

“Con Reservas de King Kong: ¿Y ahora qué?”

Dr.LE Hernán Hirsch

Tomo 011 Folio 170

Abril 2025



I. Claves del Escenario Económico

II. Mundo: El huracán Trump

III. Argentina: ¿El Gobierno se quedó sin nafta?

- Desinflación y reactivación económica
- Pérdida de reservas y destartalamiento macro
- Política económica: El FMI para un *soft-landing*
- Escenario 2025-: Se imponen cambios, ¿los habrá?

IV. Conclusiones

I. Claves del Escenario Económico

II. Inicio exitoso de Fase 3: La salida del cepo

III. Las bandas cambiarias y el acuerdo con el FMI

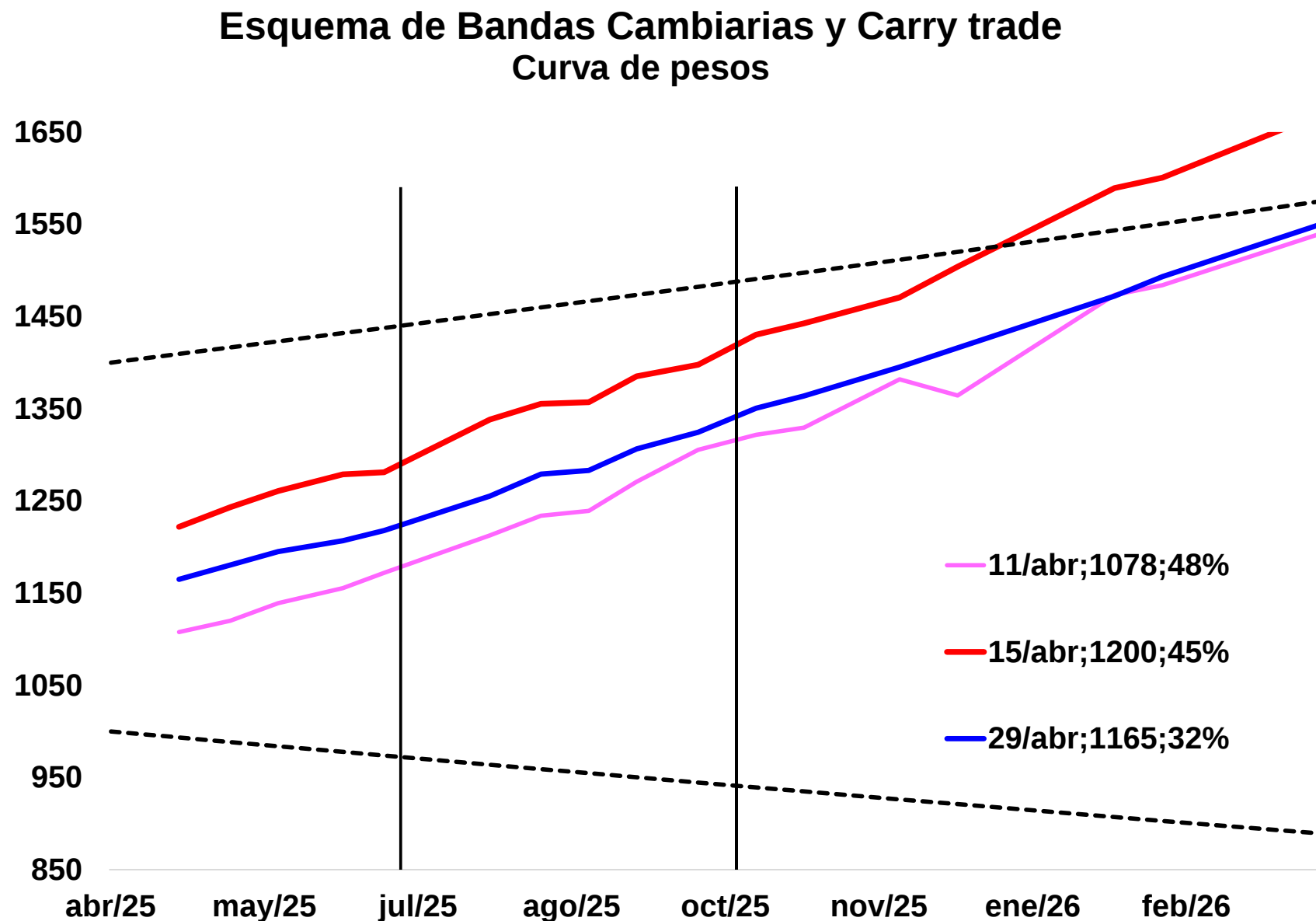
- Lógica y supuestos macro y metas
- La política económica inicial del Gobierno

