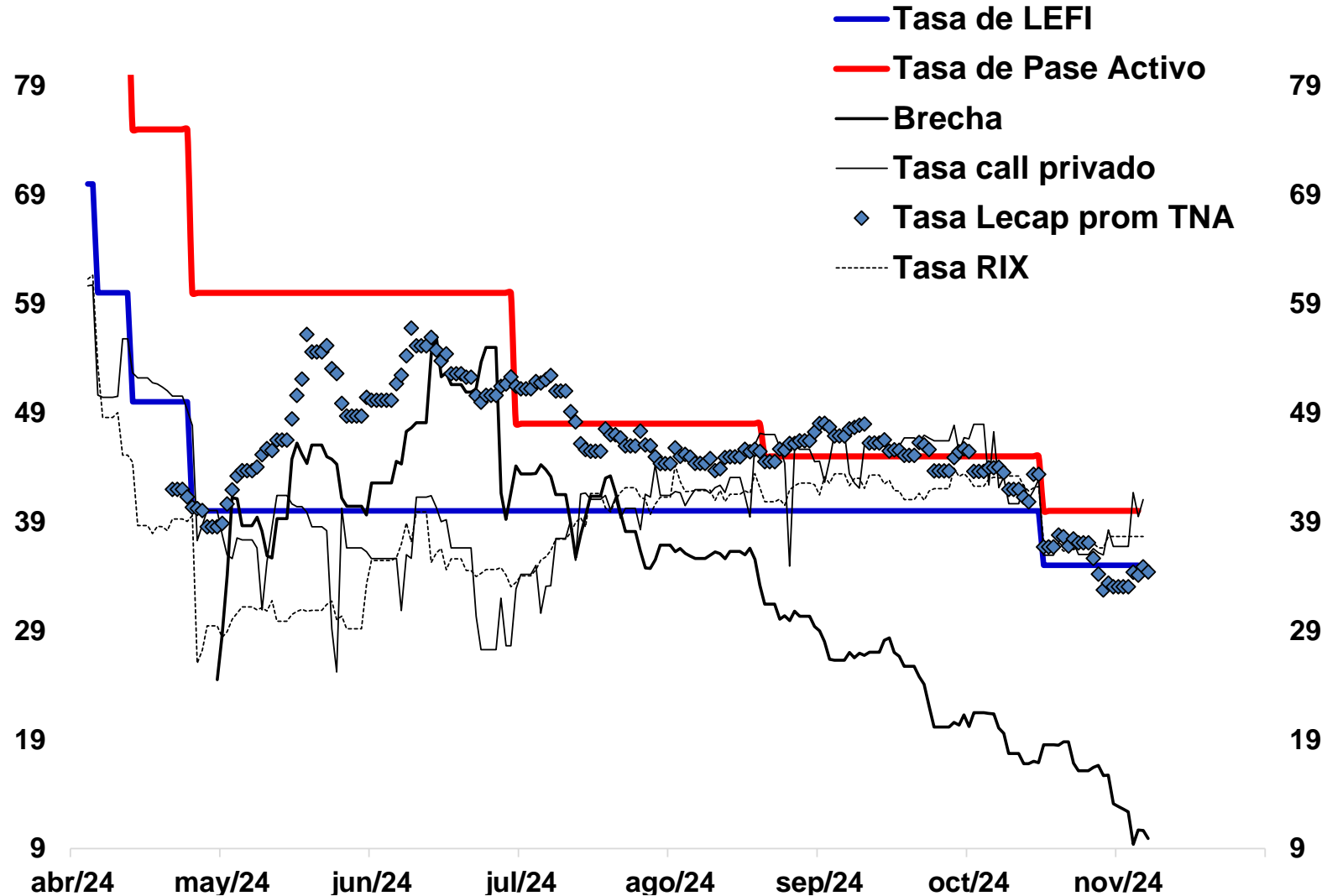
Donde con menos inflación aumenta la demanda de crédito al sector privado y el BCRA la convalida

Balance del Sistema Financiero

En \$ MM ctes	18-oct-24	19-nov-24	Var \$MM	Var %	16-jul-24	19-nov-24	Var \$MM	Var %
BANCOS								
Activos	115,153	115,810	657	0.6%	99,495	115,810	16,315	16.4%
Encajes	8,777	9,670	893	10.2%	8,479	9,670	1,191	14.0%
Gobierno+BCRA	63,382	59,638	-3,744	-5.9%	61,154	59,638	-1,515	-2.5%
Leliqs y Pases	0	0	0	#¡DIV/0!	11,751	0	-11,751	-100.0%
LEFI	11,194	15,275	4,081	36.5%	0	15,275	15,275	#¡DIV/0!
Bonos + Pr Púb.	52,188	44,363	-7,825	-15.0%	49,402	44,363	-5,039	-10.2%
Préstamos priv	42,993	46,502	3,509	8.2%	29,862	46,502	16,640	55.7%
Pasivos	115,153	115,810	657	0.6%	99,495	115,810	16,315	16.4%
Depo priv	63,483	66,459	2,976	4.7%	56,399	66,459	10,060	17.8%
Vista	31,571	32,552	981	3.1%	32,079	32,552	473	1.5%
PF	31,912	33,907	1,995	6.3%	24,320	33,907	9,587	39.4%
Depo Púb	22,654	24,066	1,413	6.2%	17,558	24,066	6,509	37.1%
Resto	29,016	25,285	-3,731	-12.9%	25,539	25,285	-254	-1.0%

Y el BCRA convalida la presión a la baja sobre las tasas de interés

Tasas de interés de referencia y mercado en \$ datos diarios



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?

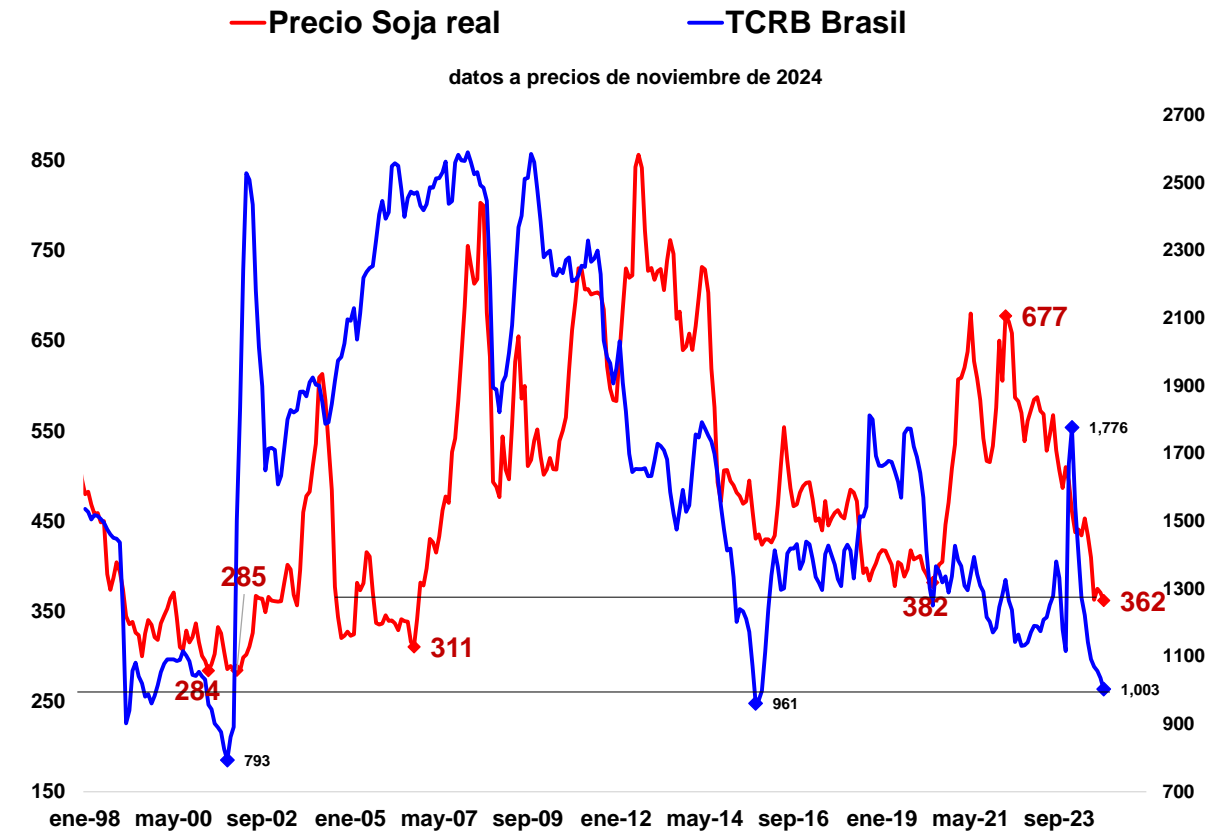
III. Trump, Blanqueo y Señales de política económica

IV. ¿Hacia dónde vamos? Escenario 2024/25

El efecto Trump, ayuda en lo financiero, pero no en lo real

El Efecto Trump (5/11) en el Tipo de Cambio Real Multilateral (TCRM)

	TCN	TCRM	TCR					
			EE.UU. 6%	Brasil 29%	China 16%	Europa 18%	Chile 3%	Sin Brasil 0.711
	1	2	3	4	5	6	7	8
11-ago-23	287.3	95.71	104.2	96.2	86.8	101.6	95.0	96
11-dic-23	366.0	74.90	83.3	76.2	66.2	79.1	74.3	74
31-dic-23	808.5	145.71	159.2	148.8	128.7	155.5	141.5	144
5-nov-24	994.8	82.90	96.2	77.1	76.1	92.8	80.8	85
26-nov-24	1007.8	80.70	95.7	76.0	73.4	88.0	78.8	83
Último dato vs.:								
5-nov-24	1.3%	-2.7%	-0.5%	-1.6%	-3.5%	-5.2%	-2.5%	-3.1%
31-dic-23	24.6%	-44.6%	-39.9%	-49.0%	-42.9%	-43.4%	-44.3%	-42.8%
11-dic-23	175.3%	7.7%	14.9%	-0.4%	11.0%	11.2%	6.1%	11.1%



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)

I. Claves del escenario local

II. Una economía que tiende a normalizarse

I. Boom financiero

II. Desinflación con recuperación muy heterogénea

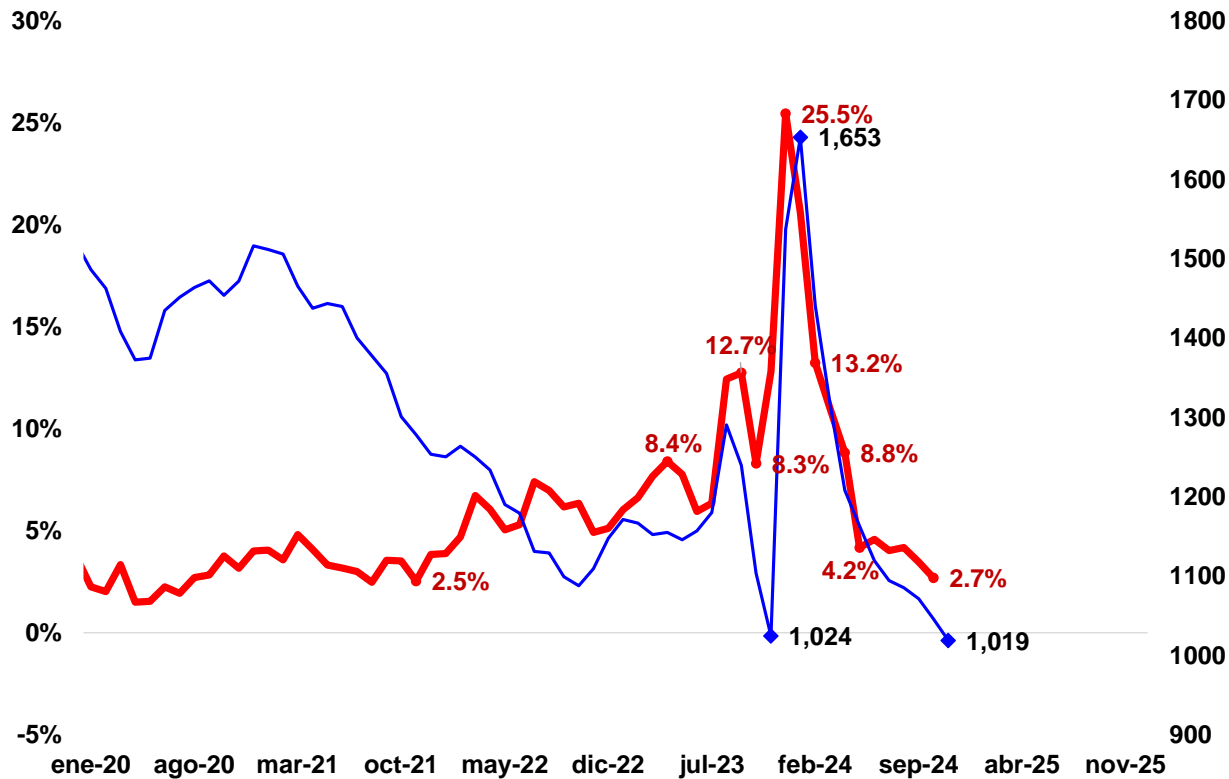
III. Ancla fiscal, cambiaria y monetaria: ¿cómo sigue?

III. Trump, Blanqueo y Señales de política económica

IV. ¿Hacia dónde vamos? Escenario 2024/25

Con un crawl declinante es probable que la tasa de inflación continúe disminuyendo (y el peso se aprecie más)

Inflación y apreciación cambiaria
IPC - var% mensual y TCR Multilateral



TCR y la Inflación "del Programa"

	Inflación	Cambiaria	EE.UU.	Del programa	TCRM
feb-24	13.2%	2.0%	0.4%	10.8%	1,441
mar-24	11.0%	2.0%	0.4%	8.6%	1,318
abr-24	8.8%	2.0%	0.3%	6.5%	1,208
may-24	4.2%	2.1%	0.0%	2.1%	1,163
jun-24	4.6%	2.0%	-0.1%	2.6%	1,119
jul-24	4.0%	2.2%	0.2%	1.6%	1,094
ago-24	4.2%	2.1%	0.2%	1.9%	1,085
sep-24	3.5%	2.0%	0.2%	1.3%	1,071
oct-24	2.7%	2.0%	0.2%	0.4%	1,046
nov-24					1,019

Si el blanqueo sigue ayudando a financiar el déficit de cta cte las reservas dejarían de caer y la política cambiaria se podría mantener

Balance Cambiario y Reservas del BCRA - Estimación mensual hasta julio 2025 y cierre 2025

u\$s M	8Meses	sep	oct	nov	dic	ene	feb	mar	abr	may	jun	jul	2023	2024	2025
	2024	2024	2024	2024	2024	2025	2025	2025	2025	2025	2025	2025	Año	Año	Año
Cuenta Corriente Caja	6,001	-700	-1,216	-2,591	-773	-1,656	-1,995	-1,700	-540	-1,669	-1,626	-2,353	-3,581	722	-18,459
Bienes	16,729	528	-237	-883	108	-257	-163	-336	499	-9	-744	-50	12,486	16,245	-1,542
Exportaciones	43,482	5,539	5,666	5,160	5,430	4,809	4,730	5,362	5,939	6,199	5,831	6,182	61,663	65,276	69,271
Importaciones	26,753	5,011	5,903	6,043	5,322	5,066	4,893	5,699	5,440	6,208	6,575	6,232	49,178	49,032	70,813
Servicios reales	-2,425	-650	-485	-430	-372	-677	-646	-895	-552	-469	-397	-360	-6,195	-4,362	-6,531
Exportaciones	5,503	665	663	671	853	767	674	808	698	759	734	710	7,542	8,356	8,203
Importaciones	7,928	1,315	1,149	1,101	1,225	1,444	1,319	1,703	1,250	1,228	1,131	1,070	13,737	12,719	14,734
Intereses netos	-8,068	-577	-466	-1,251	-475	-711	-1,174	-453	-469	-1,171	-467	-1,927	-9,534	-10,837	-10,190
Deuda pública	6,736	365	217	982	204	862	914	207	222	915	207	1,908	7,255	8,505	7,696
Deuda privada	2,159	231	263	280	293	295	292	279	287	291	292	292	3,106	3,228	3,480
Utilidades y otros	-235	-1	-27	-27	-33	-11	-13	-15	-18	-19	-18	-15	-338	-324	-195
Cuenta capital y financiera	-3,157	1,153	2,656	2,995	3,483	3,303	2,073	1,564	1,361	1,330	1,318	3,067	-18,092	7,129	22,250
Compra de dólares billete (FAE)	478	50	91	90	92	88	84	86	89	88	88	87	-1,100	802	1,047
Efecto neto del Blanqueo (y otros)	4,848	2,197	2,724	2,016	1,531	1,216	1,170	685	483	461	465	470	-2,191	13,316	7,366
Suba de billetes u\$s en bancos (-)	1,426	-9,985	-458	2,872	1,070	751	701	213	8	-18	-18	-17	-1,683	-5,076	1,544
Suba de depósitos u\$s en bancos	3,422	12,182	3,182	-856	461	465	468	472	476	479	483	487	-508	18,391	5,822
Deuda privada	1,105	405	497	495	491	490	490	487	487	486	483	474	-5,373	2,994	5,810
Inversión Extranjera Directa	582	69	90	96	86	88	96	96	101	103	105	108	913	923	1,288
FMI	927	0	0	0	1,001	0	0	0	0	0	0	0	-5,078	1,929	0
Otros org.internacionales y bilaterales	-3,501	-419	75	75	75	75	75	75	75	75	75	75	1,134	-3,695	900
BIS	-3,000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-3,000	0
Intervención CCL BCRA	-637	-120	-100	-100	-100	-100	-100	-100	-100	-100	-100	-100	-4,672	-1,057	-1,200
Gobierno / BCRA/ Bonos - Repo	-1,427	-447	-1,054	0	0	99	0	0	0	0	0	99	0	0	198
Repo BCRA/ Tesoro	0	0	0	0	0	3,000	0	0	0	0	0	3,000	0	0	6,000
Otros movimientos	-5,533	-582	332	322	306	1,347	258	234	226	216	203	1,854	-671	-5,155	6,840
Ajustes por valuación	802	496	-53	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Variación de Reservas Brutas	3,646	454	1,440	404	2,710	1,647	78	-137	822	-339	-307	714	-21,524	8,653	3,791
Stock de Reservas Brutas, fp	26,719	27,172	28,618	29,022	31,732	33,379	33,457	33,320	34,142	33,803	33,496	34,210			
Stock de Reservas Netas, fp	-2,984	-3,888	-4,094	-5,997	-3,973	-2,713	-2,993	-3,020	-1,902	-1,938	-1,962	-984			

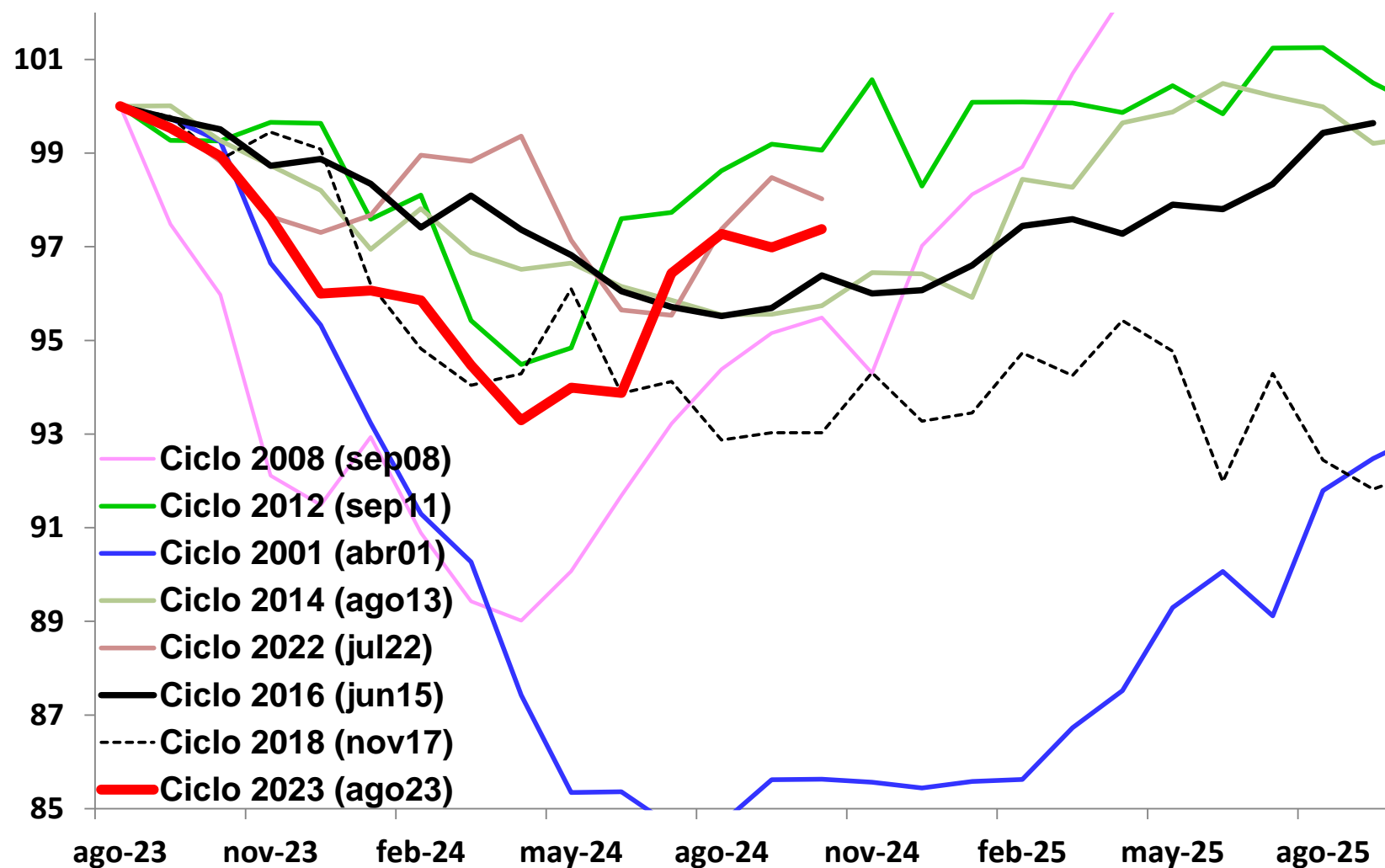
El ritmo de recuperación salarial se prolonga, pero más moderadamente