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

V. Escenario 2025- ¿y ahora qué?

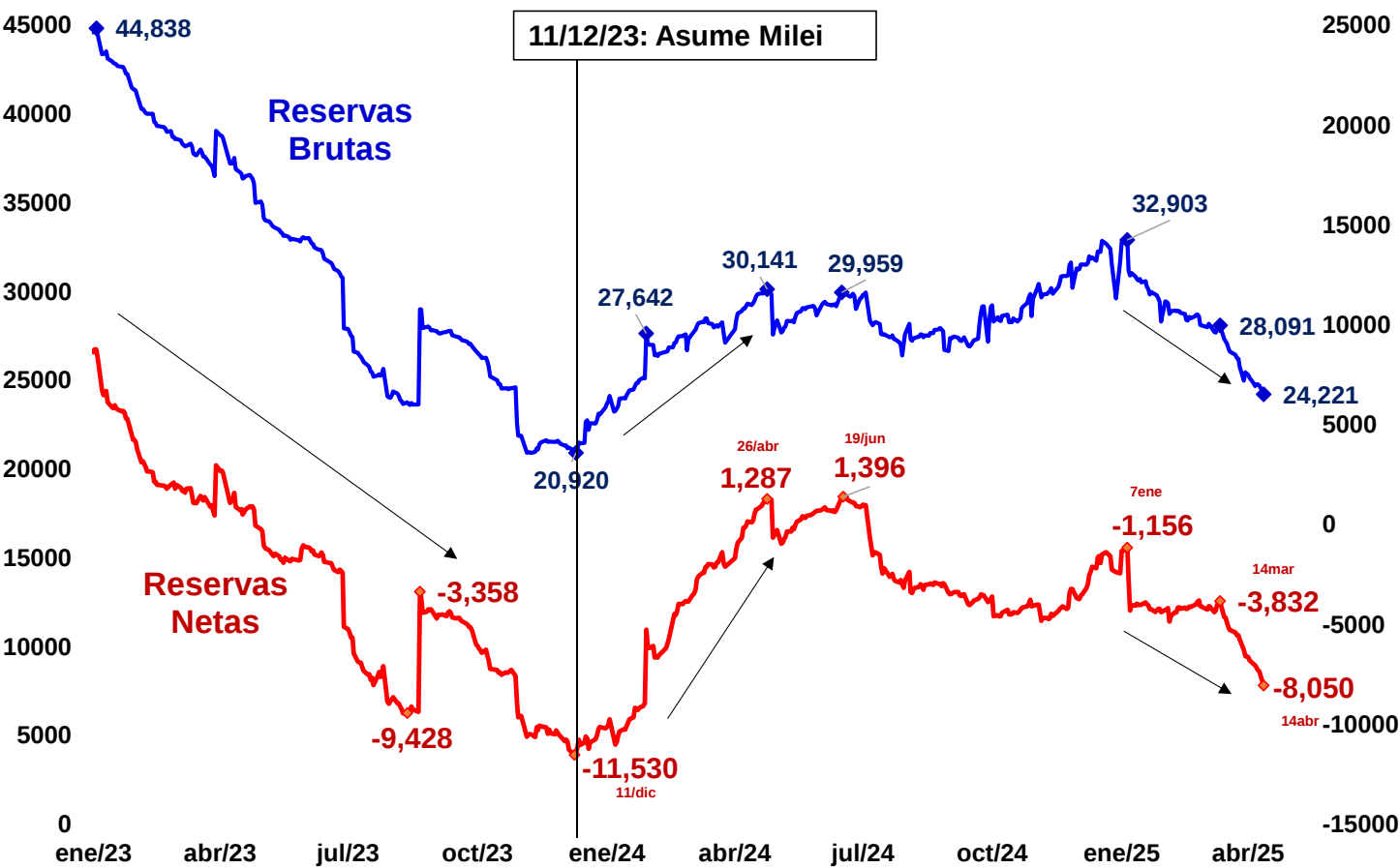
VI. Conclusiones

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



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

Reservas Brutas y Netas del BCRA
Datos diarios desde enero 2022



- Problema de:
- Stock de Reservas
 - Acumulación de reservas
 - TCR
 - Control de cambios

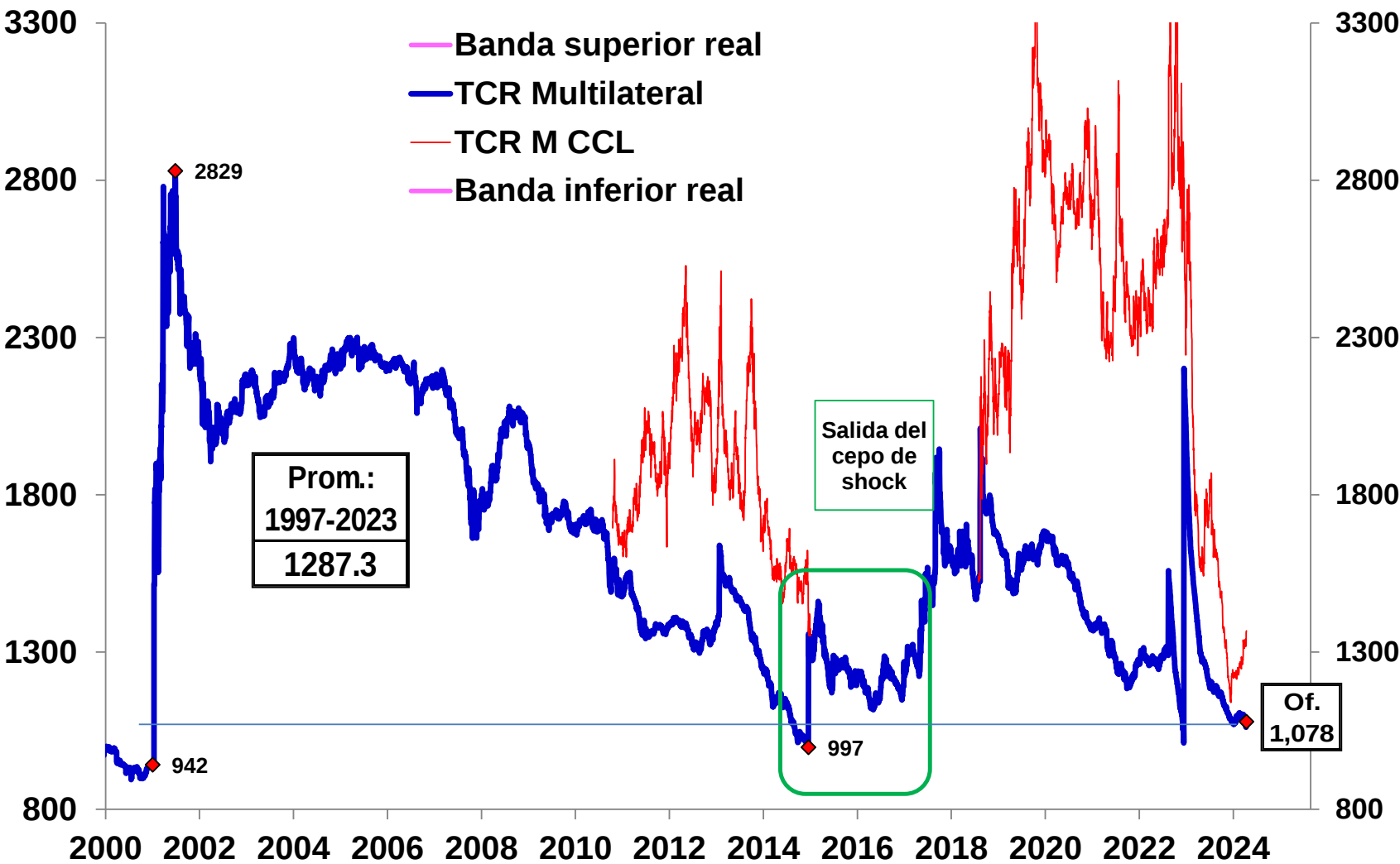
Explicación de la dinámica de Reservas del BCRA

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

Con un tipo de cambio real bajo en términos históricos

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



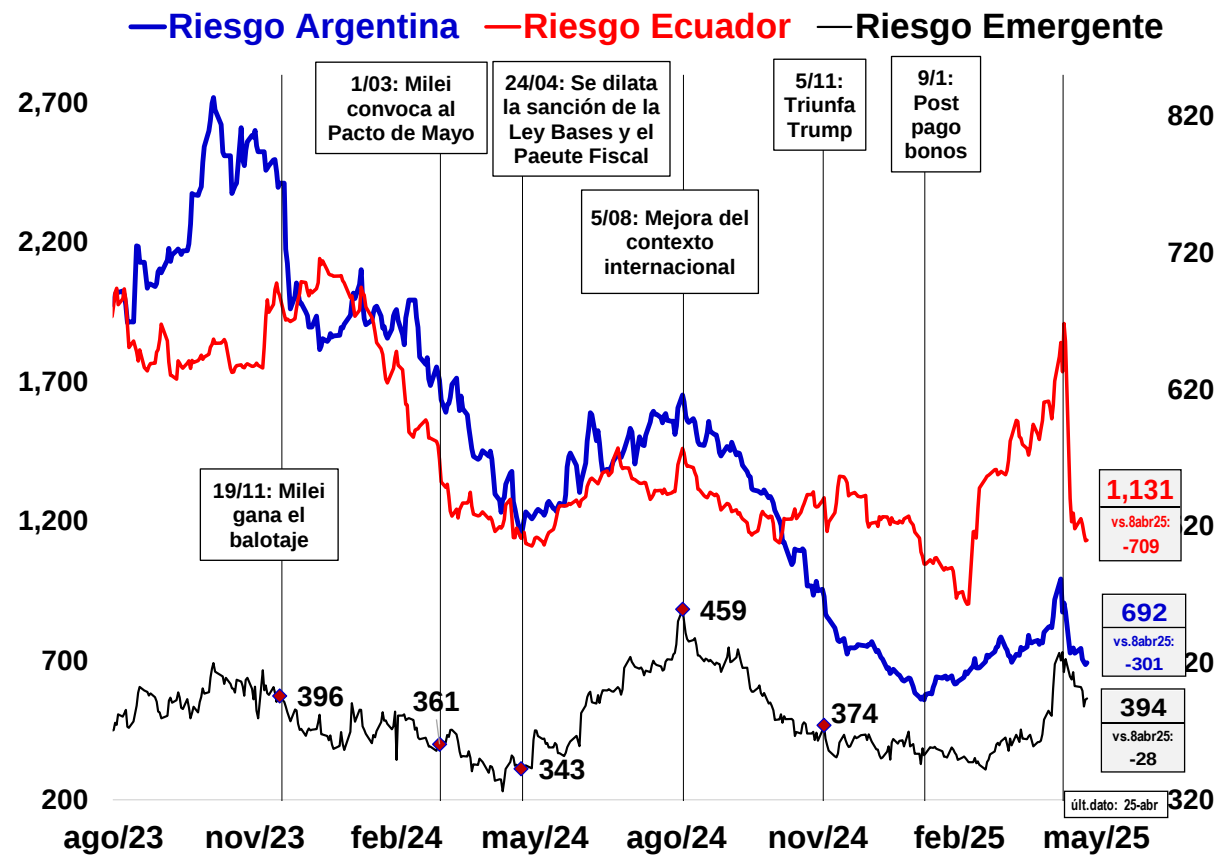
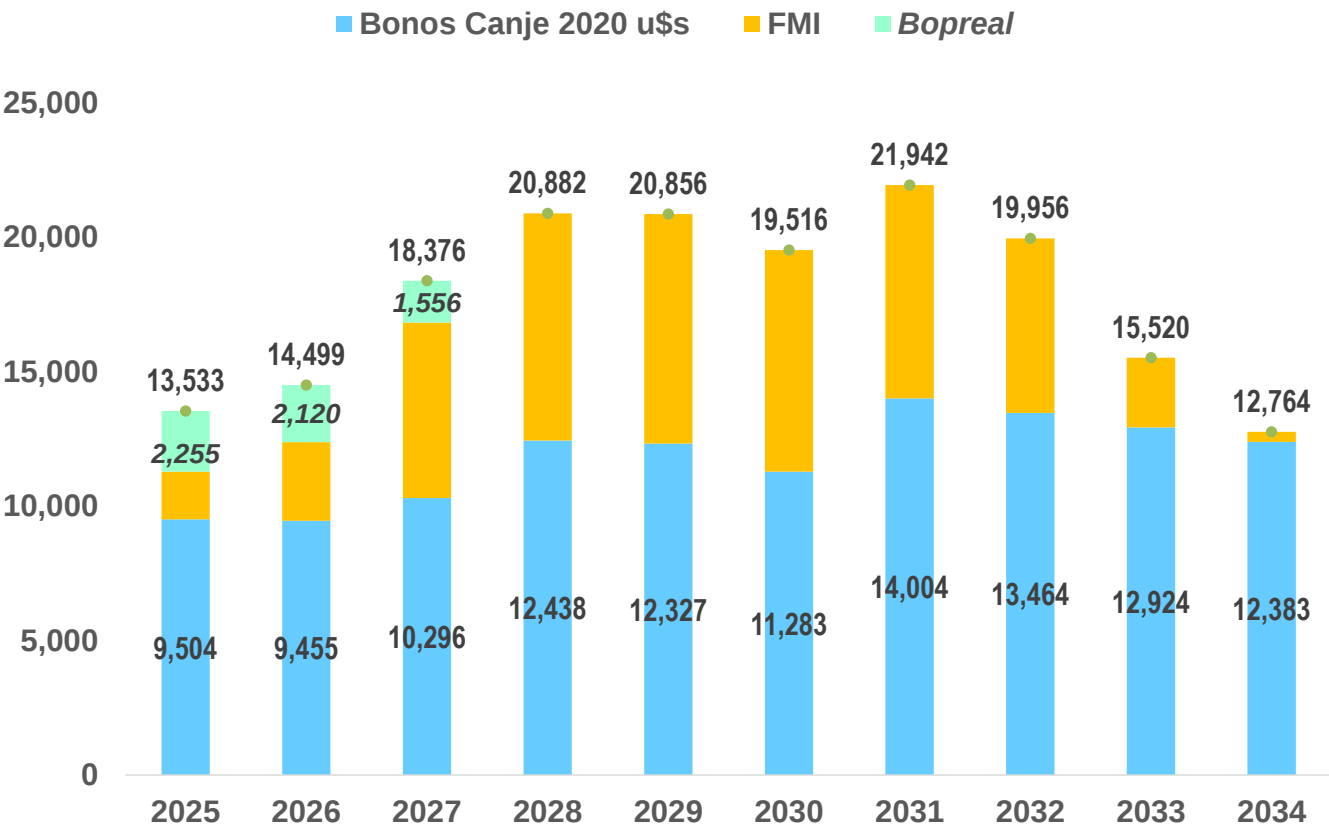
SIMs con TCR Multilateral

TC multilateral	TCN (1%mes)	TCR Multi
17/12/15	14	1357
29/2/16	16	1461
30/6/17	17	1189
31/12/17	19	1231
11/8/23	287	1299
14/8/23	350	1558
17/11/23	354	1127
10/12/23	364	1083
12/12/23	367	1011
13/12/23	800	2190
11/4/25	1078	1078
31/5/25	1096	1041
30/6/25	1107	1022
30/10/25	1152	978
2003-05		2172
2016		1220
2017		1195

Clave III: Aún no se logró reaccéder al mercado de deuda externo y hay elevados vencimientos en los próximos años