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
jul-23	6.3%	112.6	7.4%	1.0%	105.6	10.8%	4.2%	111.9	13.3%	6.6%
ago-23	12.4%	106.0	5.9%	-5.8%	101.8	8.3%	-3.6%	105.5	6.0%	-5.7%
sep-23	12.7%	102.9	9.5%	-2.9%	102.2	13.2%	0.4%	103.8	11.0%	-1.6%
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%	97.4	6.3%	2.2%	83.1	6.7%	2.6%
ago-24	4.2%	94.5	3.8%	-0.4%	98.2	5.0%	0.8%	83.5	4.7%	0.5%
sep-24	3.5%	95.0	4.1%	0.6%						
Var% último dato vs nov-23:										
	152.9%	-5.0%	140.4%		-1.8%	140.0%		-16.5%	104.2%	

Con política fiscal neutral, monetaria q/convalida el crédito privado, y cambiaria al servicio inflacionaria, la economía seguiría repuntando

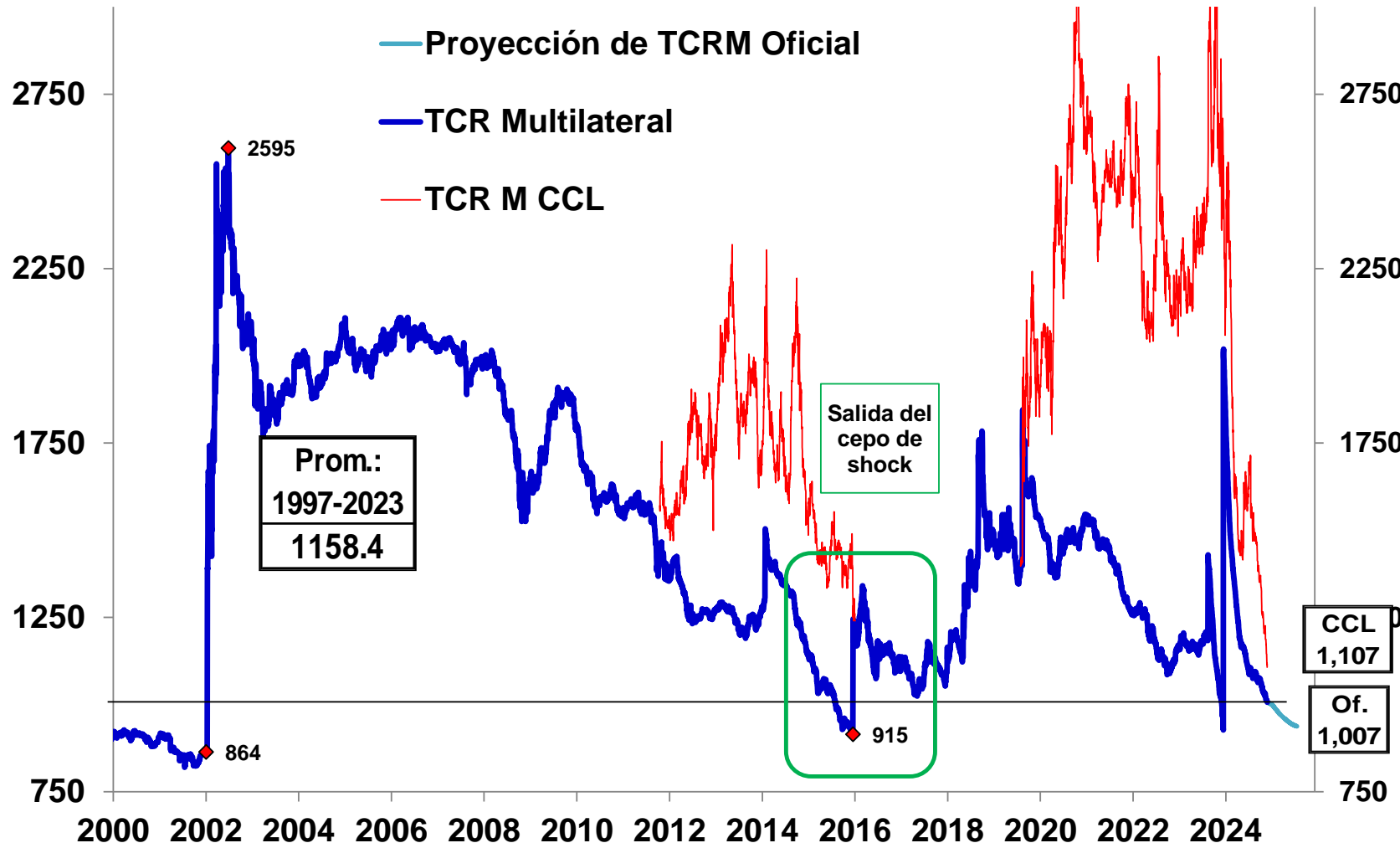
Recesiones Comparadas: PBI total En un nuevo Ciclo Económico Contractivo



Riesgo I: La velocidad en que se aprecie el peso no sea compensado por la productividad local

SIMs con TCR Multilateral

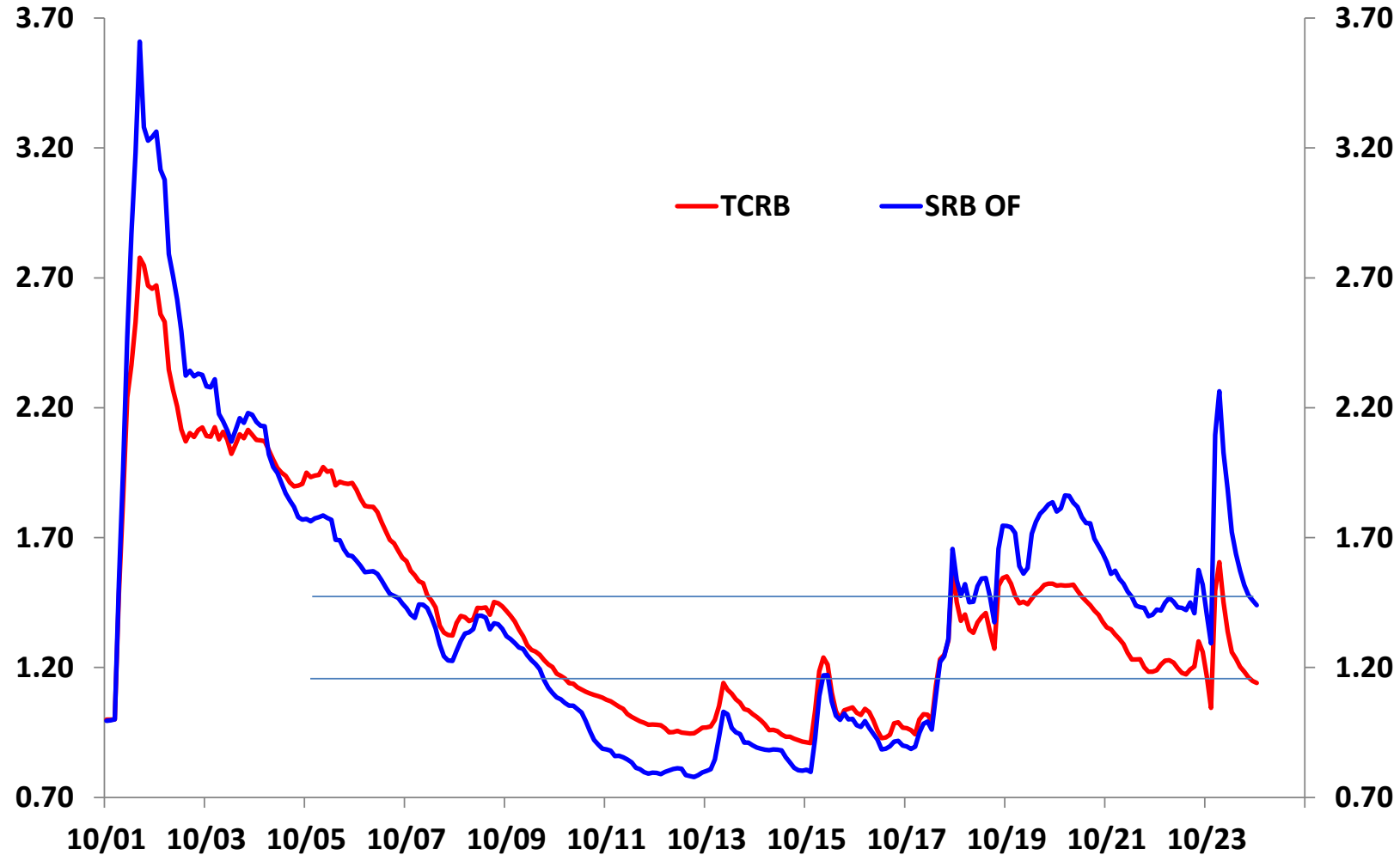
Dólar y Tipo de Cambio Real Multilateral TCReal Multilateral Oficial y CCL GGAL - BCRA



	TC multilateral	TCN	TCR Multi
17/12/15		14	1245
29/2/16		16	1340
30/6/17		17	1090
31/12/17		19	1129
11/8/23		287	1192
14/8/23		350	1429
17/11/23		354	1034
10/12/23		364	994
12/12/23		367	927
13/12/23		800	2009
22/11/24		1007	1007
30/11/24		1012	1005
31/12/24		1033	1000
31/3/25		1016	962
2003-05			1992
2016			1119
2017			1096

Aunque hoy algo amortiguado por salarios bajos en dólares

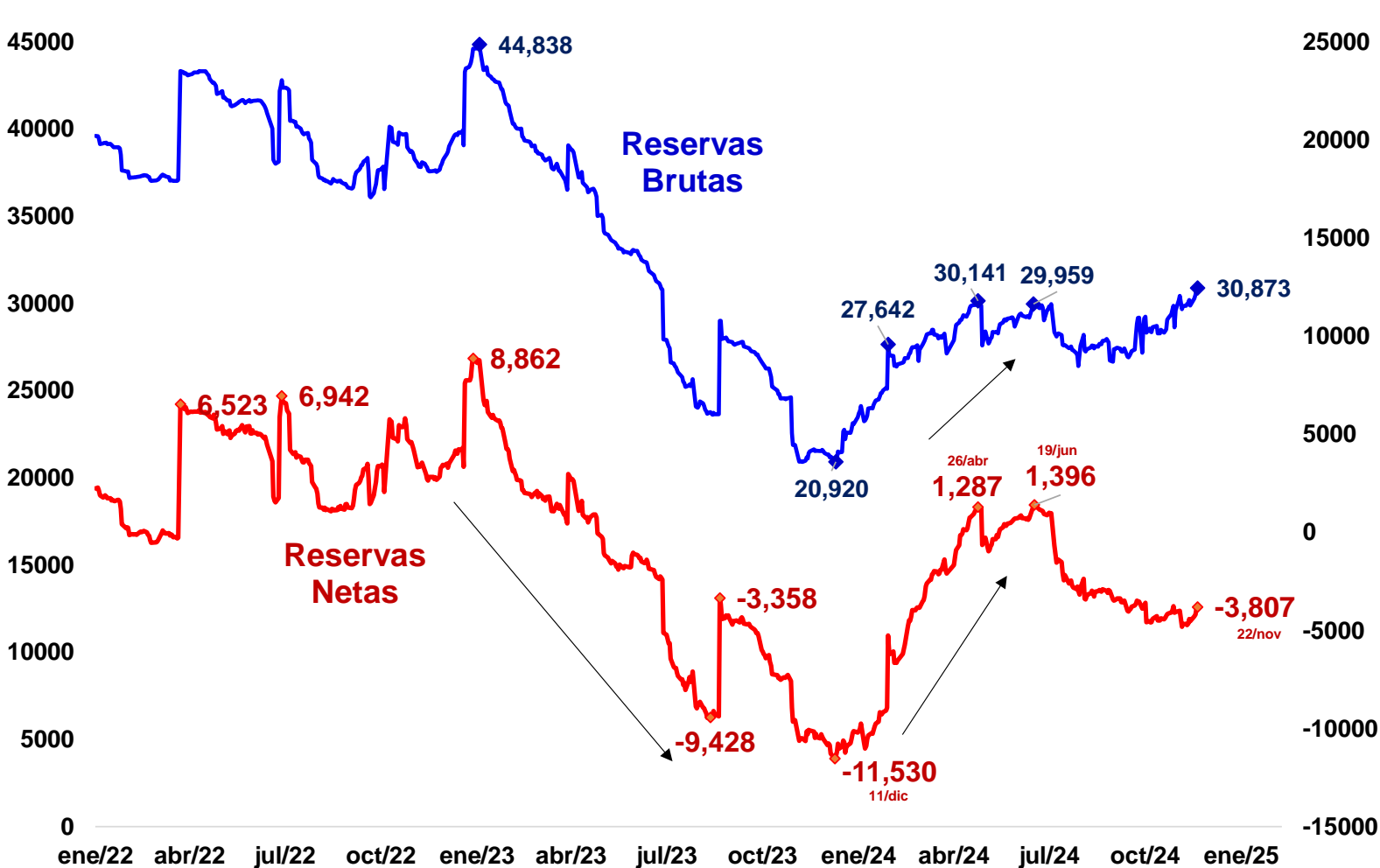
Competitividad Salarial y Cambiaria con TCN Of. (3500)
Salario Real Bilateral Arg / EE.UU.



En un contexto de fragilidad financiera y elevados pagos de deuda externa por delante

Reservas Brutas y Netas del BCRA

Datos diarios desde enero 2022



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		5,000
Total 2/	16,208	17,174	22,007	55,390

Riesgos II: La velocidad de reducción de impuestos sea mayor a la mejora de ingresos por reactivación económica

Sector Público Nacional - base caja

SPN \$ MM	oct-24 \$ MM	oct-23 \$ MM	Var.% nom	Var.% a/a Real	9M'24 Var% real
INGRESOS	8,408	3,495	140.6	-17.9	-6.9
Tributarios totales	8,277	2,846	190.8	-0.7	-9.1
Trib. sin retenciones e imp PAIS	6,774	2,673	153.4	-13.5	-11.3
Retenciones a las exportaciones	552	173	219.8	9.2	34.4
Impuesto PAÍS	394	235	67.7	-42.8	95.5
Rentas de propiedad y otros	1,082	649	66.8	-43.1	6.6
GASTO PRIMARIO	8,611	3,825	125.1	-23.2	-28.9
Prestaciones sociales	4,475	1,628	174.9	-6.2	-16.6
Salarios	1,162	481	141.8	-17.5	-19.5
Bienes y Servicios	251	143	75.7	-40.0	-32.0
Planes sociales	767	583	31.5	-55.1	-26.2
Subsidios económicos	819	327	150.6	-14.5	-32.4
Energía	608	220	176.4	-5.7	-33.8
Transporte y otros	203	90	125.3	-23.1	-27.5
Gastos de capital	257	299	-14.0	-70.6	-78.5
Transferencias a provincias	225	156	44.5	-50.7	-70.1
Déficit Empresas Públicas	656	209	213.2	6.9	-40.3
Res PRIMARIO (FMI)	-203	-330	-39	-79	-201
Intereses netos	224	124	80.4	-38.4	-8.6
RESULTADO FISCAL	-427	-454	-6	-67.9	-114.1

SPN sin ingresos extra de lo recaudado por blanqueo y moratoria

Y la presión por recortes de impuestos irá creciendo con un TCR más apreciado

Sector Público Nacional - base caj	En % del PBI		
	2024	2023	Var.
SPN \$ MM			
INGRESOS	17.4	16.7	0.7
Tributarios totales	14.9	14.2	0.7
Tributarios sin retenciones	13.8	13.4	0.4
Retenciones a las exportaciones	1.0	0.8	0.2
Impuesto PAÍS	1.2	0.8	0.4
GASTO PRIMARIO	15.7	19.6	-3.9
Prestaciones sociales	8.4	8.5	-0.1
Salarios	2.3	2.6	-0.4
Bienes y Servicios	0.5	0.7	-0.2
Planes sociales	1.3	2.2	-0.9
Subsidios económicos	1.6	2.1	-0.5
Gastos de capital	0.4	1.6	-1.2
Transferencias a provincias	0.3	0.8	-0.5
Déficit Empresas Públicas	0.9	1.2	-0.3
Res PRIMARIO (FMI)	1.7	-2.9	4.6
Intereses netos	1.6	1.7	-0.1
RESULTADO FISCAL	0.1	-4.6	4.6

- 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
- V. Conclusiones

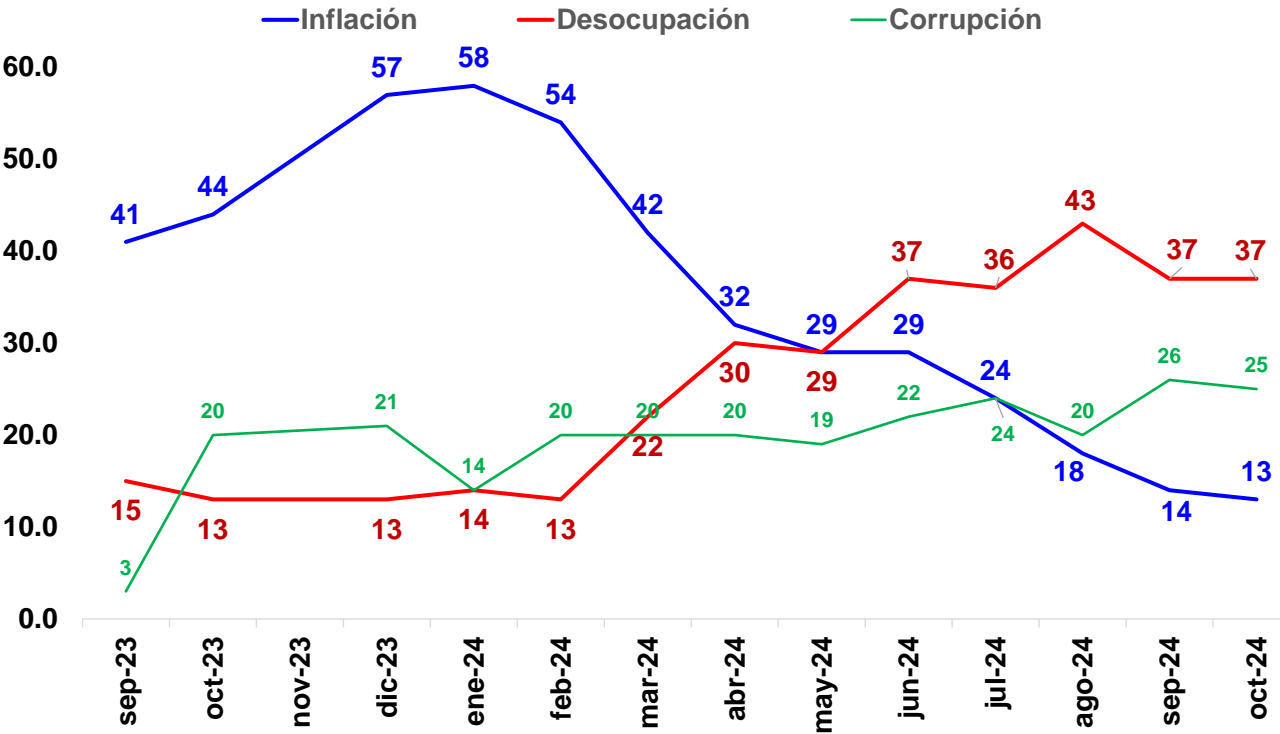
La política monetaria hoy no es contractiva