Vencimientos de deuda del Tesoro y el BCRA en dólares

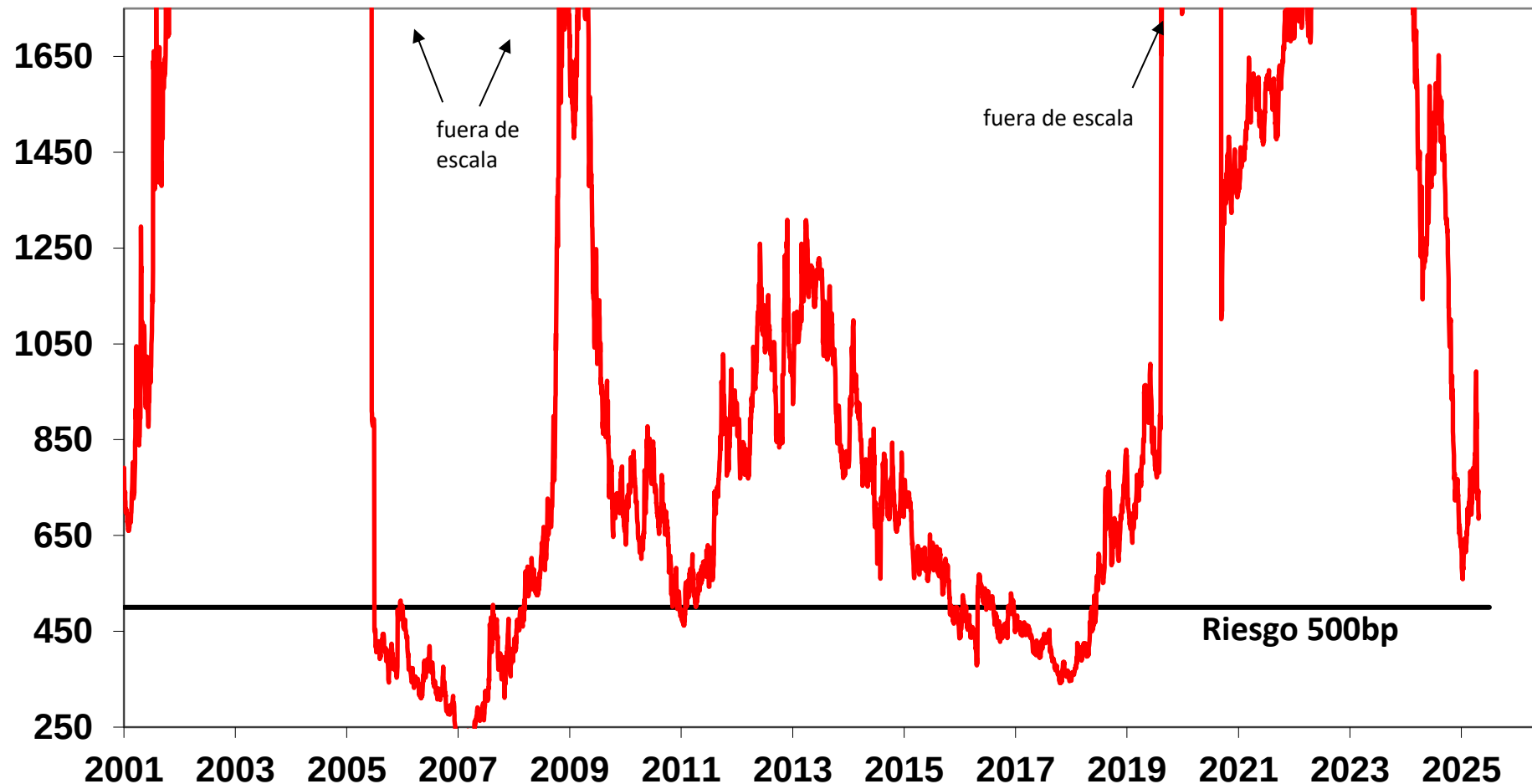
(capital e interés, incluye FMI, Bonos del Canje de 2010 del Tesoro y Bopreal del BCRA)



Y la Argentina en general ha estado fuera del mercado de deuda voluntario desde principios del año 2000

Riesgo País de Argentina:

Elaboración propia en base a JPMorgan



I. Claves del Escenario Económico

II. Inicio exitoso de Fase 3: La salida del cepo

III. Las bandas cambiarias y el acuerdo con el FMI

- 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

Con un apoyo financiero inédito del FMI el Gobierno logró recomponer reservas rápidamente

El paquete financiero en 2025

u\$sM	Total	FMI	Resto Organismos	Repo BCRA
Total 2025	23,100	15,000	6,100	2,000
Inmediato	15,500	12,000	1,500	2,000
Adicional a junio	4,100	2,000	2,100	
Resto 2025	3,500	1,000	2,500	

El préstamo del FMI 2025

En u\$s M	20,252
En DEG M	15,267

	u\$s M	% total	
11/4/2025	12,151	60%	75%
15/6/2025	2,028	10%	
15/11/2025	1,012	5%	
15/5/2026	723	4%	
15/11/2026	723	4%	
15/5/2027	723	4%	
15/11/2027	723	4%	
15/5/2028	723	4%	
15/11/2028	723	4%	
15/5/2029	723	4%	

Reservas Brutas, Netas y Líquidas del BCRA

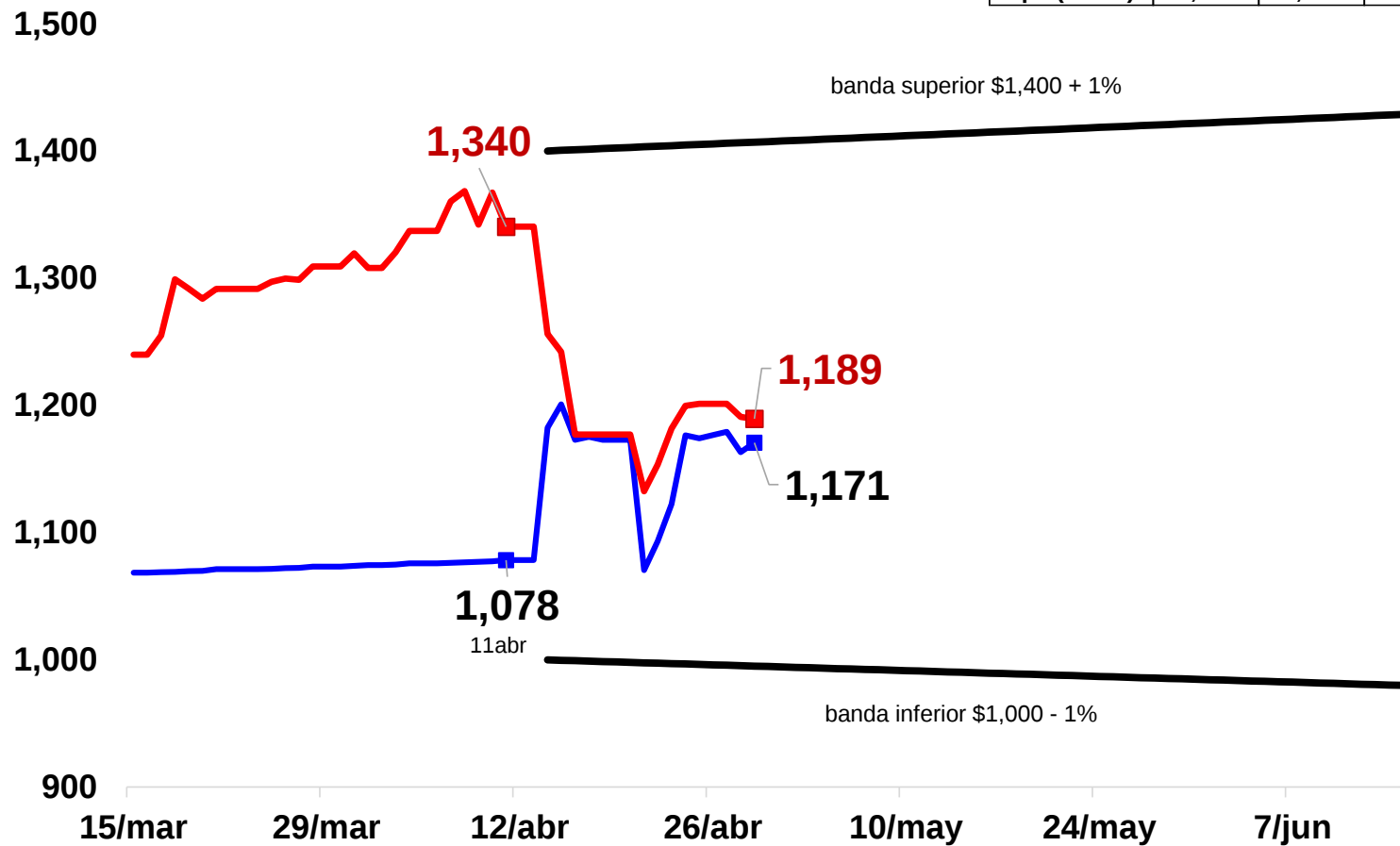
u\$s M	07/12/23 Día previo asunción de Milei	10/01/25 Post-pago Bonos Canje	11/04/25 Pre-acuerdo FMI	25/04/25 Últ.dato	Acum. dde el 14/04/25 Var% últ dato vs. 10/01
Reservas Brutas	21,209	31,038	24,704	39,165	14,461
Oro certificado	2,817	3,684	4,126	4,327	
Oro no certificado	1,207	1,579	1,768	1,854	
DEGs	68	5	5	12,123	
Swap Chino no activado	13,299	12,958	13,031	13,041	
Depósito en el BIS	3,001	0	0	0	
SEDESA títulos	1,832	1,946	1,946	1,832	
Reservas Líquidas Totales *	817	12,811	5,774	7,820	2,046
Encajes	9,460	15,411	12,289	13,271	
Resto Reservas Líquidas	-8,643	-2,600	-6,515	-5,451	
Pasivos Brutos	32,488	35,086	32,063	33,058	995
Encajes Bancarios	9,460	15,411	12,289	13,271	
Swap China	18,196	17,729	17,829	17,841	
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 m		2,381	2,857	2,857	
Reservas Netas FMI				-6,017	
Reservas Netas s/Bopreal	-11,279	-4,048	-7,359	6,107	13,466
RIN con Bopreal	-11,279	-6,429	-10,216	3,250	13,466

Fase 3: Salida inicial del cepo exitosa en el centro de la banda

Tipo de Cambio Oficial (3500) y Dólar CCL

Salida del Cepo

	11-abr	29-abr	Var%
Impo (Oficial)	1,078	1,171	9%
Ahorro (CCL)	1,340	1,189	-11%
Expo (blend)	1,131	1,174	4%



Rearme del carry

	Oferta neta expo (vol neg MAE)	Compras/ventas del BCRA	Demanda neta impo, bcos y otros
	1	2	3=1-2
Promedios diarios			
Previa: 1/03 al 13/03	529	34	495
Desarme: 14/03 al 11/04	465	-131	596
Rearme: 14/04 al 28/04	621	0	621

Desarme y Rearme del carry expo, impo y bancario:

	1	2	3=1-2
Desarme del carry:	-1,217	3,139	1,921
Rearme del carry:	620	-1,094	-474

La estacionalidad del agro favorece la estabilidad cambiaria

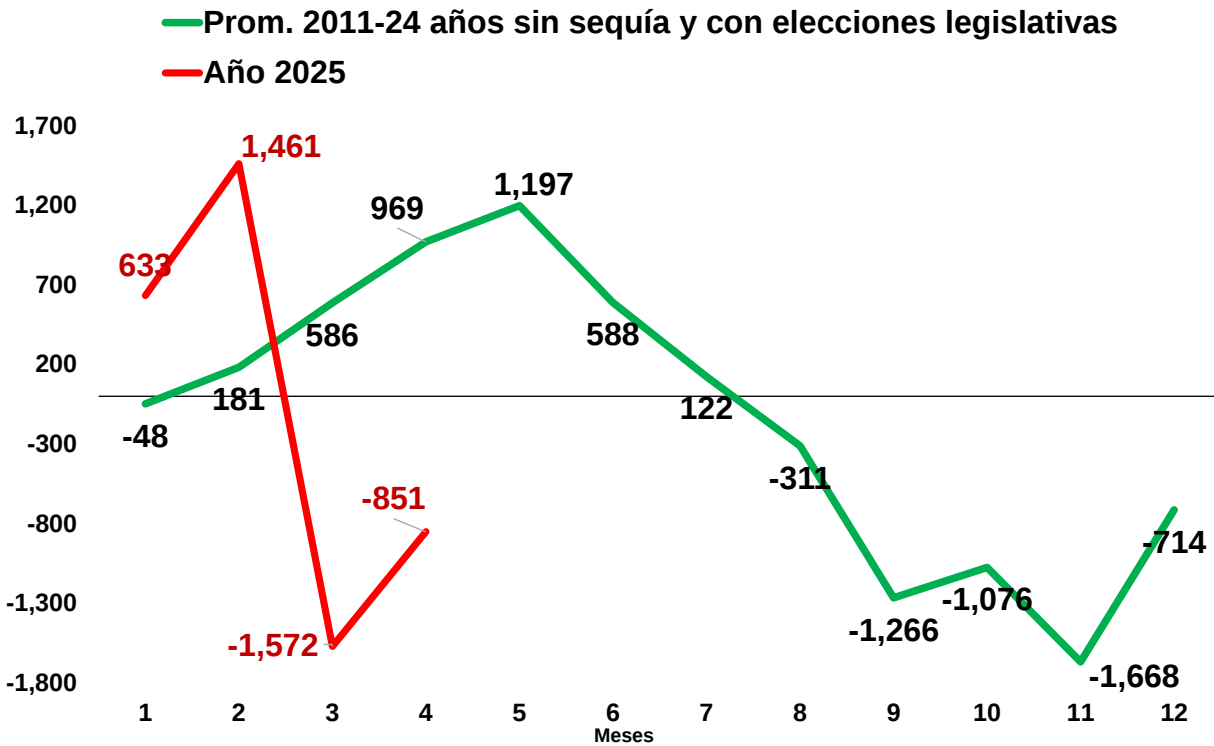
Liquidación de divisas del Agro

CIARA-CC - u\$s M



Compra total de dólares del BCRA

Datos mensuales - MULC/MEP/CCL - u\$s M



Y un traslado inicial de la salida del cepo a precios que luce bajo

Impacto en precios de la salida parcial del cepo

Variaciones semanales

Caso actual: Cuasi-salida del cepo 2025

21-feb-25	1.0
28-feb-25	1.0
7-mar-25	0.9
14-mar-25	1.3
21-mar-25	1.2
28-mar-25	1.5
7-abr-25	0.0
14-abr-25	0.6
21-abr-25	0.6
28-abr-25	0.8
7-may-25	
14-may-25	
21-may-25	
28-may-25	
7-jun-25	
14-jun-25	
21-jun-25	
28-jun-25	

Caso 2: Devaluación 2023

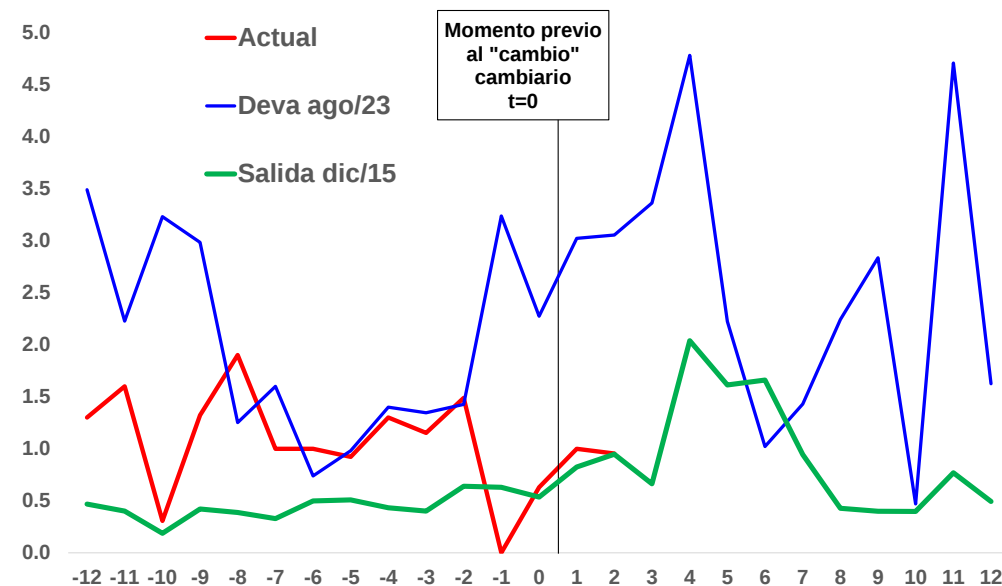
21-jun-23	1.6
28-jun-23	0.7
7-jul-23	1.0
14-jul-23	1.4
21-jul-23	1.3
28-jul-23	1.4
7-ago-23	3.2
14-ago-23	2.3
21-ago-23	3.0
14-ago-22	3.1
21-ago-22	3.4
28-ago-22	4.8
7-sep-22	2.2
14-sep-22	1.0
21-sep-22	1.4
28-sep-22	2.2
7-oct-22	2.8
14-oct-22	0.5