Proyecciones: depósitos y créditos bancarios

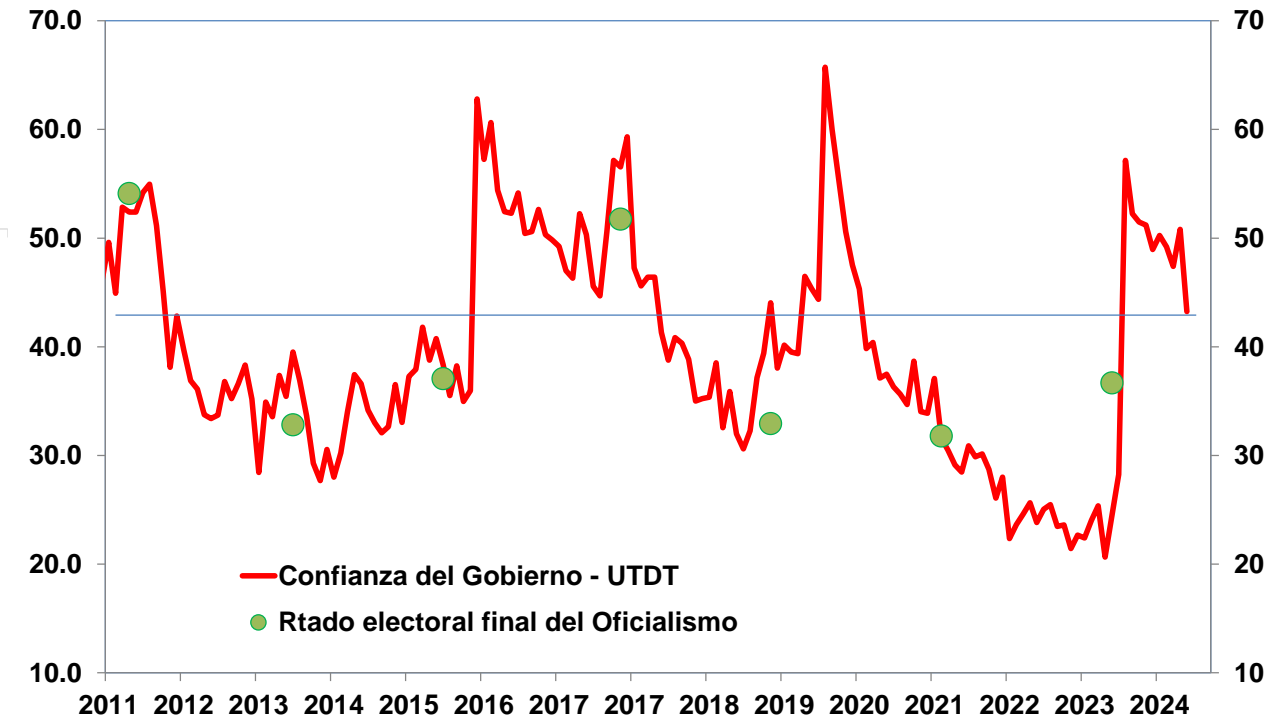
En \$ mil M Datos "punta"	Datos			Proyecciones==>>					Oct/24 a/a		Dic/24 a/a		Dic/25 a/a	
	mar/24	jun/24	sep/24	oct/24	nov/24	dic/24	jun/25	dic/25	\$ mil M	Var%	\$ mil M	Var%	\$ mil M	Var%
Activos \$	75,153	100,626	111,465	117,090	120,993	127,096	157,191	190,698	158,618	182%	84,104	196%	63,602	50%
Encajes	5,090	9,043	9,193	9,710	10,042	10,610	13,320	16,461	11,806	363%	7,631	256%	5,851	55%
% depo	9%	12%	11%	11%	11%	11%	11%	11%						
Préstamos priv.	19,699	28,531	41,319	45,725	50,330	54,992	82,650	107,405	60,061	219%	39,048	245%	52,413	95%
Var \$MM	1,133	4,227	4,202	4,406	4,605	4,663	4,415	4,246						
Var % m/m	6%	17%	11%	11%	10%	9%	6%	4%						
Var % a/a	146%	184%	229%	219%	226%	245%	190%	95%						
Títulos BCRA + GN	50,365	63,052	60,954	61,655	60,622	61,493	61,220	66,831	86,751	146%	37,425	155%	5,338	9%
P Remunerados	30,932	16,038	165	0	0	0	0	0						
Lefi	0	0	11,144	11,515	11,899	12,296	14,969	18,224						
Títulos GN	19,432	47,014	49,644	50,140	48,722	49,198	46,251	48,607						
Pasivos \$	75,153	100,626	111,465	117,090	120,993	127,096	157,191	190,698	158,618	182%	84,104	196%	63,602	50%
Depo privados	45,467	57,003	64,521	67,627	70,164	74,889	95,791	121,249	98,191	121%	36,375	94%	46,360	62%
Var \$MM	3,327	4,376	2,139	3,105	2,537	4,726	4,466	5,997						
Var % m/m	8%	8%	3%	5%	4%	7%	5%	5%						
Var % a/a	143%	145%	121%	121%	144%	94%	68%	62%						
Depo públicos	14,254	17,671	20,257	21,922	22,444	22,962	27,055	30,564	28,424	237%	15,411	204%	7,602	33%
Otros	15,433	25,953	26,687	27,541	28,386	29,245	34,345	38,885	32,003	517%	32,318	-1052%	9,640	33%

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



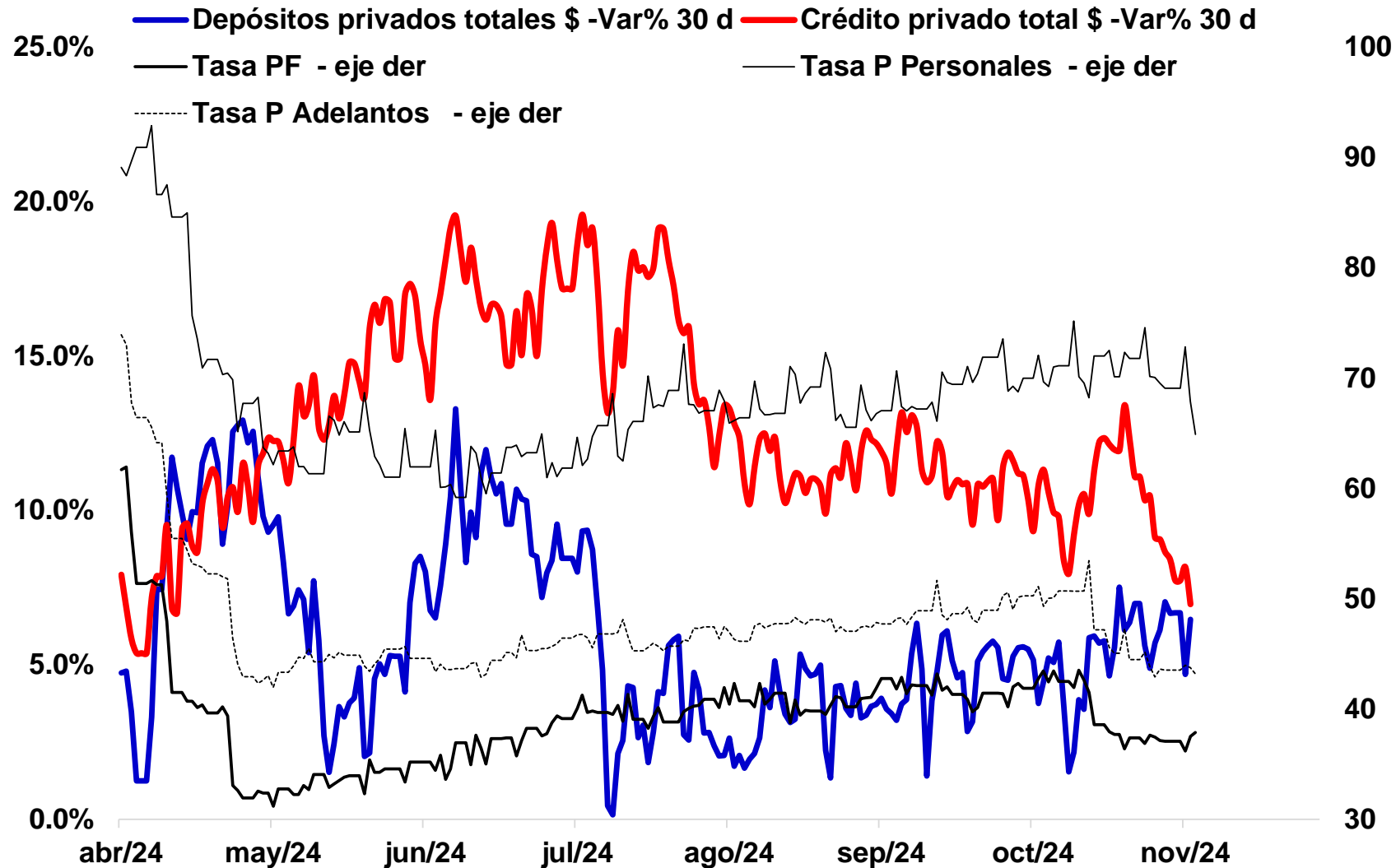
Las reservas brutas del BCRA se habían estancado y las netas venían disminuyendo, pero...

Reservas Brutas y Líquidas del BCRA

u\$s M	11/08/23 Día previo a las PASO	17/11/23 Día previo a la 2da vuelta	07/12/23 Día previo asunción de Milei	26/04/24 Máx reservas brutas	28/06/24 Fin Jun 24	30/09/24 Fin Jun 24	22/11/24 Últ.dato
Reservas Brutas	23,671	21,505	21,209	30,141	29,022	27,172	30,873
Oro certificado	2,689	2,725	2,817	3,231	3,204	3,664	3,669
Oro no certificado	1,152	1,168	1,207	1,385	1,373	1,570	1,572
DEGs	71	68	68	893	5	5	5
Swap Chino no activado	13,413	13,122	13,299	13,127	13,075	13,540	13,114
Depósito en el BIS	3,002	3,001	3,001	0	0	0	0
SEDESA títulos	1,824	1,832	1,832	1,886	1,901	1,901	1,832
Reservas Líquidas Totales *	3,344	1,421	817	11,505	11,365	8,392	12,513
Encajes	10,282	8,807	9,460	9,009	8,301	10,634	14,837
Resto Reservas Líquidas	-6,938	-7,386	-8,643	2,496	3,064	-2,242	-2,324
Pasivos Brutos	34,087	32,554	32,488	28,854	28,091	31,060	34,680
Encajes Bancarios	10,282	8,807	9,460	9,009	8,301	10,634	14,837
Swap China	18,019	17,953	18,196	17,959	17,889	18,525	17,942
Swap BIS	3,002	3,001	3,001	0	0	0	0
SEDESA	1,824	1,832	1,832	1,886	1,901	1,901	1,901
Prestamo puente	960	960					
Bopreal 2025 (el FMI lo excluye de la meta)				2,000	2,150	2,150	2,150
Reservas Netas s/Bopreal	-10,416	-11,049	-11,279	1,287	931	-3,888	-3,807
RIN con Bopreal	-10,416	-11,049	-11,279	-713	-1,219	-6,038	-5,957

La mayor demanda de crédito privado (¿escasez de pesos?) impone una presión alcista sobre las tasas de interés en moneda local

Depósitos, créditos y tasas de interés en \$ datos diarios - sector privado



La demanda de dólares por turismo es probable que siga aumentando

Cuenta Turismo

	Jl-Ag 23	Jl-Ag 24	Var%
Saldo viajes	-1,085	-1,205	11.0%
Pagos	1,428	1,602	12.2%
Cobros	342	397	15.8%
Turismo (miles de personas)			
Emisivo	1,636	2,107	28.8%
Receptivo	2,367	1,835	-22.5%
TCR Oficial 3500	1,118	975	-12.8%
TCR Blue	2,240	1,386	-38.1%
(TCR a precios de sep/24)			

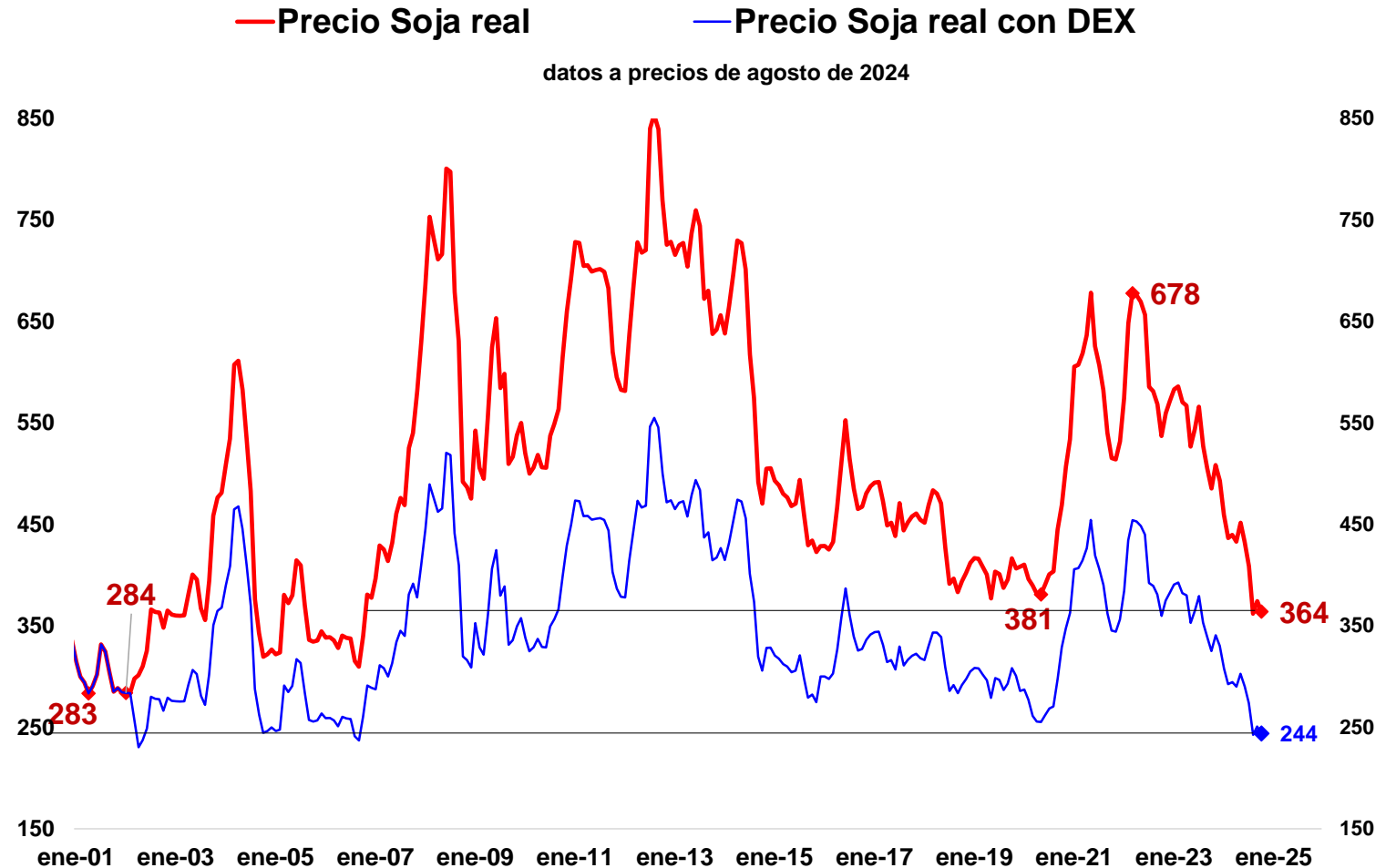
¿Es este el TCR que puede ser el de equilibrio “para el sector productivo”? Si lo depuramos por productividad ...

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



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

Lo que juega a favor:

- ✓ **Mejora sustancial del contexto internacional**, por la baja de tasas de interés asociada a un nuevo ciclo de flexibilización monetaria en EEUU e incluso también en el resto del mundo.
- ✓ **Blanqueo de capitales muy exitoso**, especialmente en términos de incremento de depósitos en dólares bancarios, que podrían aumentar la circulación de dólares en la economía.
- ✓ **Gobernabilidad**, a partir de la capacidad del Gobierno de sostener los dos vetos aplicados.
- ✓ **La enorme convicción fiscal del Presidente.**
- ✓ **La orientación pro-negocios del Gobierno.**

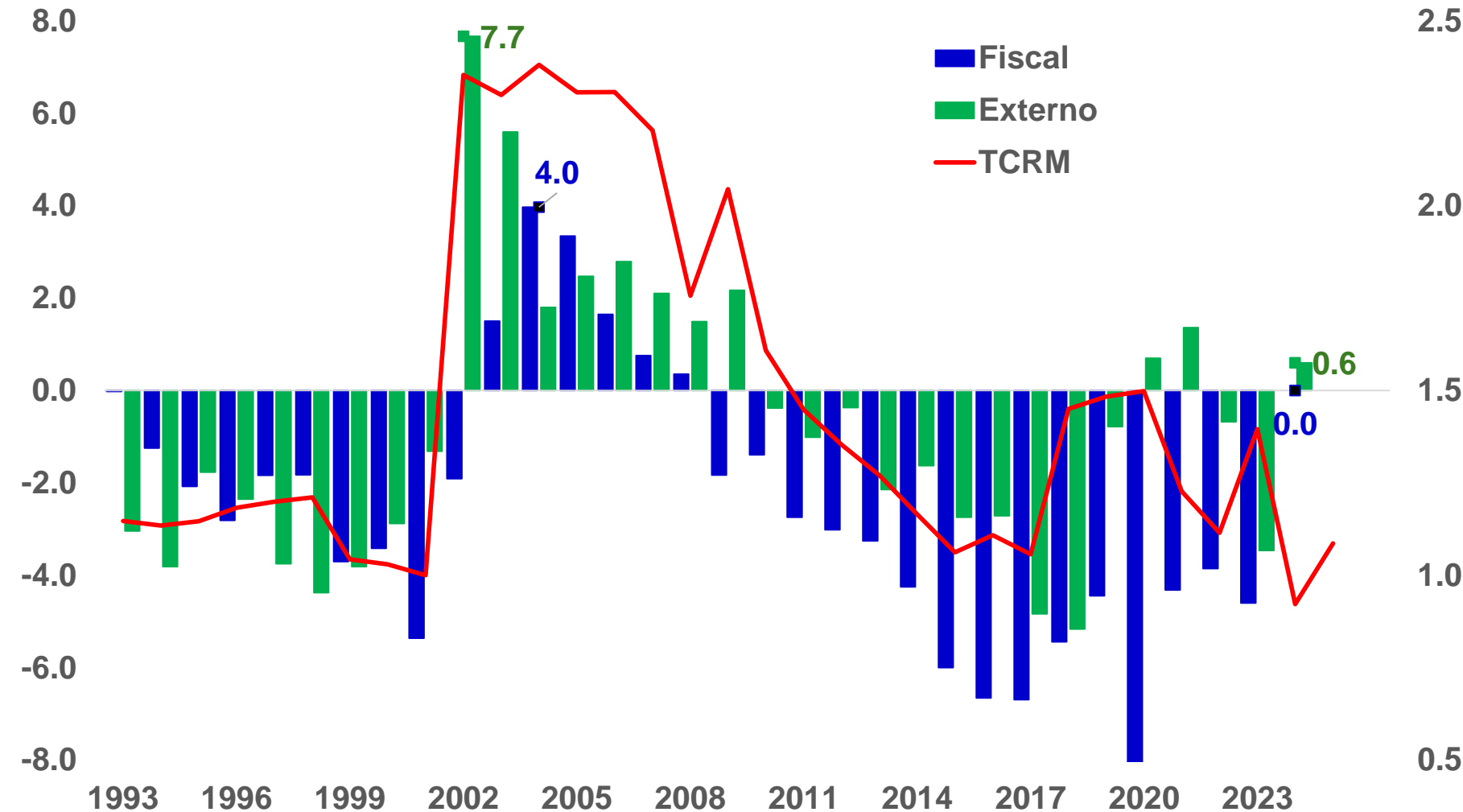
La política monetaria hoy no es contractiva

Balance del Sistema Financiero

En \$ MM ctes	16-sep-24	16-oct-24	Var \$MM	Var %	15-sep-23	17-oct-23	Var \$MM	Var %
BANCOS								
Activos	107,106	112,459	5,353	5.0%	38,518	41,606	3,088	8.0%
Encajes	9,548	8,967	-581	-6.1%	1,667	2,115	448	26.9%
Gobierno+BCRA	59,371	60,925	1,554	2.6%	25,358	26,305	948	3.7%
Leliqs y Pases	0	0	0	#¡DIV/0!	20,821	21,900	1,079	5.2%
LEFI	7,685	11,214	3,529	45.9%	0	0	0	#¡DIV/0!
Bonos + Pr Púb.	51,685	49,711	-1,975	-3.8%	4,537	4,406	-131	-2.9%
Préstamos priv	38,187	42,567	4,380	11.5%	11,493	13,186	1,693	14.7%
Pasivos	107,106	112,459	5,353	5.0%	38,518	41,606	3,088	8.0%
Depo priv	60,099	63,193	3,094	5.1%	26,912	28,767	1,855	6.9%
Vista	31,662	32,015	353	1.1%	12,965	15,812	2,847	22.0%
PF	28,437	31,178	2,741	9.6%	13,947	12,955	-992	-7.1%
Depo Púb	19,041	22,225	3,184	16.7%	5,975	6,496	521	8.7%
Resto	27,966	27,041	-926	-3.3%	5,631	6,344	712	12.6%