Caso 3: Salida del cepo 2015

28-oct-15	0.5
4-nov-15	0.6
11-nov-15	0.4
18-nov-15	0.4
25-nov-15	0.6
2-dic-15	0.5
9-dic-15	0.6
16-dic-15	0.8
23-dic-15	0.8
30-dic-15	0.8
6-ene-16	0.6
13-ene-16	1.8
20-ene-16	1.8
27-ene-16	1.7
3-feb-16	0.8
10-feb-16	0.9
17-feb-16	0.3
24-feb-16	0.4

Salida del Cepo / Devaluación

Var% semanal de precios post modificación cambiaria



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**

I. Claves del Escenario Económico

II. Inicio exitoso de Fase 3: La salida del cepo

III. Las bandas cambiarias y el acuerdo con el FMI

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

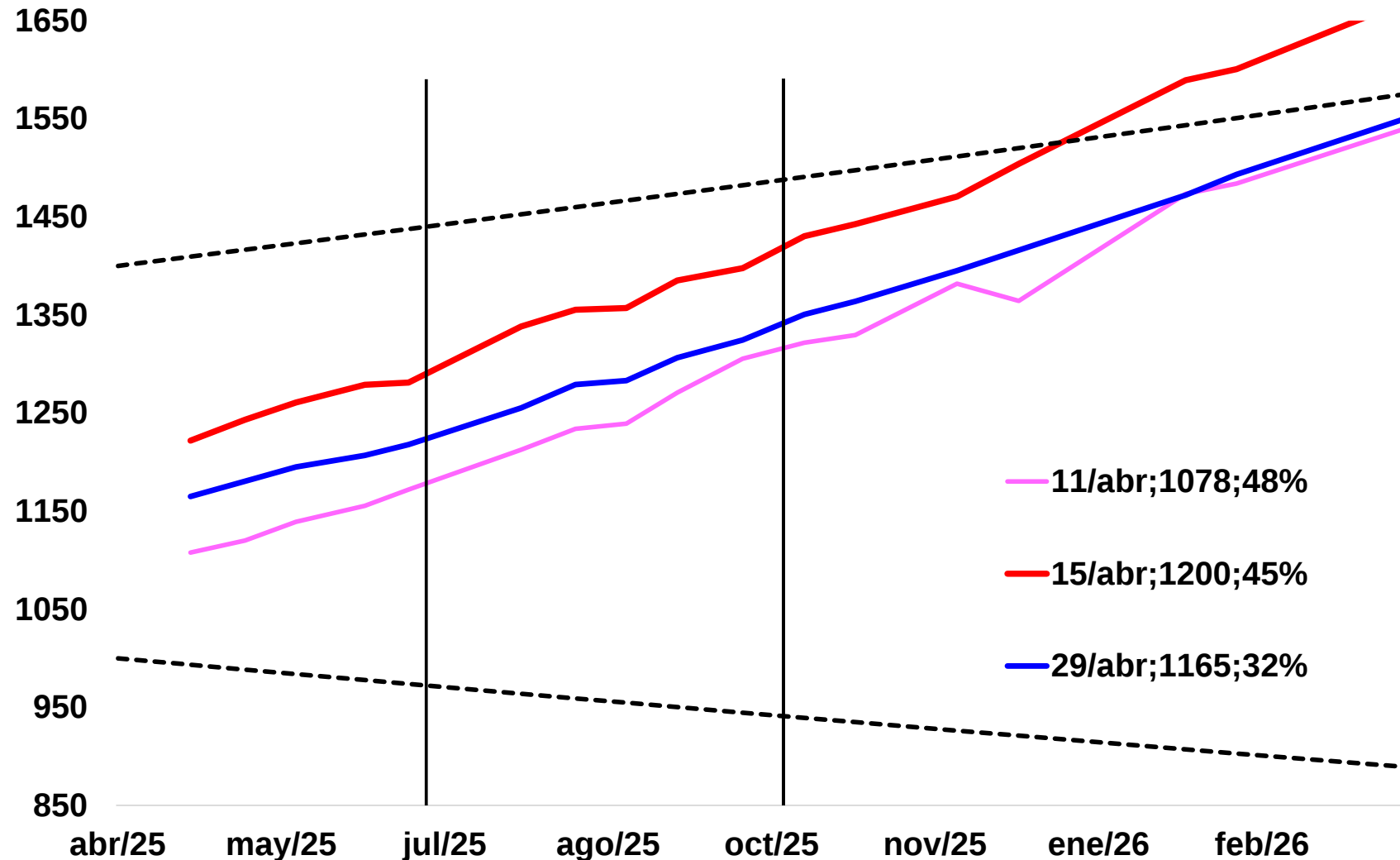
IV. ¿Se resolvió el problema que nos trajo a la Fase 3?

V. Escenario 2025- ¿y ahora qué?

VI. Conclusiones

El esquema de bandas cambiarias debería contribuir a estabilizar el mercado de cambios

Esquema de Bandas Cambiarias y Carry trade
Curva de pesos



El nuevo programa económico y cambiario es muy dependiente de la desinflación

		2023	2024	2025	2026	2027
PBI real	% anual	-1.6%	-1.7%	5.5%	4.5%	4.0%
Inflación	% dic/dic	0%	118%	20%	12%	8%
TCN	punta	809	1,034	1,257	1,414	1,586
	% dic/dic		28%	22%	12%	12%
TCR implícito	base fin 2024	1,720	1,034	1,073	1,104	1,181
Cuenta Corriente	% PBI	-3.2%	1.0%	-0.4%	-0.3%	0.2%
Resultado Primario	% PBI	-2.8%	1.8%	1.6%	2.2%	2.5%
Resultado Fiscal	% PBI	-5.1%	0.3%	0.0%	0.0%	0.4%
M3 en pesos	\$ MM, punta	52,692	117,032	148,167	186,550	219,872
	% dic/dic		122%	27%	26%	18%
Base Monetaria	\$ MM, punta	9,608	29,729	48,315	66,399	81,839
	% dic/dic		209%	63%	37%	23%
Reservas brutas	u\$sMM, punta	23.1	29.6	49.3	57.6	67.3
Reservas brutas netas 1/	u\$sMM, punta	10.1	16.6	36.3	44.6	54.3
Reservas netas	u\$sMM, punta	-8.5	-2.4	2.4	10.4	22.9
Cobertura de Reservas Brutas						
Base / Reservas Brutas	%	51%	97%	78%	82%	77%
M3 en \$ / Reservas Brutas	%	282%	382%	239%	229%	206%
En % del ARA METRIC		14%	22%	48%	56%	67%
Deuda Bruta / PBI						
SP Nacional	% PBI	155%	85%	73%	68%	65%
Con Privados	% PBI	60%	38%	29%	25%	23%
BCRA	% PBI	16%	2%	1%	1%	0%
SP Consolidado	% PBI	172%	87%	75%	69%	65%