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

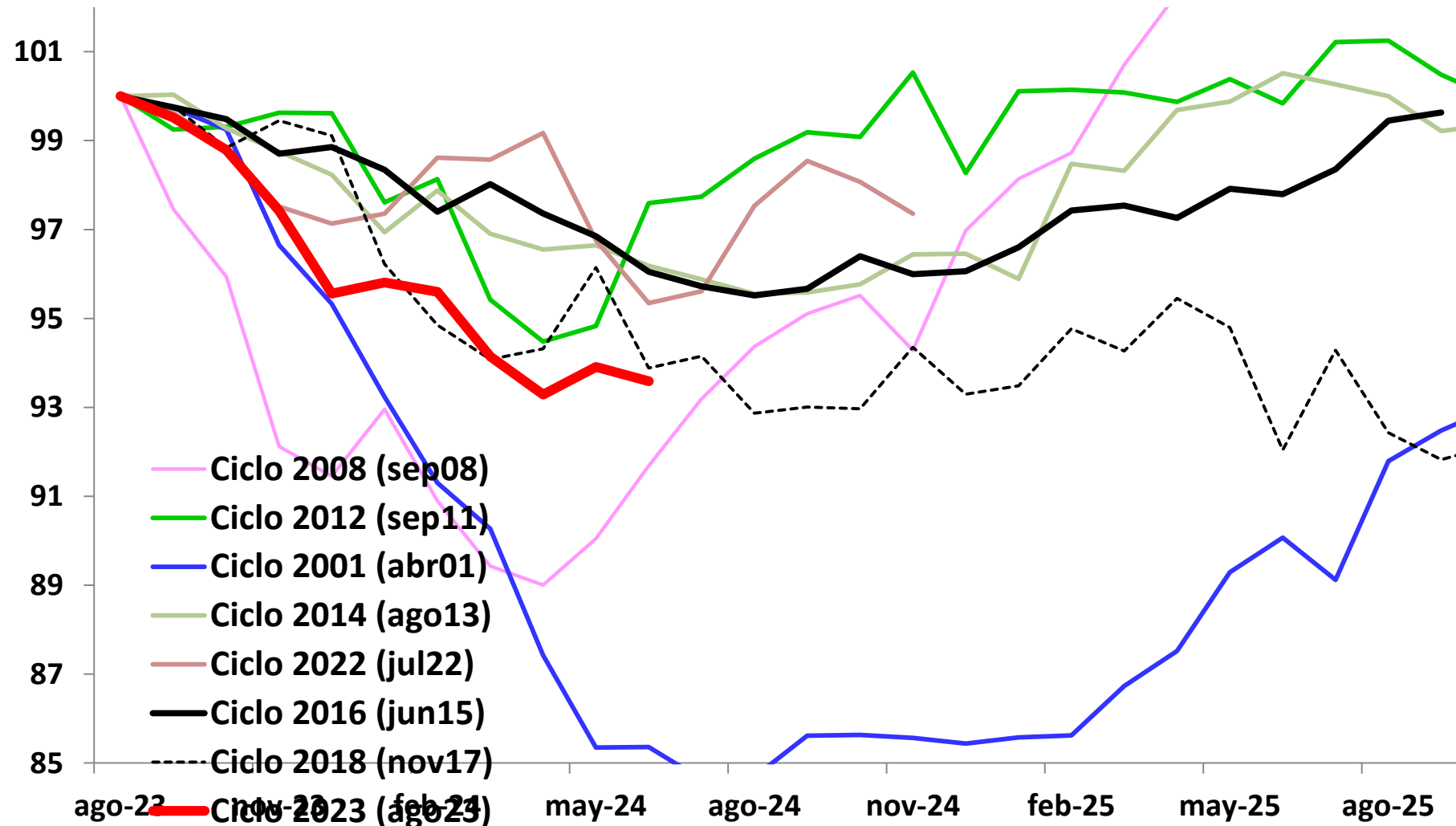
u\$s M	2025	2026	2027	2025-27
I NECESIDADES FINANCIERAS	16,208	17,174	22,007	55,390
Gobierno Nacional	11,278	12,379	16,820	40,477
FMI	1,774	2,924	6,524	11,222
Bonos del Canje	9,504	9,455	10,296	29,255
BCRA	4,930	4,795	5,188	14,913
Bopreal	2,430	2,295	5,188	9,913
Swap China	2,500	2,500		5,000
II FUENTES 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



Hacia dónde está yendo el aumento de depósitos privados en dólares que generó el blanqueo

Blanqueo 2016: que hicieron los bancos con los depósitos luego del blanqueo

u\$s M	Inicio	Fin del blanqueo		30 días después		60 días después		90 días después	
	28-sep	22-nov		22-dic		21-ene		20-feb	
	Saldo	Saldo	Var	Saldo	Var	Saldo	Var	Saldo	Var
Depósitos privados	13,117	20,537	7,420	21,634		22,661		22,903	
Efectivo en Bancos	1,013	5,253	4,240	3,758	-1,495	2,437	-1,321	1,730	-707
Préstamos al s. privado	8,149	8,908	759	9,182	274	9,338	156	9,762	424
Encajes*	10,212	13,247	3,034	15,204	1,957	16,065	862	16,943	878

*Depurado por el movimiento de depósitos públicos

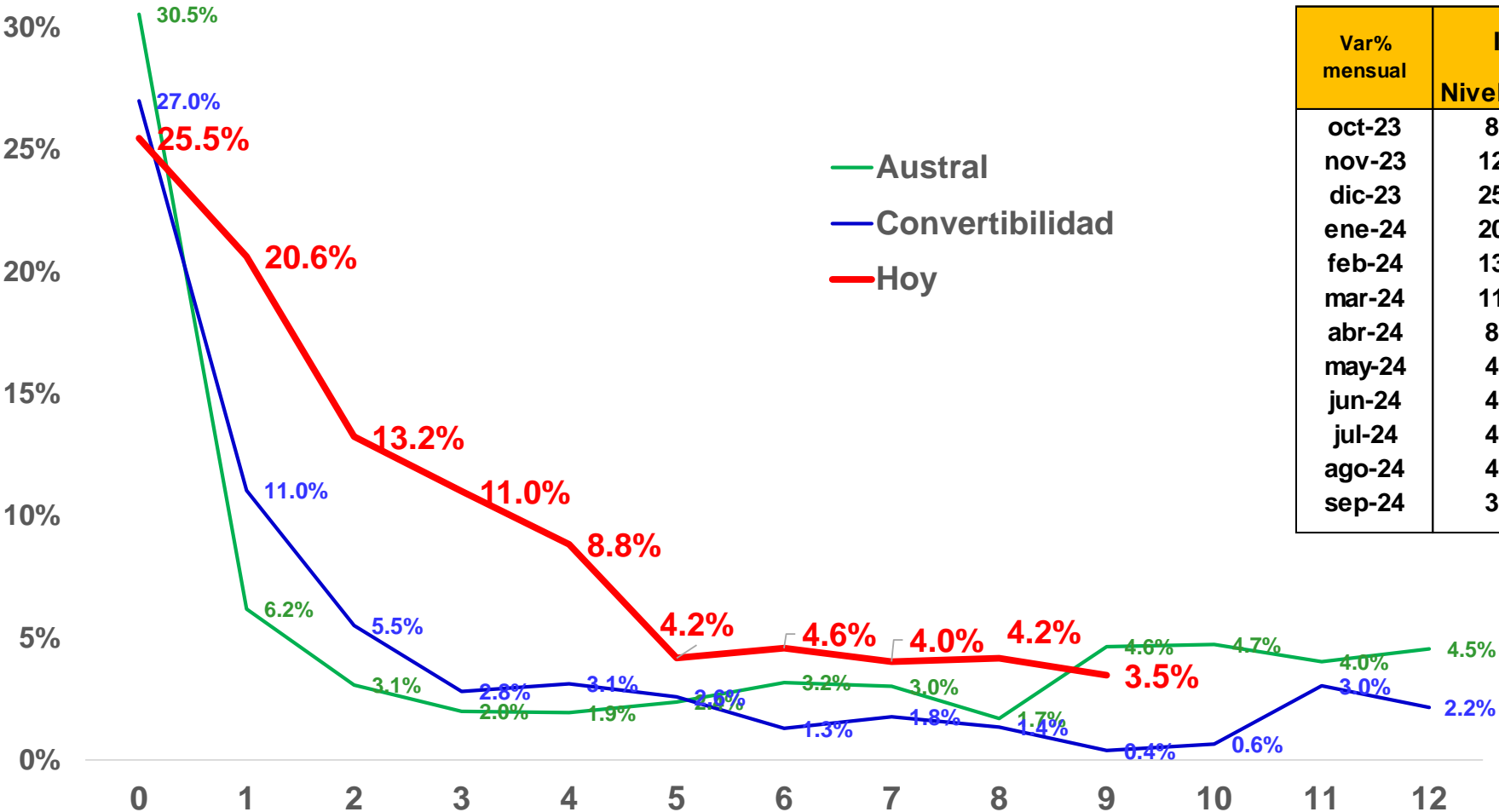
Bancos: ¿Qué hacen con los dólares del blanqueo?

Blanqueo 2024

u\$s M	8-ago	16-oct	Var	% total
Depósitos privados	18,563	30,500	11,937	
Efectivo en Bancos	4,096	12,800	8,704	73%
Préstamos al s. privado	6,670	7,852	1,182	10%
Encajes	10,608	12,628	2,020	17%

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

Desinflación actual vs Plan Austral y Plan de Convertibilidad

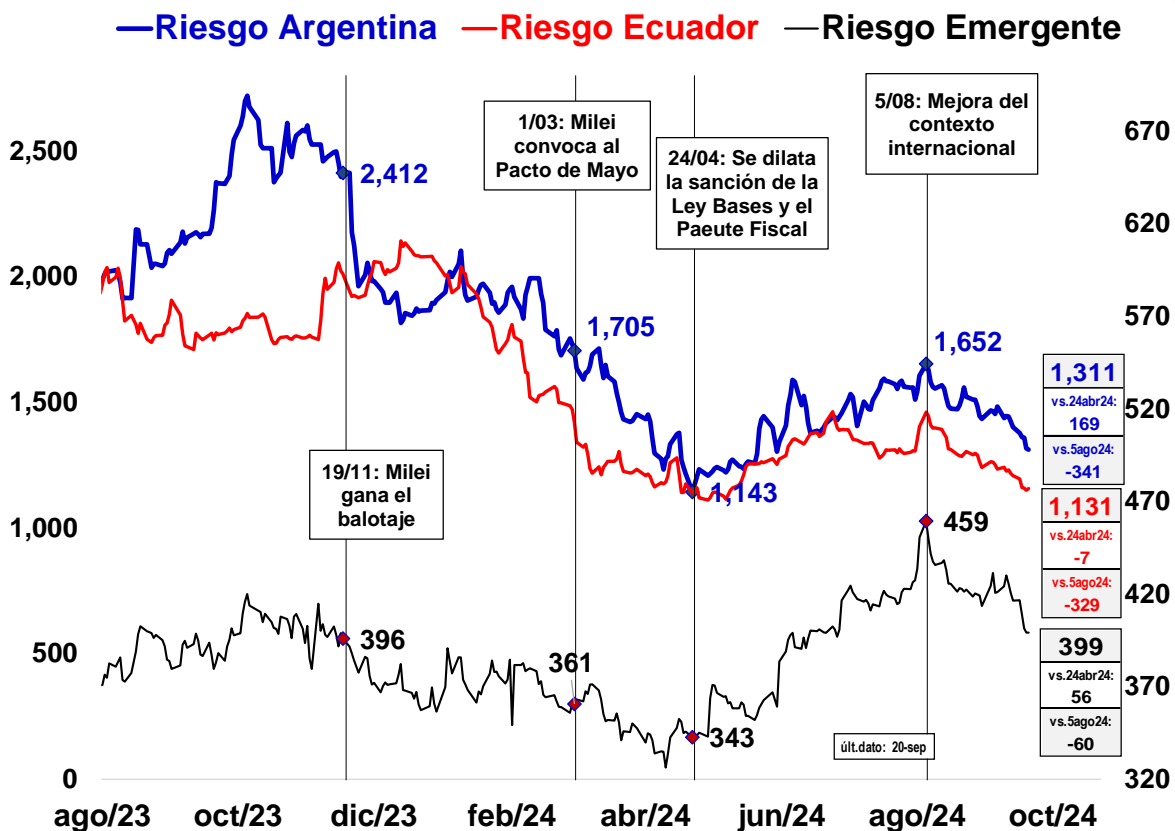


Tasa de inflación: Diferentes mediciones de la core

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	10.0	9.2	9.1
nov-23	12.8	13.4	13.2	12.7	11.8
dic-23	25.5	28.3	23.8	25.7	19.6
ene-24	20.6	20.2	21.4	20.3	19.5
feb-24	13.2	12.3	12.8	11.5	11.8
mar-24	11.0	9.4	10.1	9.3	9.4
abr-24	8.8	6.3	8.0	6.2	7.6
may-24	4.2	3.7	4.5	5.1	6.1
jun-24	4.6	3.7	5.1	5.4	5.5
jul-24	4.0	3.8	4.7	4.2	5.2
ago-24	4.2	4.1	4.3	4.3	3.5
sep-24	3.5	3.3	3.4	3.0	3.6

- 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	17	-13%
Chile	150	122	123	-27	-18%
El Salvador	814	675	613	-201	-25%

Brecha Cambiaria
TCN CC (CGAL) / 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)**

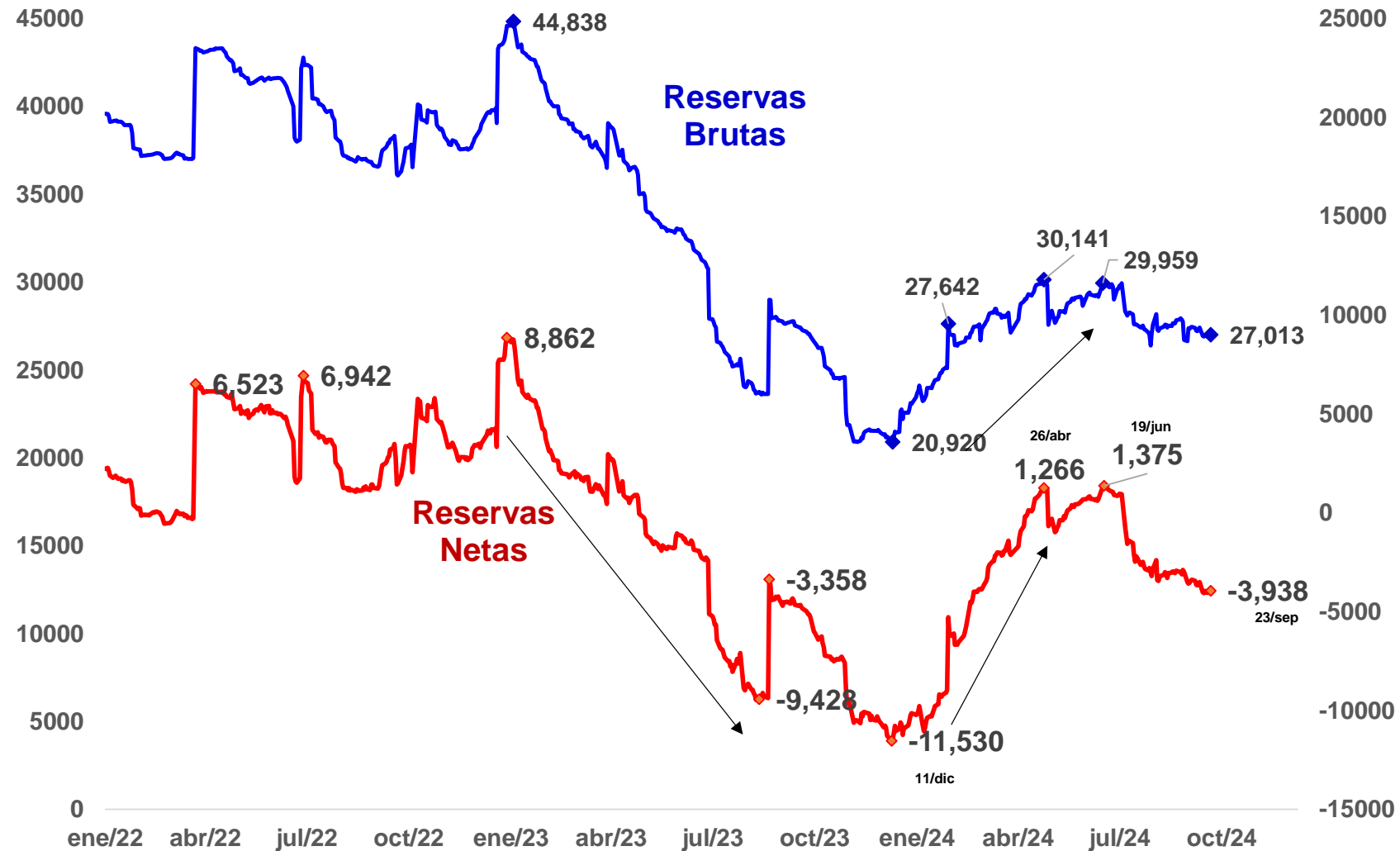
IV. ¿Qué esperar?

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

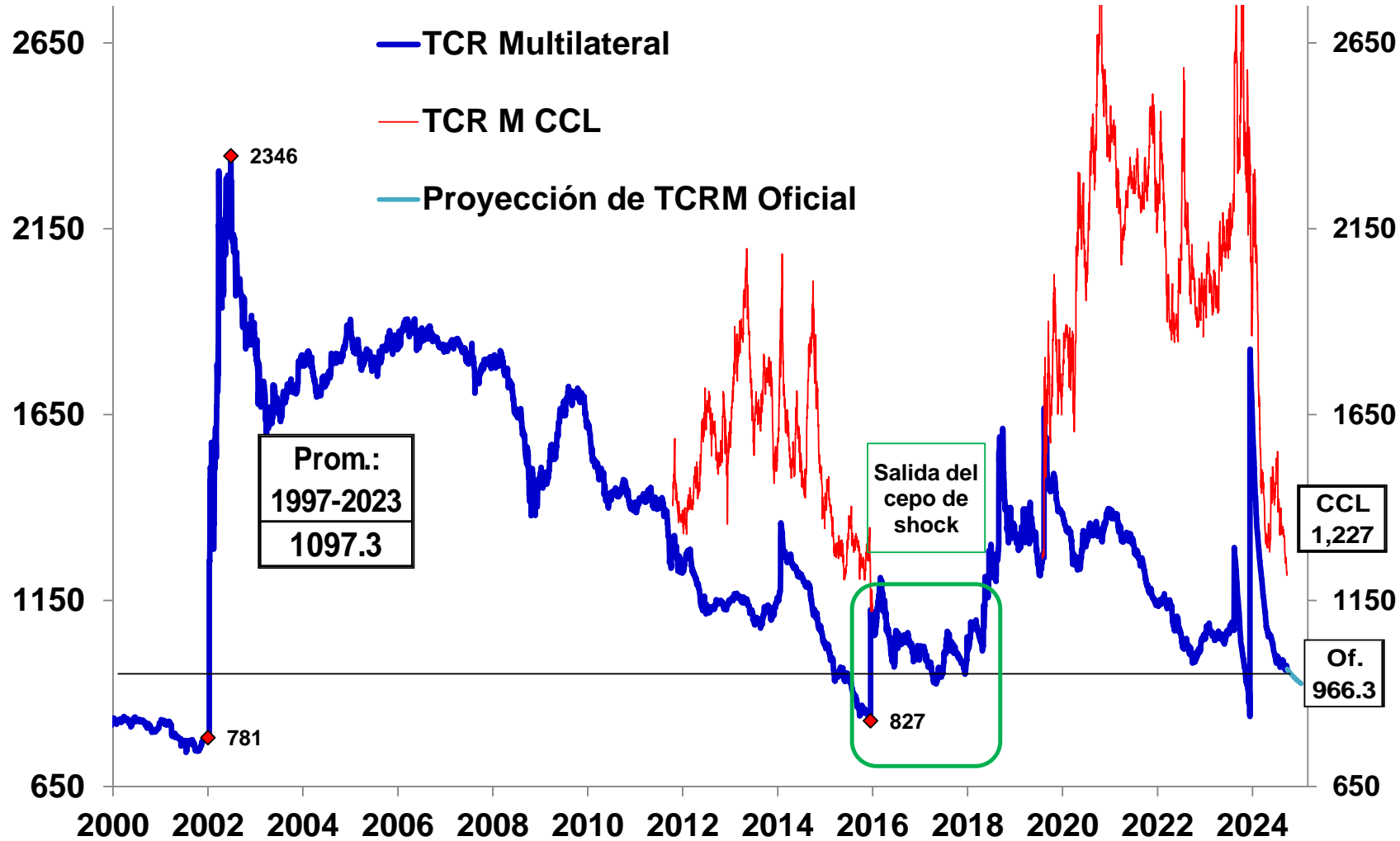
	Base Monetaria	Oferta de Base Monetaria						Depósitos Total \$	Depó Priv Total \$	Prest. S Priv	M2 priv Total \$	PF Priv Total \$	M3 Priv Total \$	Brecha	Tasa PM
		Var.BM	Compra de u\$s	Lelics/Pases	LEFI	Gobierno	Cpra vta bonos /CCL								
2024 :															
11/06	16,686						69,227	51,408	24,944	38,195	22,960	61,155	44.7	40.0	
12/07	21,715						73,100	56,674	28,971	44,473	24,399	68,871	55.0	40.0	
Var \$M:	5,028	5,028	7	9,211	0	-6,148	3,874	5,267	4,026	6,278	1,439	7,716	10	0	
V%/ %tot	30.1						5.6	10.2	16.1	16.4	6.3	12.6			
2024 :															
14/08	23,125						76,988	58,647	33,668	45,367	26,052	71,419	34.7	40.0	
14/09	23,180						79,471	60,757	37,755	45,527	28,364	73,891	30.3	40.0	
Var \$M:	55	55	23	154	1,546	-1,381	2,483	2,110	4,087	160	2,313	2,472	-4	0	
V%/ %tot	0.2						3.2	3.6	12.1	0.4	8.9	3.5			
2024 :															
14/09	23,180						79,471	60,757	37,755	45,527	28,364	73,891	30.3	40.0	
15/10	22,744						85,159	63,504	42,173	45,921	31,299	77,220	20.3	40.0	
Var \$M:	-436	-436	1,065	95	-3,250	1,506	5,688	2,747	4,418	394	2,934	3,328	-10	0	
V%/ %tot	-1.9						7.2	4.5	11.7	0.9	10.3	4.5			

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

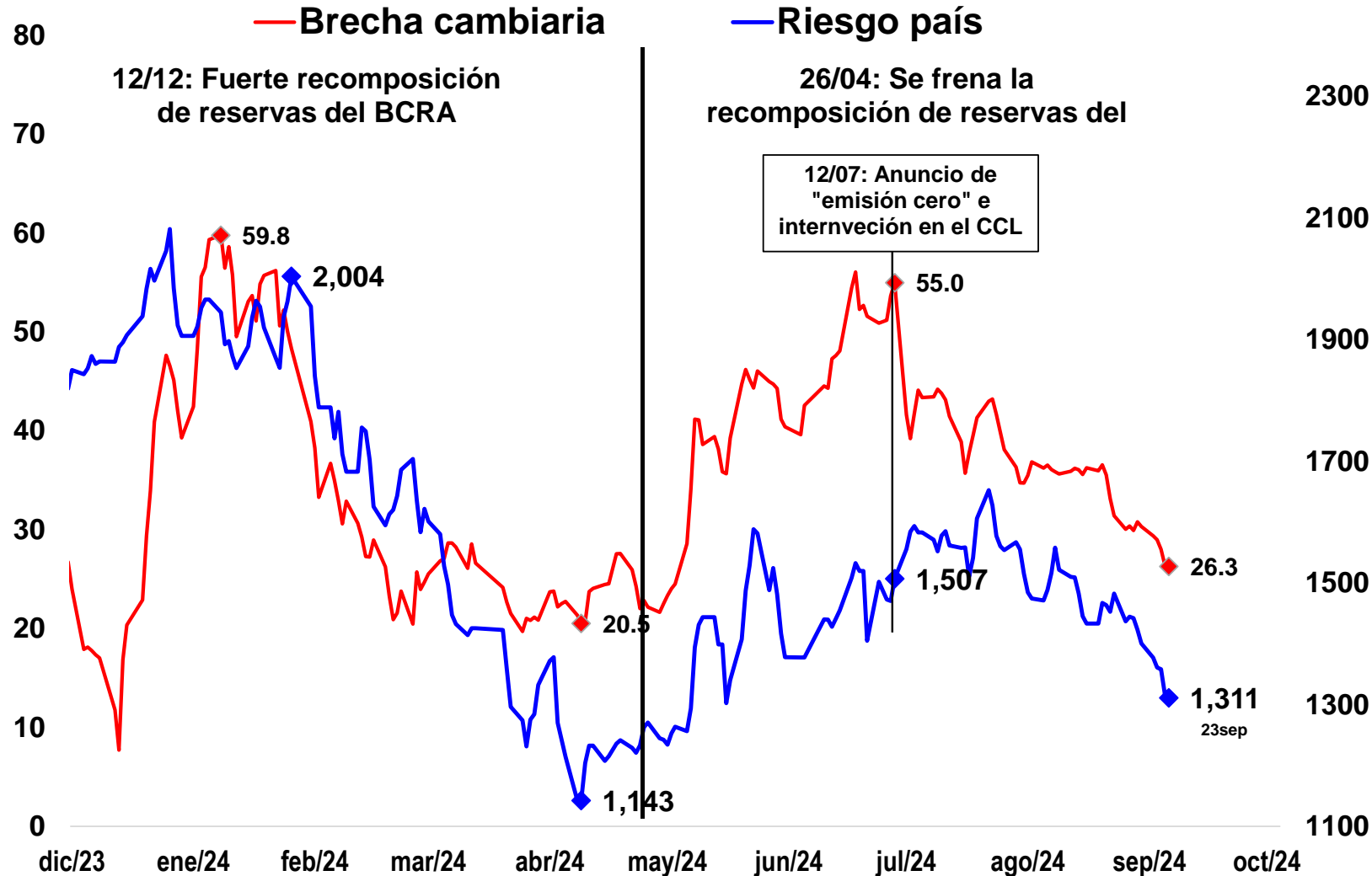


SIMs con TCR Multilateral

	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)

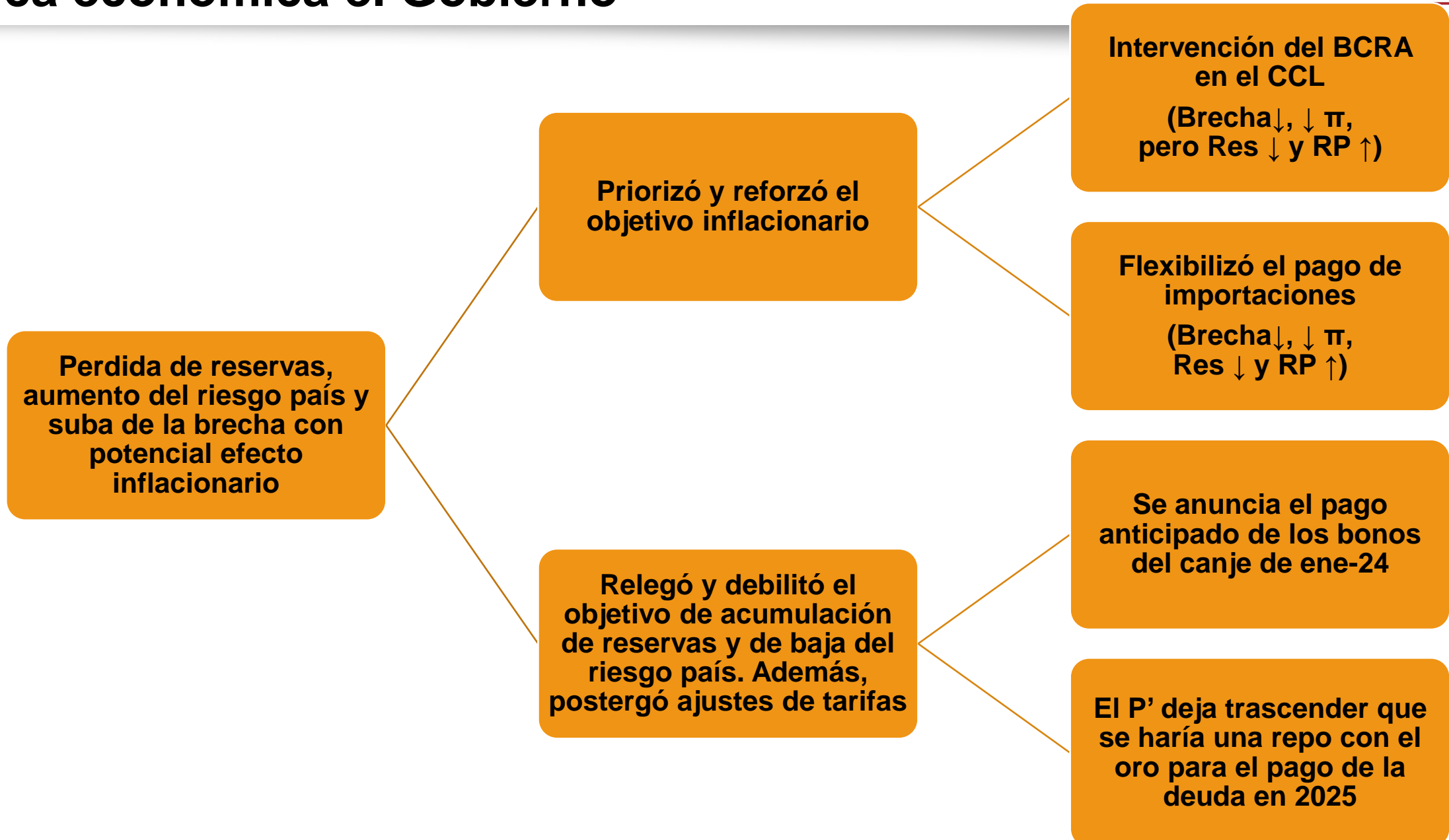
IV. ¿Qué esperar?

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.

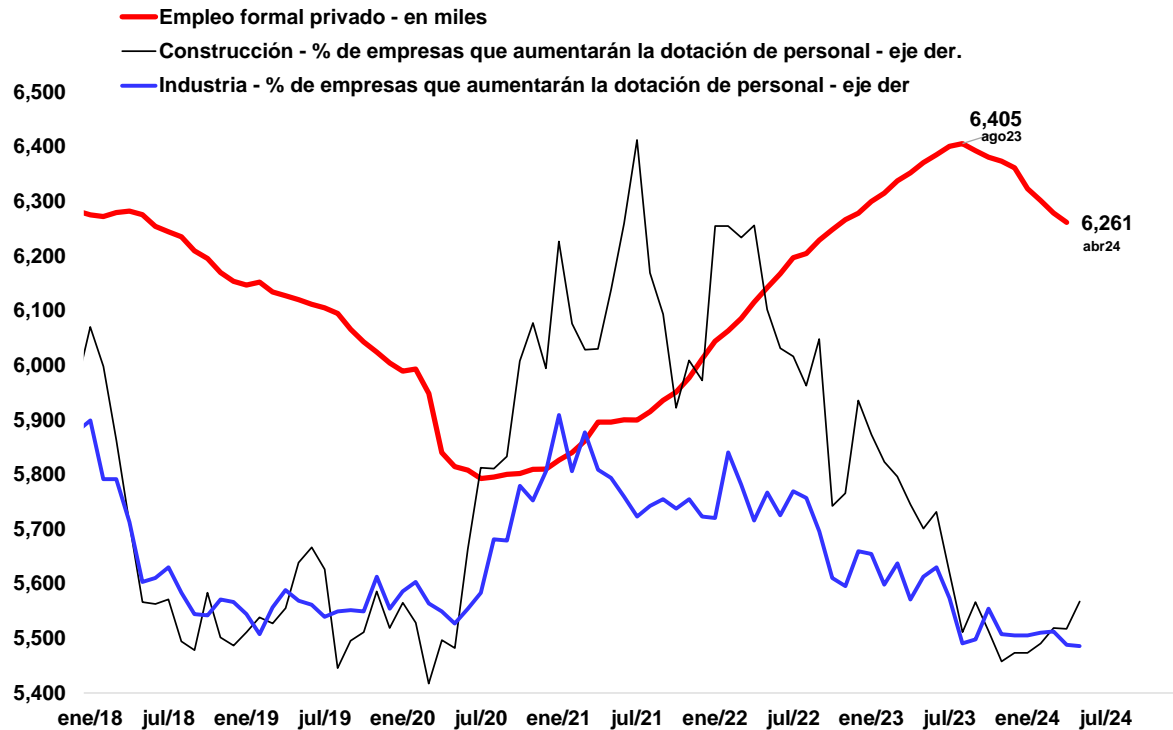
Frente al dilema que se le planteó frente al desgaste de su política económica el Gobierno



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

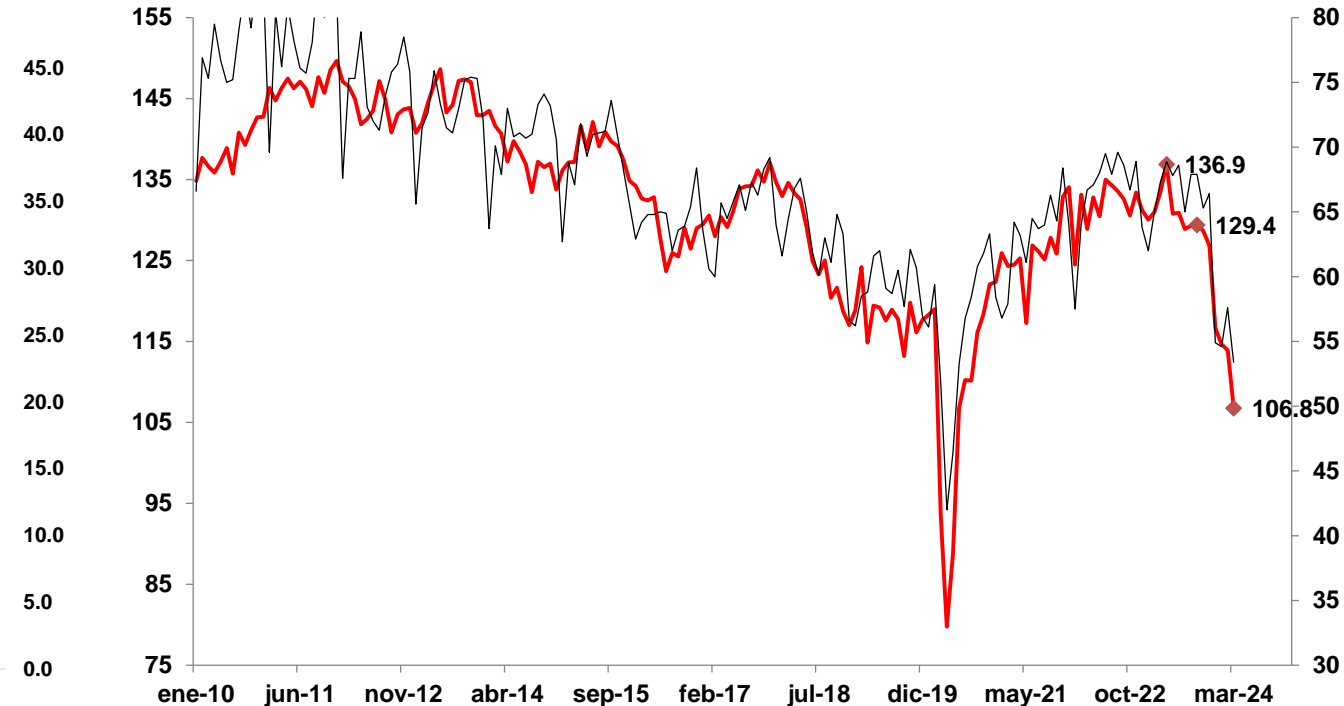
Fuerte caída de la demanda de empleo privado

Empleo privado formal y sondeos de demanda laboral



Actividad Industrial: en niveles bajos de capacidad instalada

Datos desestacionalizados - IPIM INDEC



Favorables:

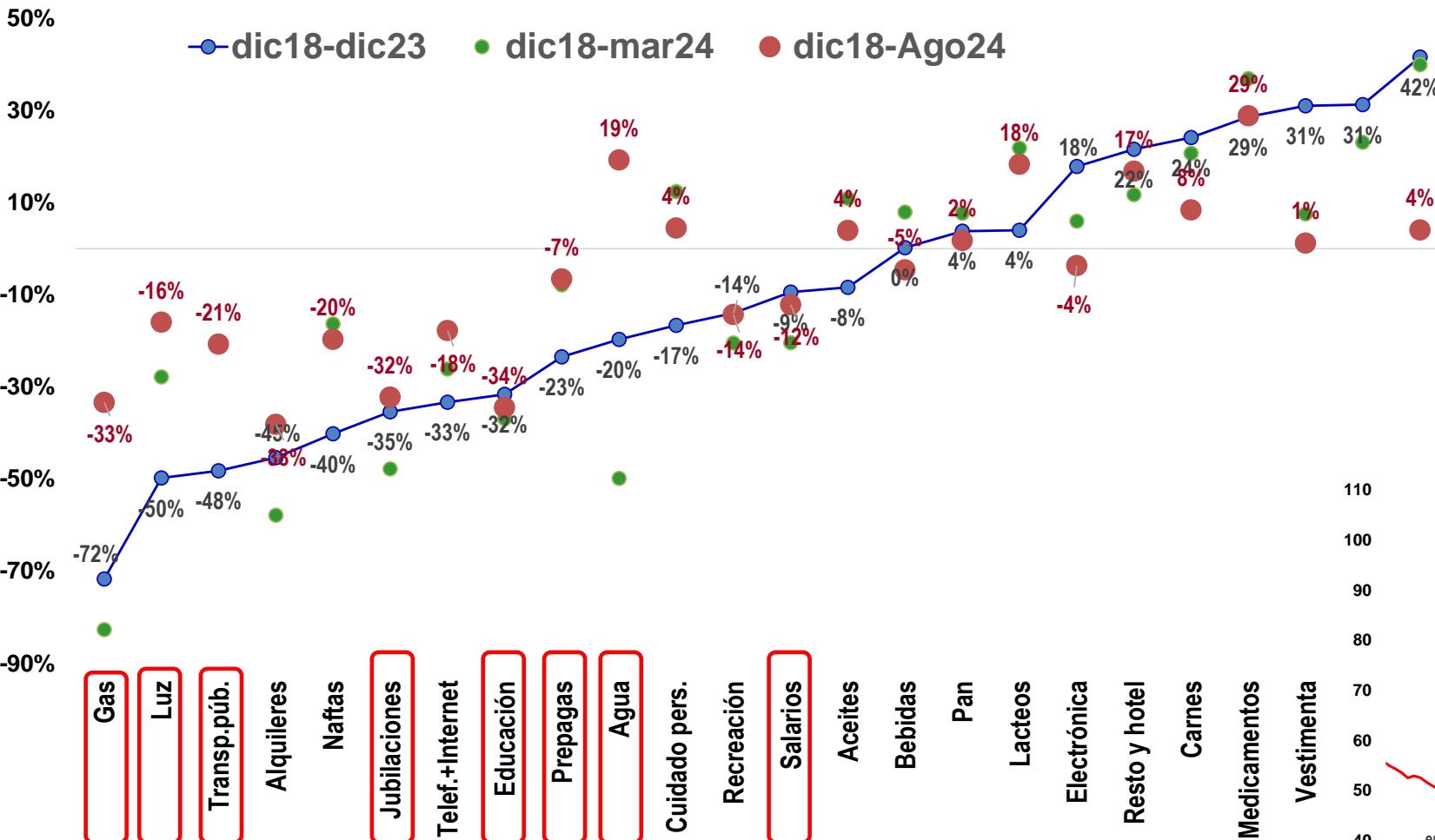
- ✓ Blanqueo
- ✓ Rebaja BBPP
- ✓ RIGI

Desfavorables:

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

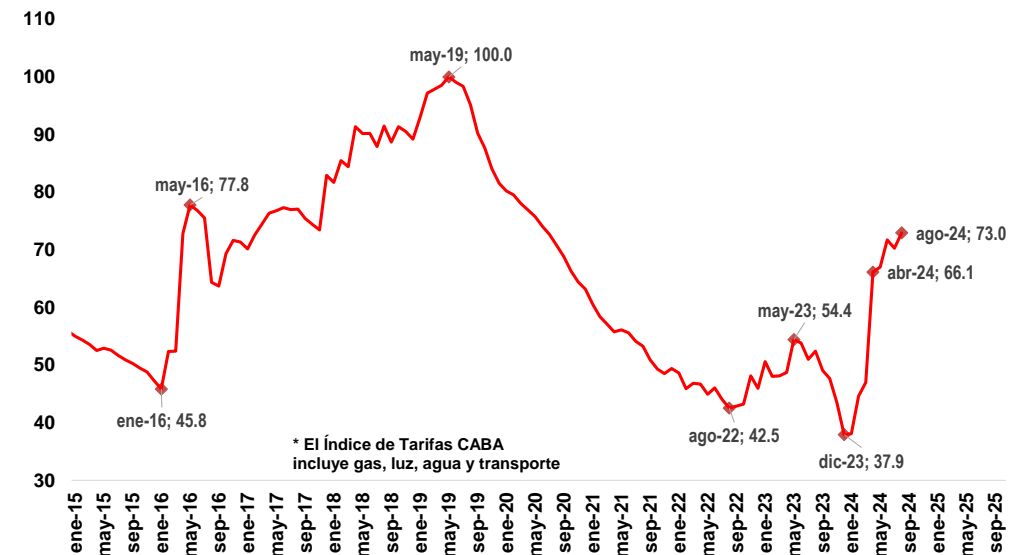
La caída de la inflación se da con importante recomposición de precios relativos que ahora comienza a ponerle un piso

Precios de Bienes y Salarios vs. Índice General de Precios



Ajustes de Tarifas, ¿dónde estamos?