Inflación implícita en el acuerdo Simulaciones 2025

	Escenario Posible		Escenario "tipo" FMI	
	% m/m	% a/a	% m/m	% a/a
ene-25	2.2%	84.5%	2.2%	84.5%
feb-25	2.4%	66.9%	2.4%	66.9%
mar-25	3.7%	55.9%	3.7%	55.9%
abr-25	3.0%	47.6%	2.1%	46.3%
may-25	2.9%	45.7%	1.0%	41.8%
jun-25	2.6%	42.9%	1.0%	37.0%
jul-25	2.4%	40.6%	1.0%	33.0%
ago-25	2.2%	37.9%	1.0%	28.9%
sep-25	2.1%	36.1%	1.0%	25.9%
oct-25	1.9%	35.1%	1.0%	23.8%
nov-25	1.9%	34.3%	1.0%	22.1%
dic-25	1.8%	33.1%	1.0%	20.0%

1/ Sin el swap chino no activado

La meta de acumulación de Reservas Netas del BCRA luce de muy difícil cumplimiento

Metas de acumulación de (RIN) del acuerdo FMI

u\$s millones	31/12/24 obs.	31/3/25 est.	16/4/25 obs.	13/6/25 Meta	30/9/25 Meta	31/12/25 Meta
1 Stock de RIN	-2,381	-5,747	-6,239	-2,881	-2,981	1,619
2 Acumulación de RIN			-3,858			
3 METAS de acumulación de RIN		-4,900		-500	-600	4,000
4 Dólares requeridos sin ingresos por financiamiento (3-2)				-3,358	-3,258	-7,858
5 Dólares por el financiamiento previsto en el programa:				3,575	5,225	6,600
Desembolsos de otros organismos internacionales previstos				3,075	4,725	6,100
Desembolsos ya realizados por el Banco Mundial				-1,500	-1,500	-1,500
Repo del BCRA				2,000	2,000	2,000
6 Pagos de deuda pública en dólares (acumulados)				1,289	8,120	9,709
7 Dólares requeridos sin ajustes de las Metas de RIN (4+5-6)				-1,072	-6,153	-10,967
Ajustes:						
8 Por exceso de desembolsos de otros organismos internacionales				688	-1	927
Desembolsos según el programa FMI				3,075	4,725	6,100
Monto máximo contabilizable en las RIN				2,387	4,726	5,173
9 Por financiamiento obtenido en el mercado de deuda en dólares				1,500	1,500	1,500
Repo del BCRA según el programa				2,000	2,000	2,000
Top máximo del ajuste				1,500	1,500	1,500
Dólares requeridos para cumplir con la Meta de RIN (7-8-9):				-3,260	-7,652	-13,394
Requerimiento de dólares trimestral				-3,260	-4,392	-5,742

Acum R para
reducir riesgo
país

La meta de acumulación de Activos Netos del BCRA también luce de difícil cumplimiento

Metas de Activos Internos Netos (AIN)

\$ mil M	31/12/24 obs.	31/3/25 est.	16/4/25 obs.	13/6/25 Meta	30/9/25 Meta	31/12/25 Meta
1 Stock de AIN	29,872	37,138	40,004	38,826	44,170	44,653
2 Acumulación de AIN		7,266	10,132	8,954	14,298	14,781
3 META de AIN acumulada		5,826		8,954	14,298	14,781
4 Absorción de pesos requerida para cumplir la meta previo a los ajustes que impone el FMI (3-2)				1,178	-4,166	-4,650
Ajustes:				448	1,450	604
5 Por exceso de desembolsos de otros organismos internacionales (-)				-448	-1,450	-604
Desembolsos esperados según el programa				3,240	5,109	6,426
Desembolsos ya realizados por el Banco Mundial				-1,580	-1,580	-1,580
Límite máximo contabilizable de RIN				2,107	4,979	5,450
6 Por financiamiento obtenido en el mercado de deuda (-)				527	527	527
Repo del BCRA según el programa				2,107	2,107	2,107
Monto de financiamiento no computable				1,580	1,580	1,580
7 Por suba de encajes bancarios (+)				2,500	2,500	2,500
8 Absorción de pesos requerida para cumplir la Meta FMI luego de los ajustes y la suba de encajes (4-5-6-7)				-1,243	-7,589	-7,226
9 No renovación de la deuda local (se asume rollover del 75% en el resto del año)				5,750	9,962	16,480
10 Absorción de pesos requerida para cumplir la Meta FMI asumiendo un problema de rollover hacia delante				4,507	2,373	9,253

No emisión
para contener
la inflación

En % de la Base Monetaria actual

33,431

13%

7%

28%

La meta de superávit primario anual elevada al 1.6% del PBI es alcanzable para este Gobierno (antes de 1.3% PBI)

Sector Público Nacional - base caja

SPN \$ MM	IT-25 \$ MM	IT-24 \$ MM	Var.% nom	Var.% a/a Real	IT-25 % PBI	IT-24 % PBI	Var.pp PBI	IT-23 % PBI
INGRESOS	30,310	17,805	70.2	1.3	24.6	26.6	-1.9	17.4
Tributarios totales	28,411	16,205	75.3	4.3	23.1	24.2	-1.1	15.8
Tributarios sin retenciones	26,789	13,247	102.2	20.4	21.8	19.8	2.0	14.7
Der. s/exportaciones	1,627	1,217	33.6	-20.5	1.3	1.8	-0.5	0.8
Impuesto PAÍS	-5	1,740	-100.3	-100.2	0.0	2.6	-2.6	0.4
Rentas de propiedad y otros	1,899	1,600	18.7	-29.4	1.5	2.4	-0.8	1.5
GASTO PRIMARIO	25,953	13,936	86.2	10.8	21.1	20.8	0.3	19.6
Prestaciones sociales	15,760	7,169	119.8	30.8	12.8	10.7	2.1	8.9
Salarios	3,698	2,295	61.1	-4.1	3.0	3.4	-0.4	2.6
Bienes y Servicios	1,064	487	118.4	30.0	0.9	0.7	0.1	0.7
Planes sociales	2,056	1,812	13.4	-32.5	1.7	2.7	-1.0	2.0
Subsidios económicos	1,232	1,097	12.3	-33.1	1.0	1.6	-0.6	2.0
Energía	514	688	-25.3	-55.5	0.4	1.0	-0.6	1.4
Transporte y otros	685	369	86.0	10.7	0.6	0.5	0.0	0.5
Gastos de capital	569	246	131.8	38.0	0.5	0.4	0.1	1.7
Transferencias a provincias	561	143	293.7	134.3	0.5	0.2	0.2	0.5
Déficit Empresas Públicas	1,012	688	47.1	-12.4	0.8	1.0	-0.2	1.1
Res PRIMARIO (FMI)	4,357	3,868	13	-33.0	3.5	5.8	-2.2	-2.3
Intereses netos	3,048	2,735	11.4	-33.7	2.5	4.1	-1.6	3.1
RESULTADO FISCAL	1,309	1,133	16	-31.2	1.1	1.7	-0.6	-5.4