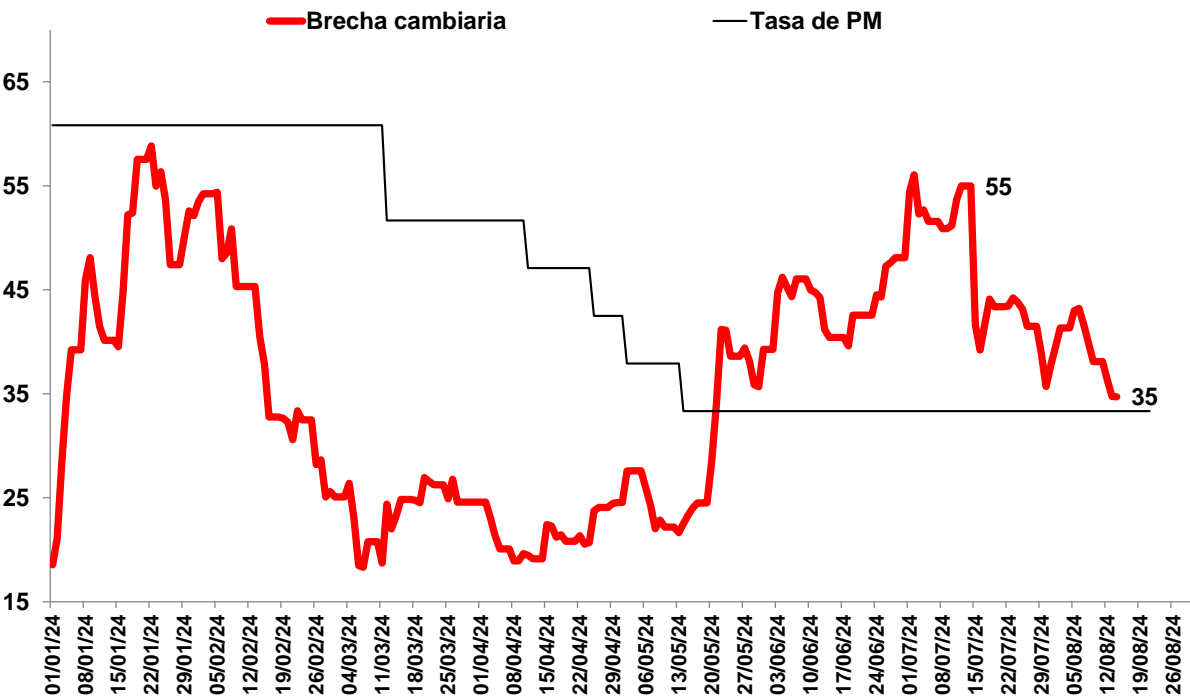
Índice de Tarifas CABA* / IPC Nacional



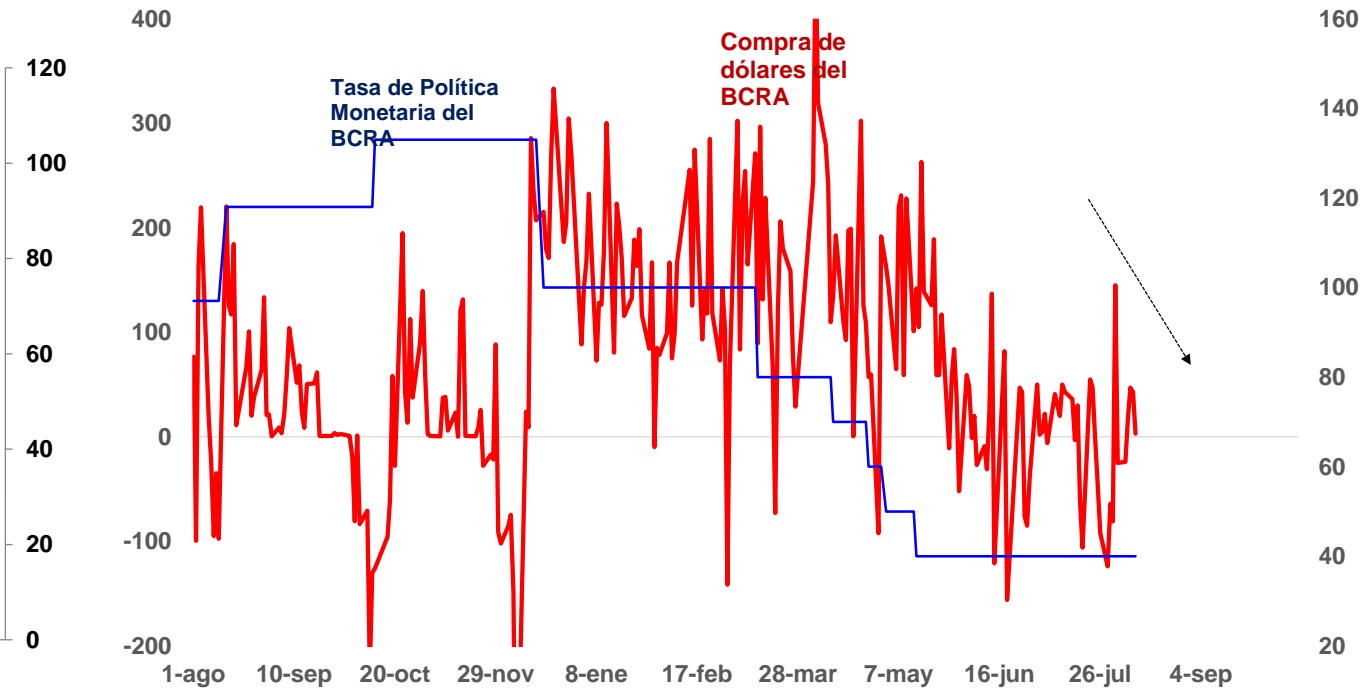
El arranque de la Fase 2: Baja acelerada de la tasa de interés que generó presión cambiaria

Brecha cambiaria y Tasa de interés del BCRA

Datos diarios

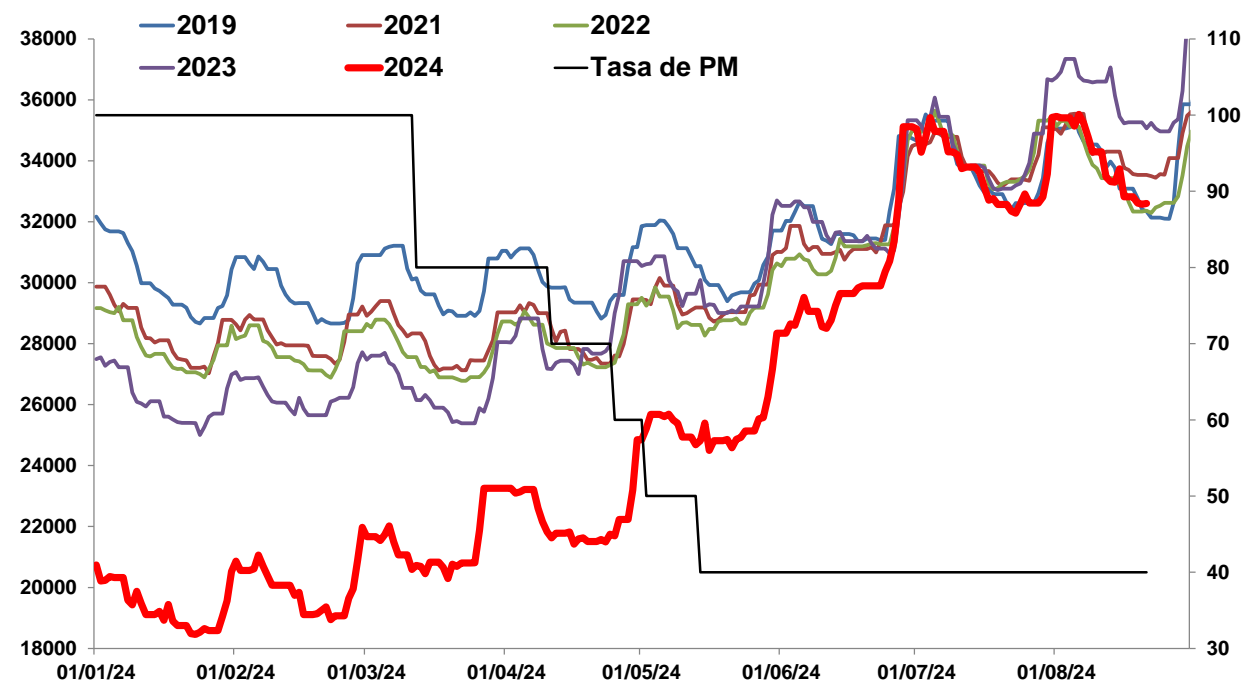


Compra/ venta de dólares del BCRA

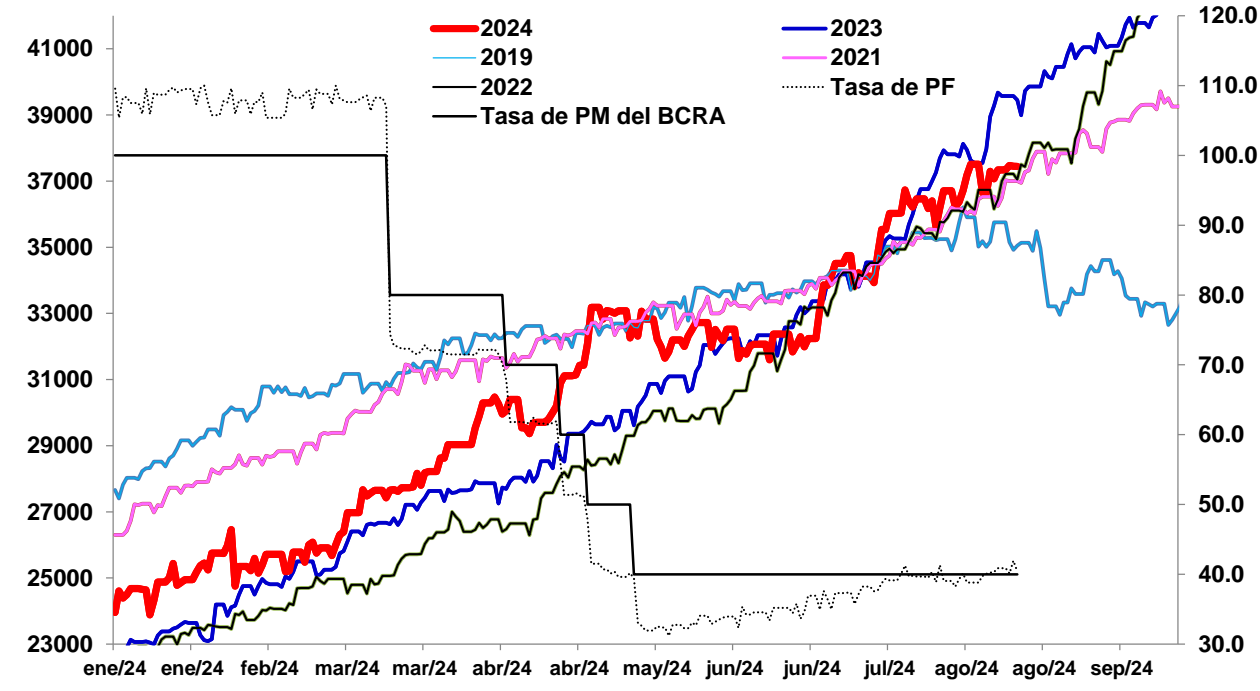


El arranque de la Fase 2: Baja acelerada de la tasa de interés que generó presión cambiaria

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**

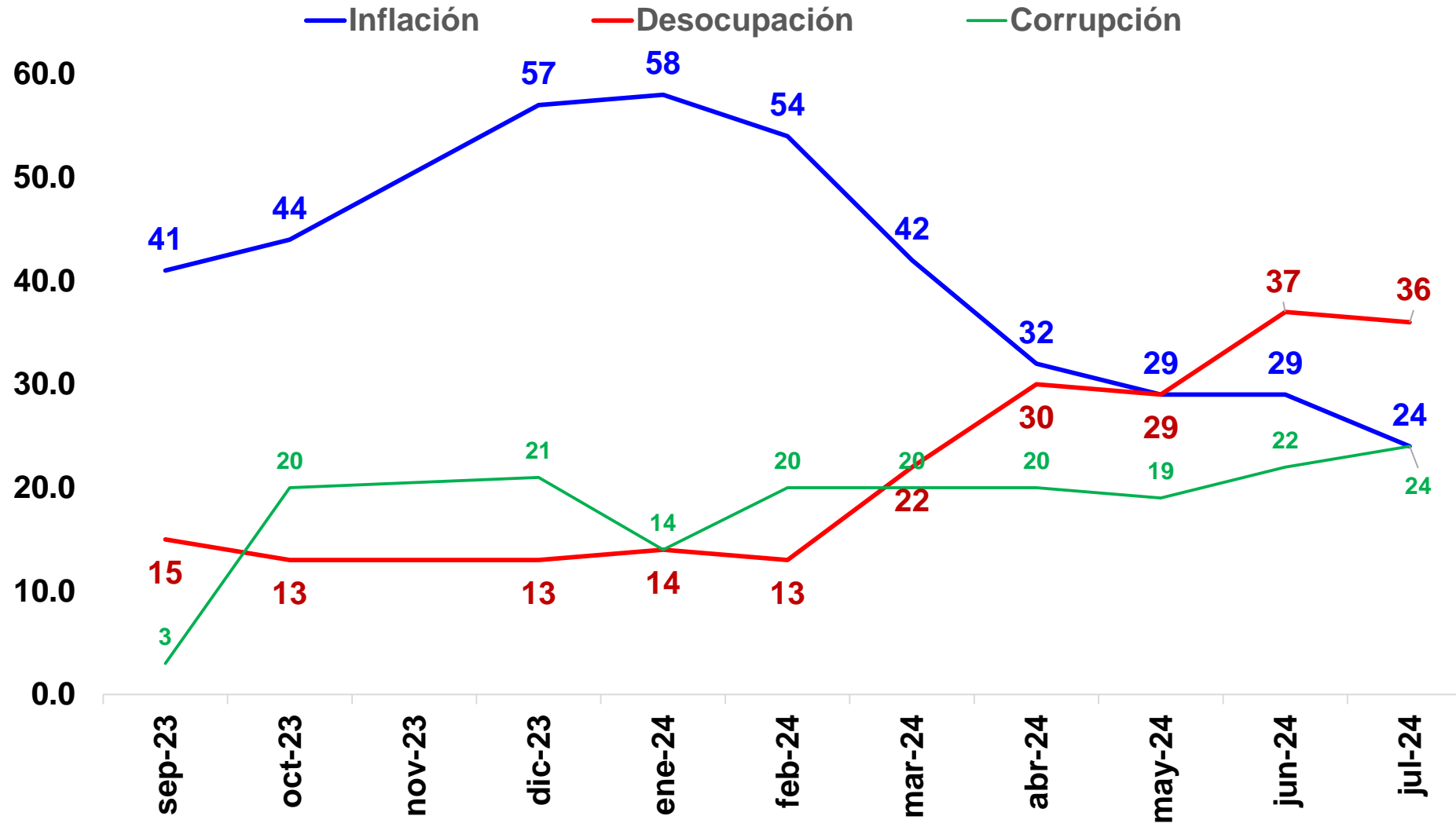
Cómo piensa el Gobierno la economía:

- 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

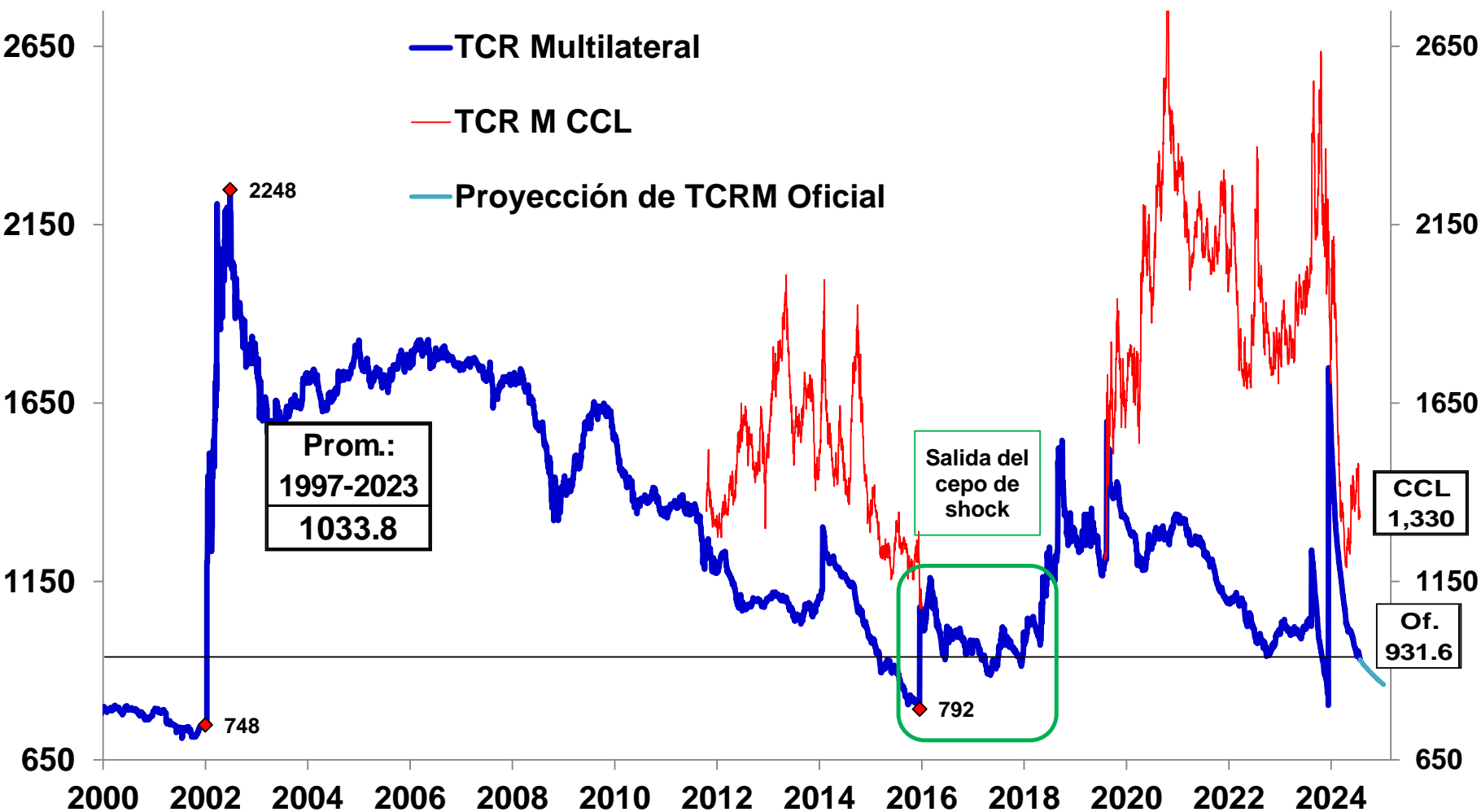
Sondeo Opina Argentina



¿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



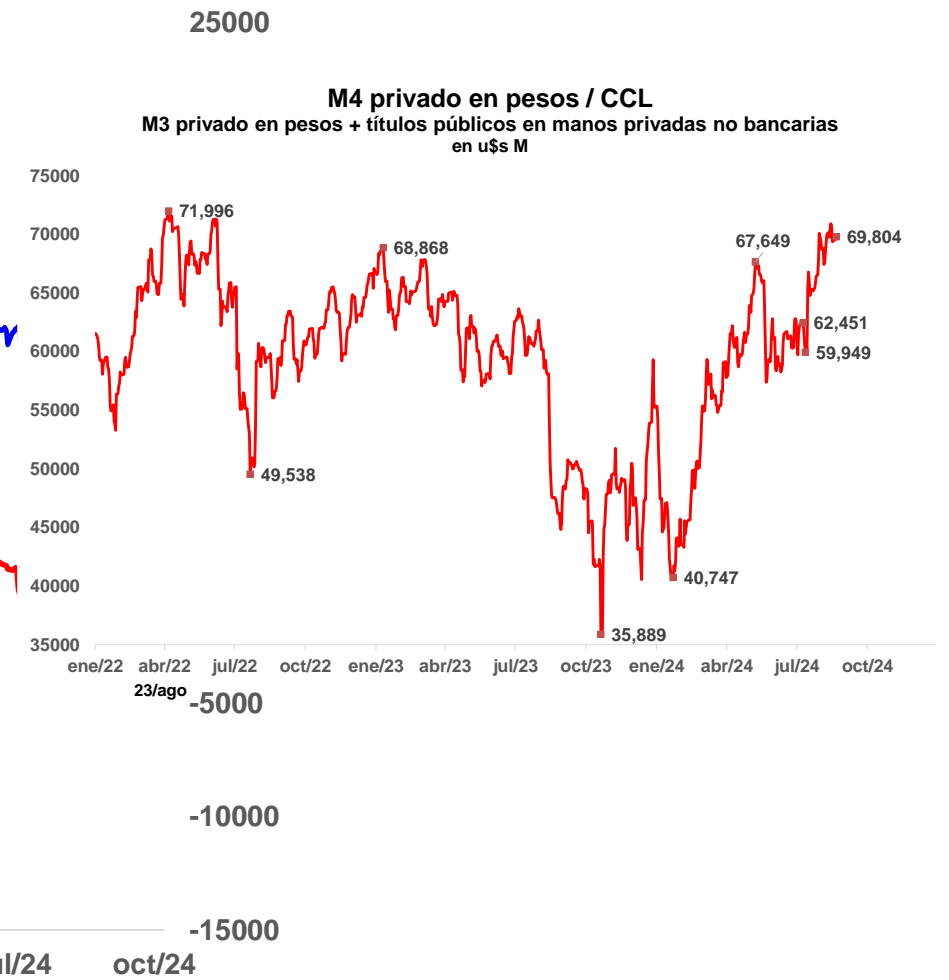
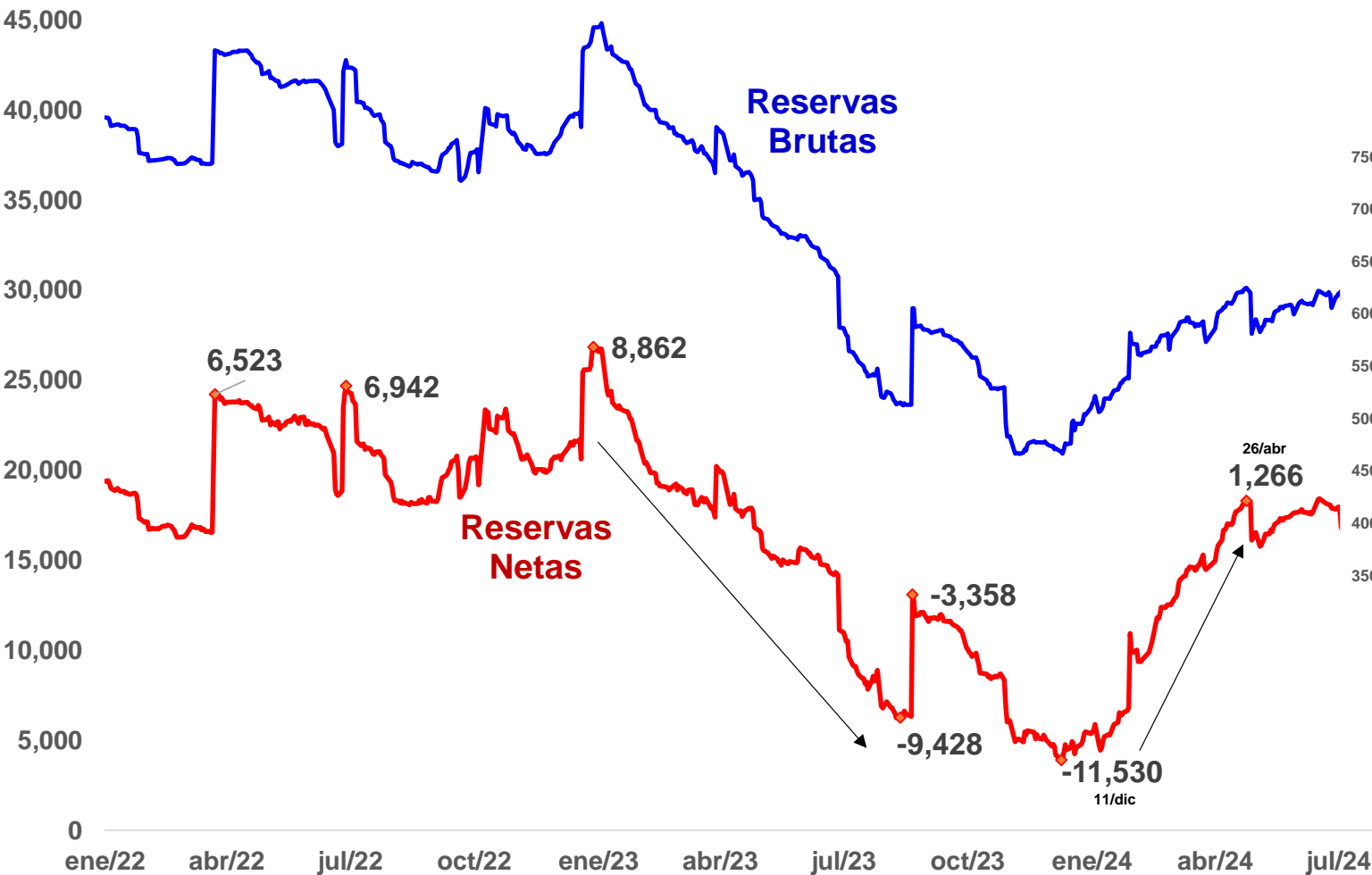
TC multilateral	TCN	TCR Multi
17/12/15	14	1079
29/2/16	16	1161
30/6/17	17	945
31/12/17	19	978
11/8/23	287	1032
14/8/23	350	1238
17/11/23	354	895
10/12/23	364	861
12/12/23	367	803
13/12/23	800	1740
26/7/24	932	932
31/8/24	954	912
30/9/24	972	899
31/12/24	1016	864
2003-05		1726
2016		970
2017		950

¿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")

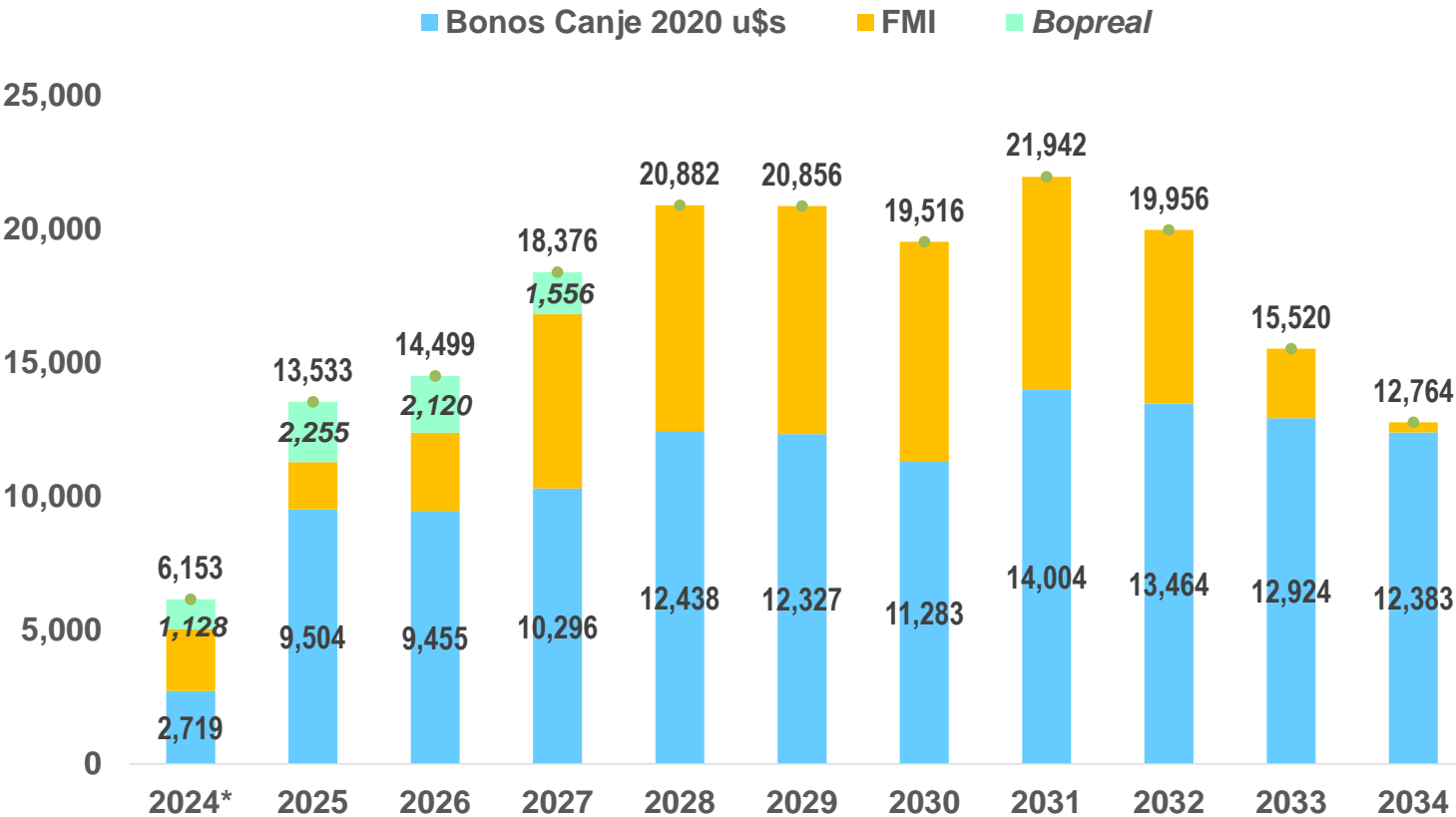
u\$s M, datos "punta"	07/12/23	31-mar	30-jun	23-ago	30-sep	31-dic
		Meta	Meta	últ.dato	Meta	Meta
Reservas Netas	-11,279	-2,123	910	-2,737	-2,696	-5,098*
Acumulación de Reservas Netas (I)		9,156	12,190	8,542	8,583	6,181*
Meta de acumulación de RIN - a fin de cada trimestre (II)		5,900	10,900		8,700	9,700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



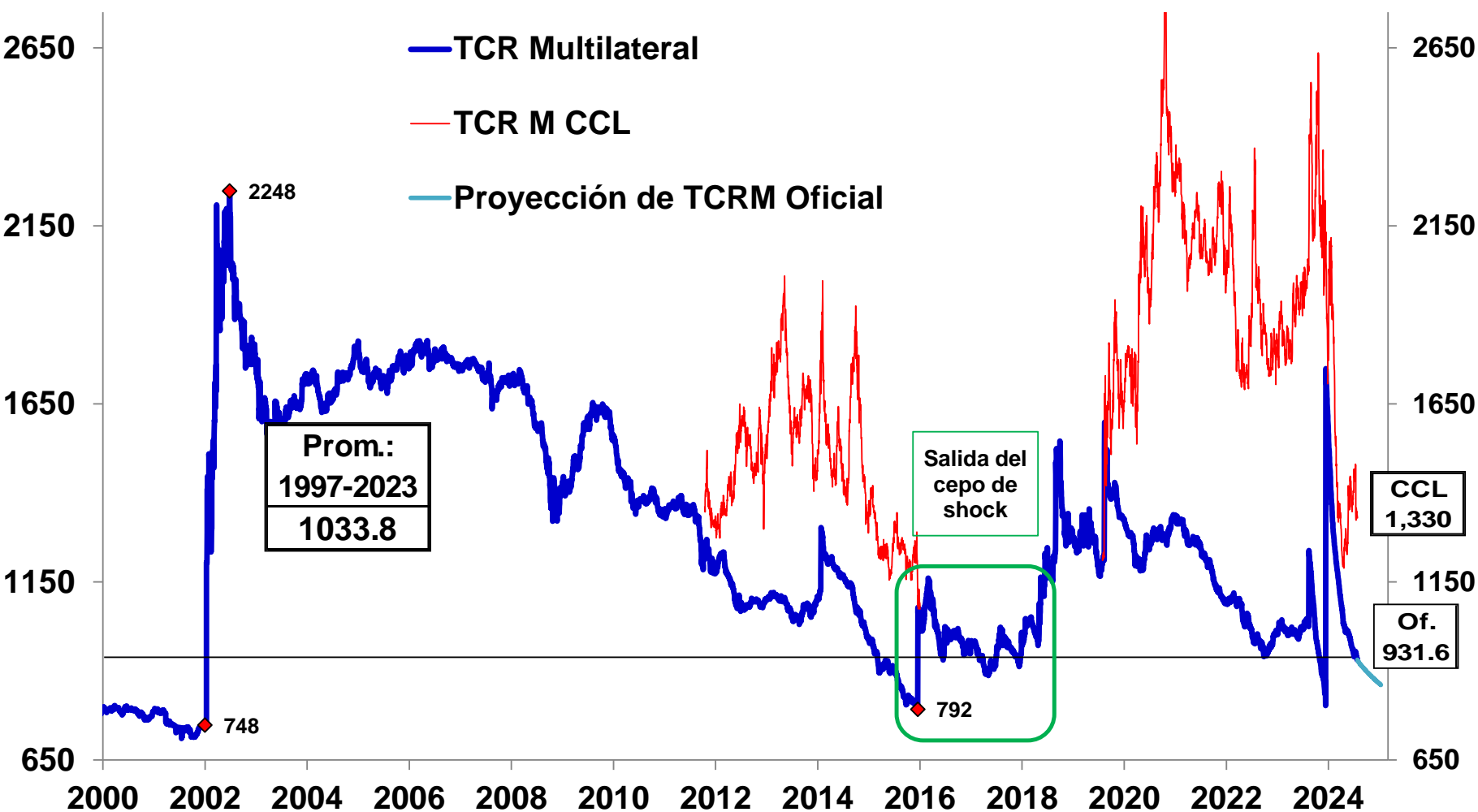
Vencimientos de deuda del Gobierno Nacional y el BCRA

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



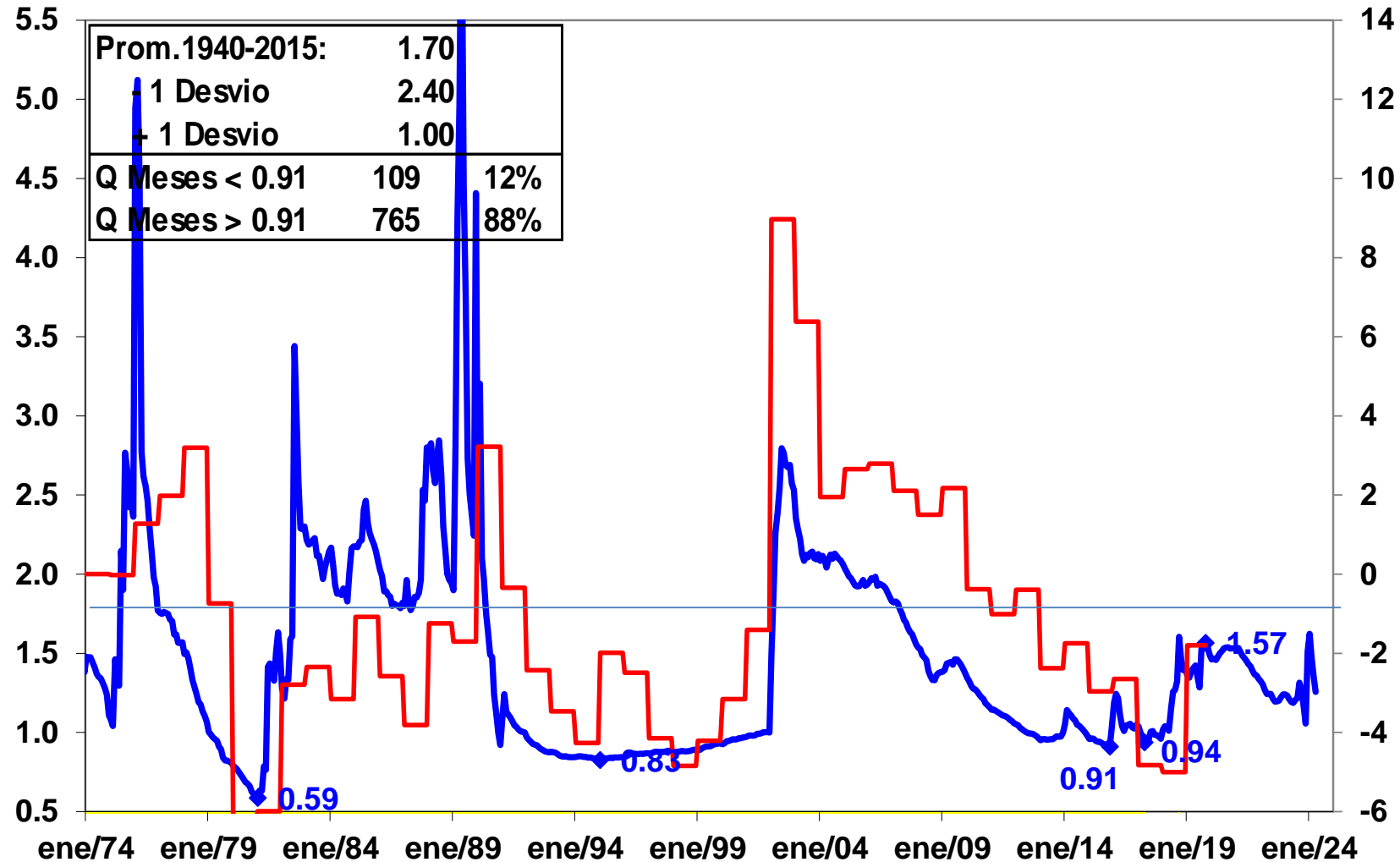
TC multilateral	TCN	TCR Multi
17/12/15	14	1079
29/2/16	16	1161
30/6/17	17	945
31/12/17	19	978
11/8/23	287	1032
14/8/23	350	1238
17/11/23	354	895
10/12/23	364	861
12/12/23	367	803
13/12/23	800	1740
26/7/24	932	932
31/8/24	954	912
30/9/24	972	899
31/12/24	1016	864
2003-05		1726
2016		970
2017		950

ejo

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

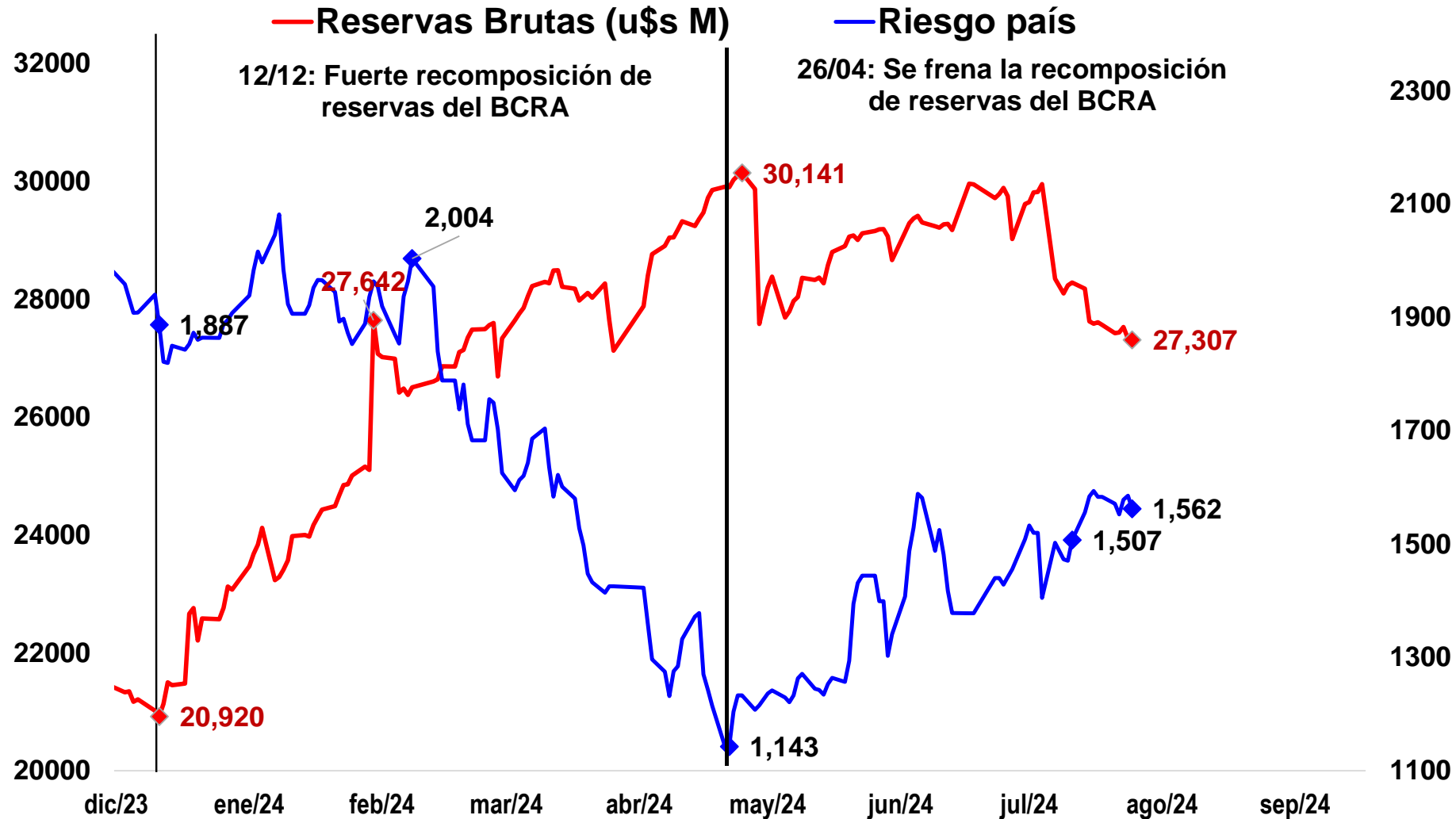
TOTAL PERÍODO Milei						
	23,615	-5,384	18,231	7,689	6,815	14,503
	129%	-20%	40%	101%	16%	29%

* 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

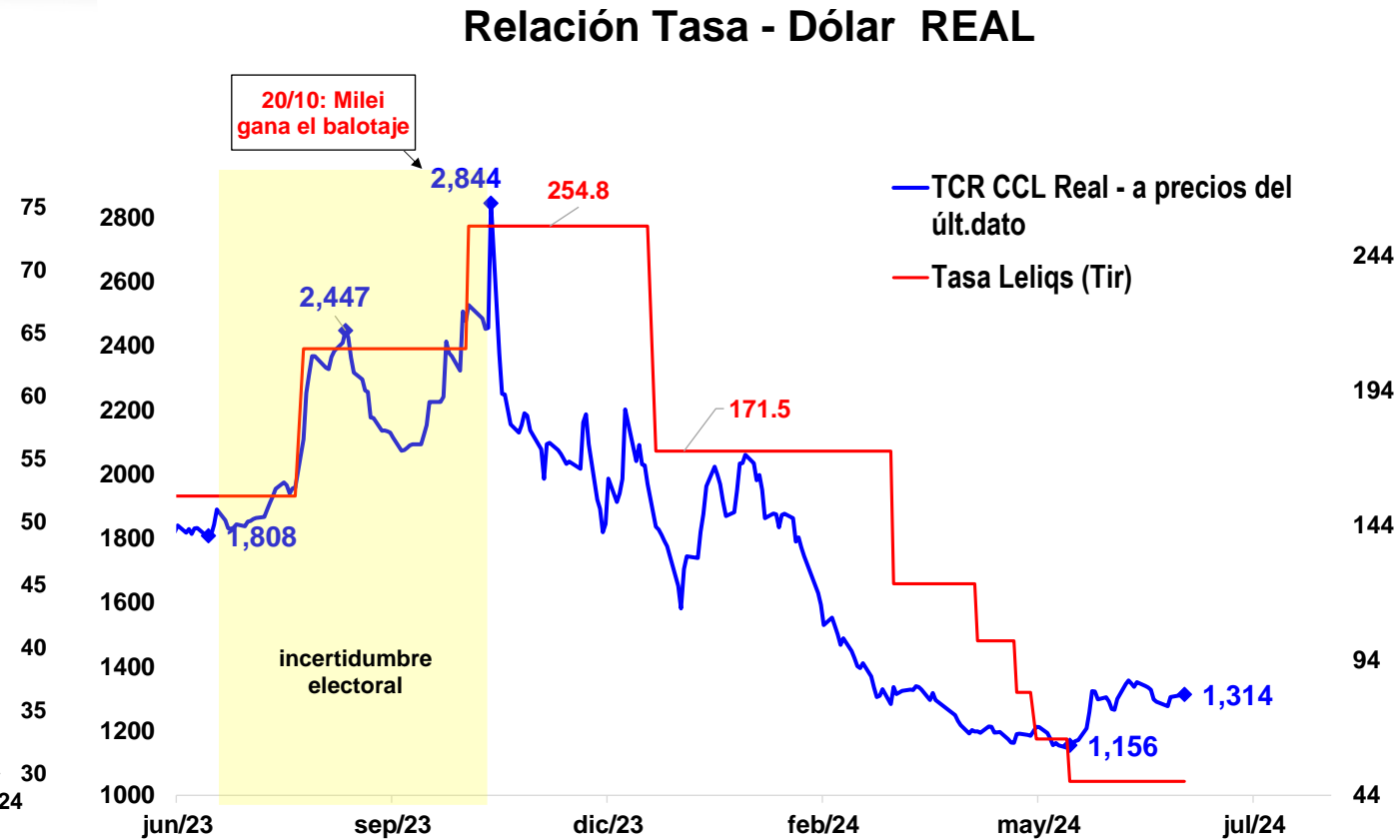
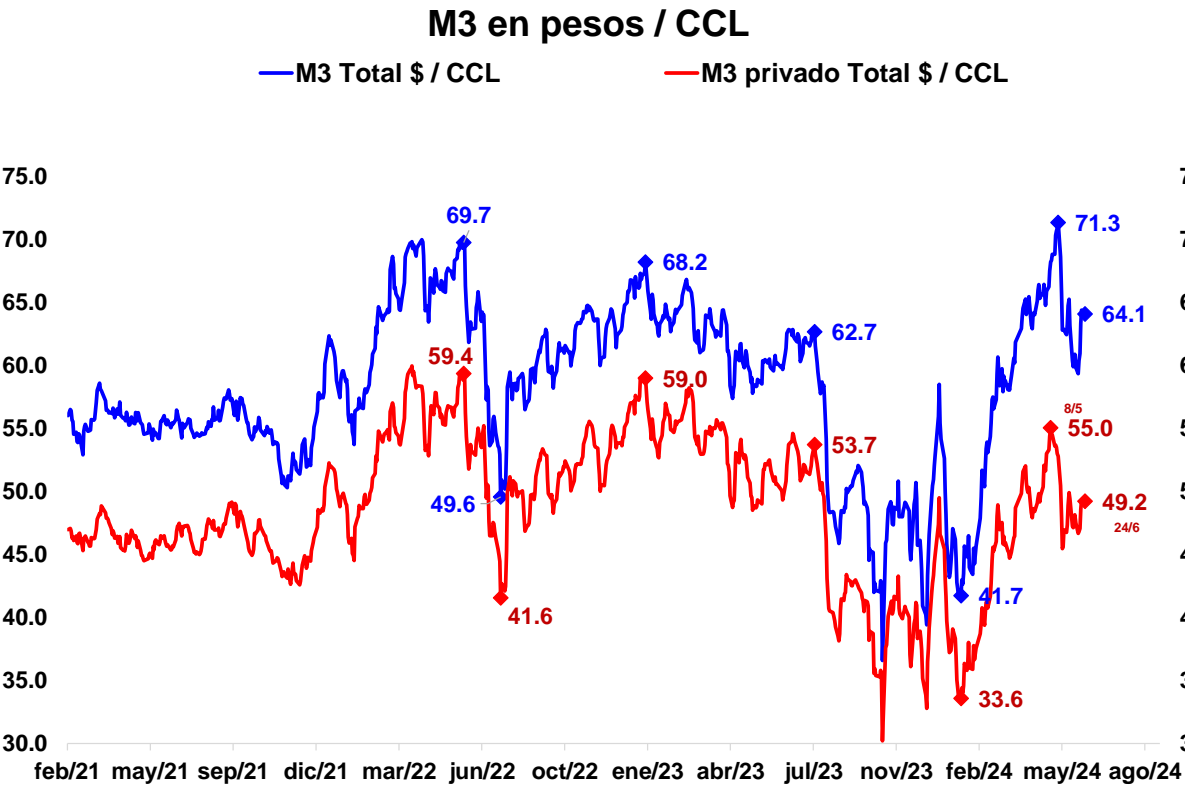
No hay grandes motores de demanda para empujar el nivel de actividad económica: el consumo privado

Política de Intervención del BCRA

En miles de millones de pesos corrientes

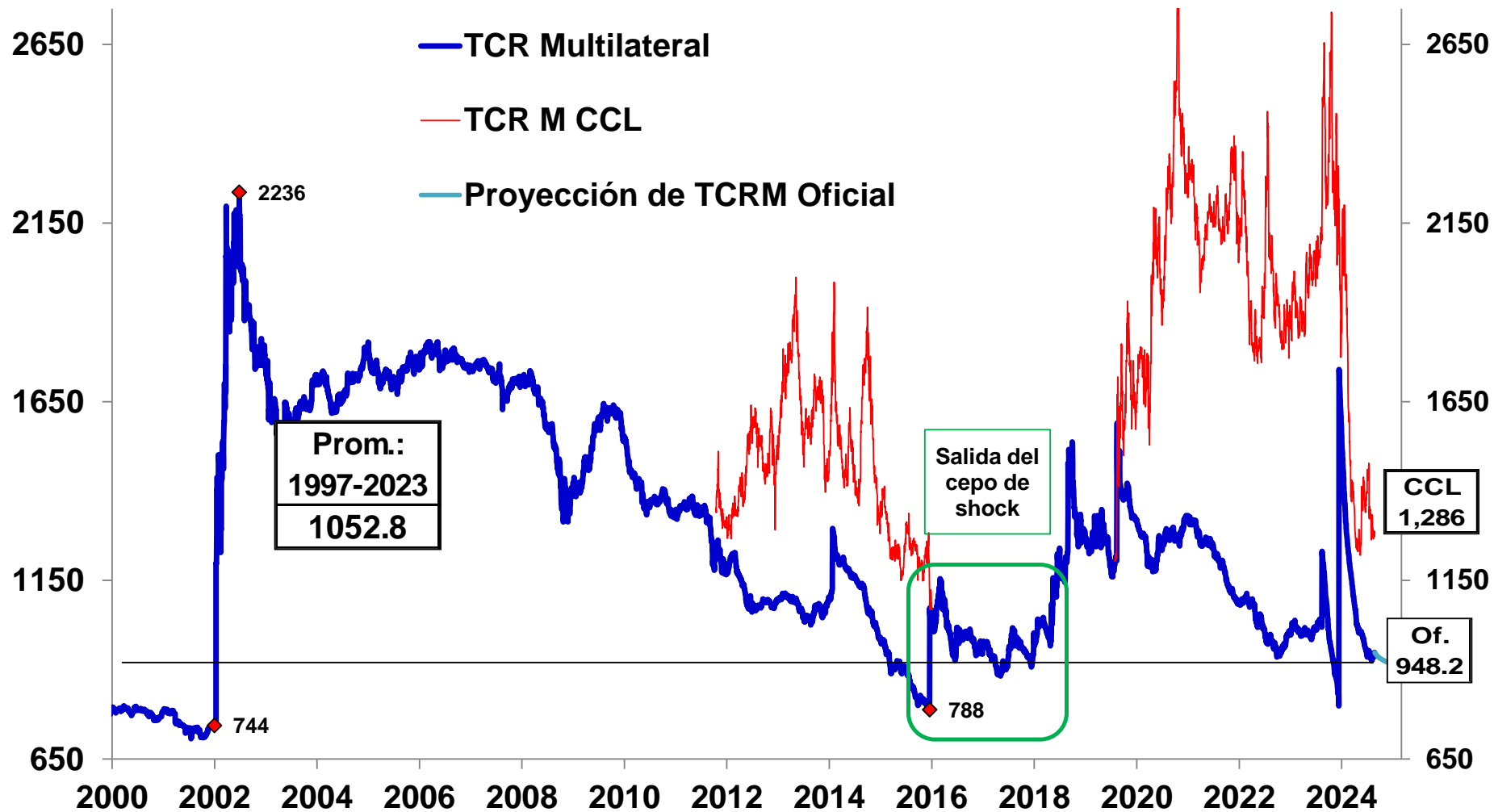
	Base Monetaria			Oferta de Base Monetaria							Depó Priv Total \$	M2 priv (Sin rem.) Total \$	PF Priv + Vista rem. Total \$	Prest. S Priv	Brecha
	Billetes	Reservas	Var.BM	Compra de u\$s	Lelics/ Pases	Intereses	Lelics/ Pases (sólo capital)	Gobierno	Lefi/ Cpra- vta bonos						
2021 :															
22/04	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 ₈₈

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

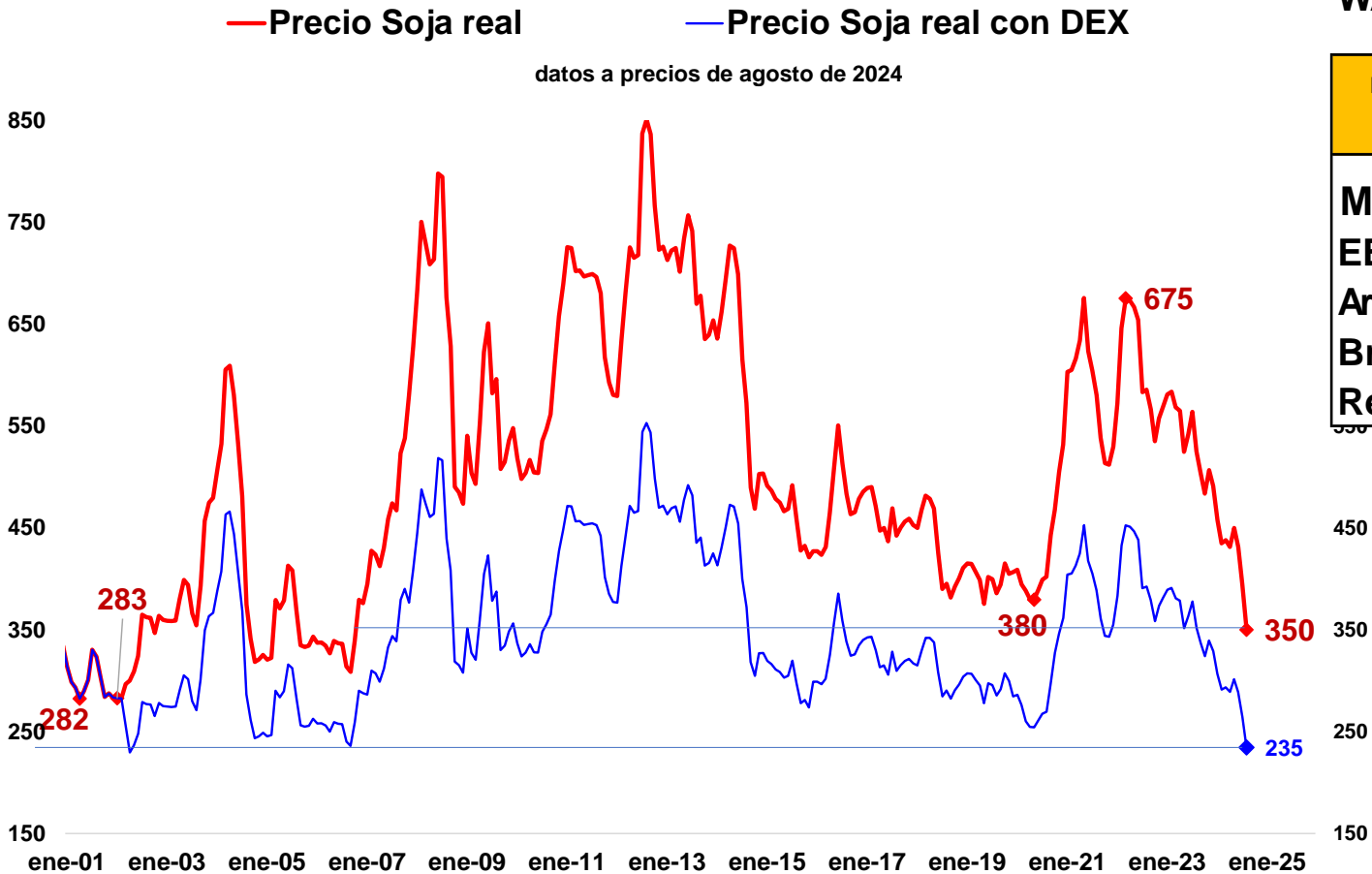
Sector Público Nacional - base caja

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

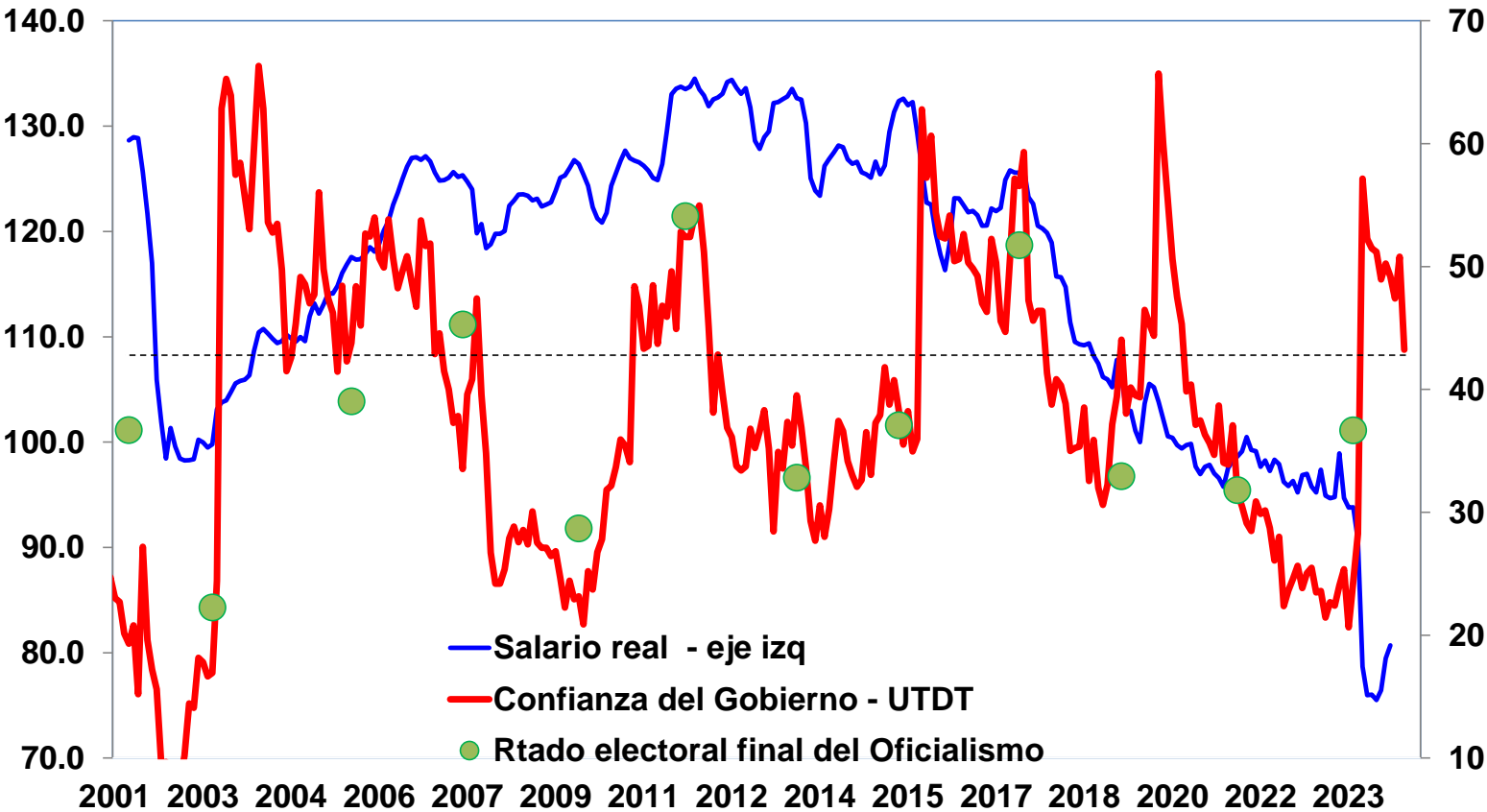
Hay fuerte caída de la brecha cambiaria

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

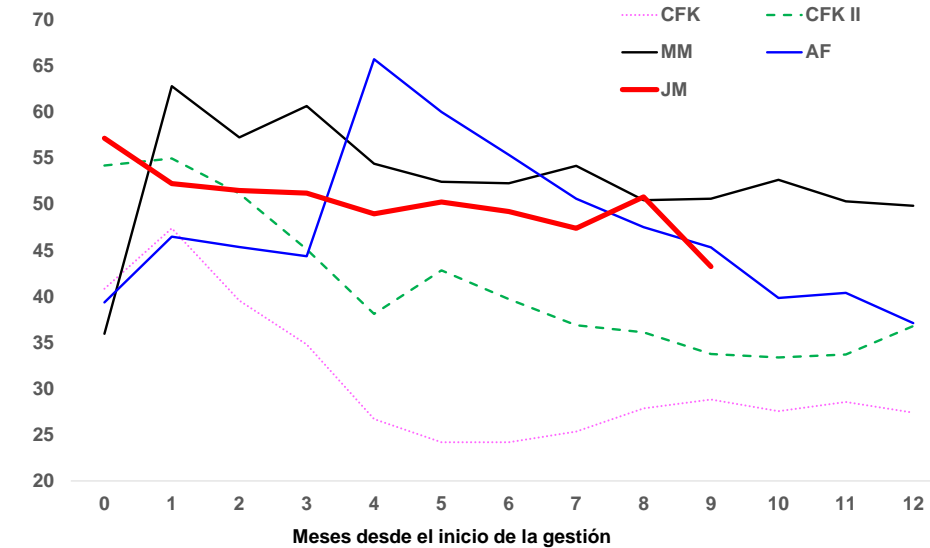


Hay deterioro en el margen en la imagen positiva del Gobierno

Proxy Imagen Positiva Gobierno, elecciones y Salario real



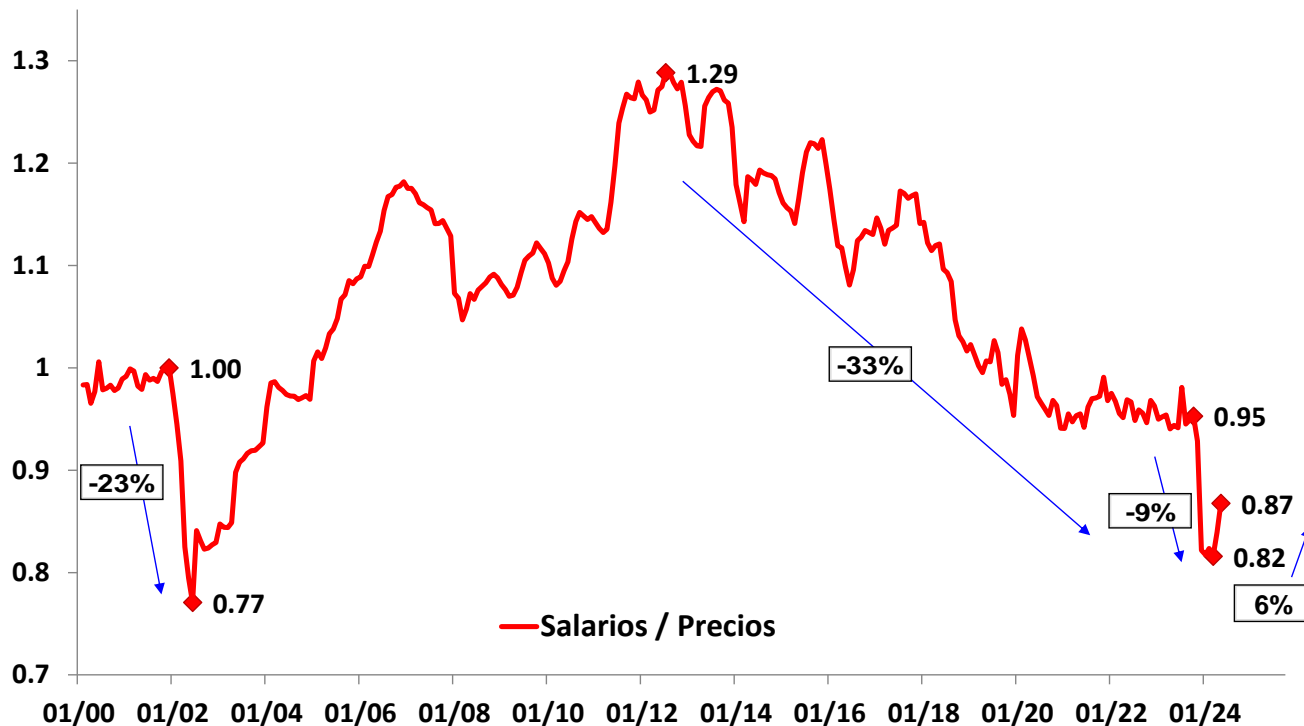
Proxy Imagen Positiva del Gobierno comparada desde el inicio de la gestión



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

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

Lo que juega a favor:

- ✓ **Mejora sustancial del contexto internacional**, por la baja de tasas de interés asociada a un nuevo ciclo de flexibilización monetaria en EEUU e incluso también en el resto del mundo.
- ✓ **Blanqueo de capitales muy exitoso**, especialmente en términos de incremento de depósitos en dólares bancarios, que podrían aumentar la circulación de dólares en la economía.
- ✓ **Gobernabilidad**, a partir de la capacidad del Gobierno de sostener los dos vetos aplicados.
- ✓ **La enorme convicción fiscalista del Presidente.**
- ✓ **La orientación pro-negocios del Gobierno.**