Memo Items: IPC Nacional, var %

68.0%

META FMI: \$3,644 mil M

Resultado fiscal Total

\$ Billones	Superávit primario	Interés caja	Superávit fiscal	Interés capita- lizado	Superávit fiscal total
ene-24	2.01	1.49	0.52	0.00	0.52
feb-24	1.23	0.89	0.34	0.01	0.33
mar-24	0.63	0.35	0.28	0.00	0.28
abr-24	0.26	0.25	0.02	0.03	-0.01
may-24	2.33	1.15	1.18	0.18	1.01
jun-24	0.49	0.25	0.24	0.68	-0.44
jul-24	0.91	1.51	-0.60	1.71	-2.31
ago-24	0.90	0.90	0.00	2.18	-2.18
sep-24	0.82	0.35	0.47	2.74	-2.28
oct-24	0.75	0.22	0.52	2.66	-2.14
nov-24	1.38	1.02	0.36	2.27	-1.91
dic-24	-1.30	0.26	-1.56	2.61	-4.17
ene-25	2.43	1.84	0.60	3.81	-3.21
feb-25	1.18	0.87	0.31	3.74	-3.43
mar-25	0.75	0.35	0.40	5.11	-4.71
Total 2024	10.41	8.64	1.76	15.07	-13.30
% PBI	1.8%	1.5%	0.3%	2.6%	-2.3%
Ac.12 M a	10.89	8.95	1.94	27.71	-25.77
Mar/25	1.7%	1.4%	0.3%	4.2%	-3.9%

I. Claves del Escenario Económico

II. Inicio exitoso de Fase 3: La salida del cepo

III. Las bandas cambiarias y el acuerdo con el FMI

- 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

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

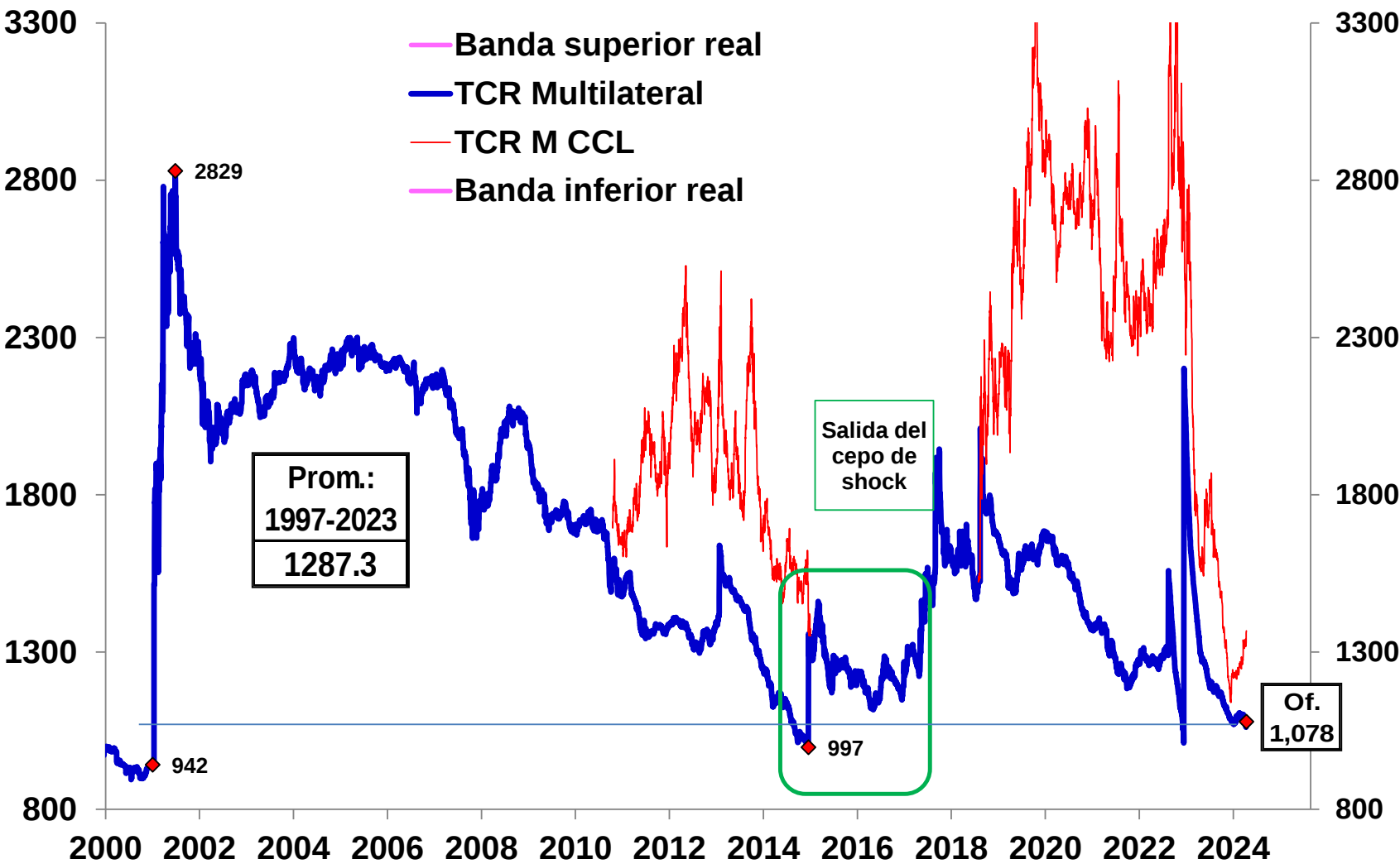
Reservas Brutas, Netas y Líquidas del BCRA

u\$s M	07/12/23 Día previo asunción de Milei	28/06/24 Fin Jun 24	30/12/24 Fin Dic 24	10/01/25 Post-pago Bonos Canje	14/04/25 Últ.dato	Acum. dde el 7/12/23 Var% vs. día previo deva Milei	Var% últ dato vs. 10/01
Reservas Brutas	21,209	29,022	29,612	31,038	24,221	3,012	-5,391
Oro certificado	2,817	3,204	3,628	3,684	4,126		
Oro no certificado	1,207	1,373	1,555	1,579	1,768		
DEGs	68	5	5	5	5		
Swap Chino no activado	13,299	13,075	13,017	12,958	12,995		
Depósito en el BIS	3,001	0	0	0	0		
SEDESA títulos	1,832	1,901	1,946	1,946	1,832		
Reservas Líquidas Totales *	817	11,365	11,406	12,811	5,327	4,510	-6,079
Encajes	9,460	8,301	12,237	15,411	12,547		
Resto Reservas Líquidas	-8,643	3,064	-831	-2,600	-7,219		
Pasivos Brutos	32,488	28,091	31,993	35,086	32,271	-217	278
Encajes Bancarios	9,460	8,301	12,237	15,411	12,547		
Swap China	18,196	17,889	17,810	17,729	17,779		
Swap BIS	3,001	0	0	0	0		
SEDESA	1,832	1,901	1,946	1,946	1,946		
Prestamo puente							
Desembolsos netos FMI programa 2025					0		
Bopreal 2025 (el FMI lo excluye de la m)		2,218	2,545	2,381	2,857		
Reservas Netas FMI					-8,050		
Reservas Netas s/Bopreal	-11,279	931	-2,381	-4,048	-8,050	3,229	-5,669
RIN con Bopreal	-11,279	-1,287	-4,926	-6,429	-10,907	372	-5,981

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

Con un tipo de cambio real bajo en términos históricos

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

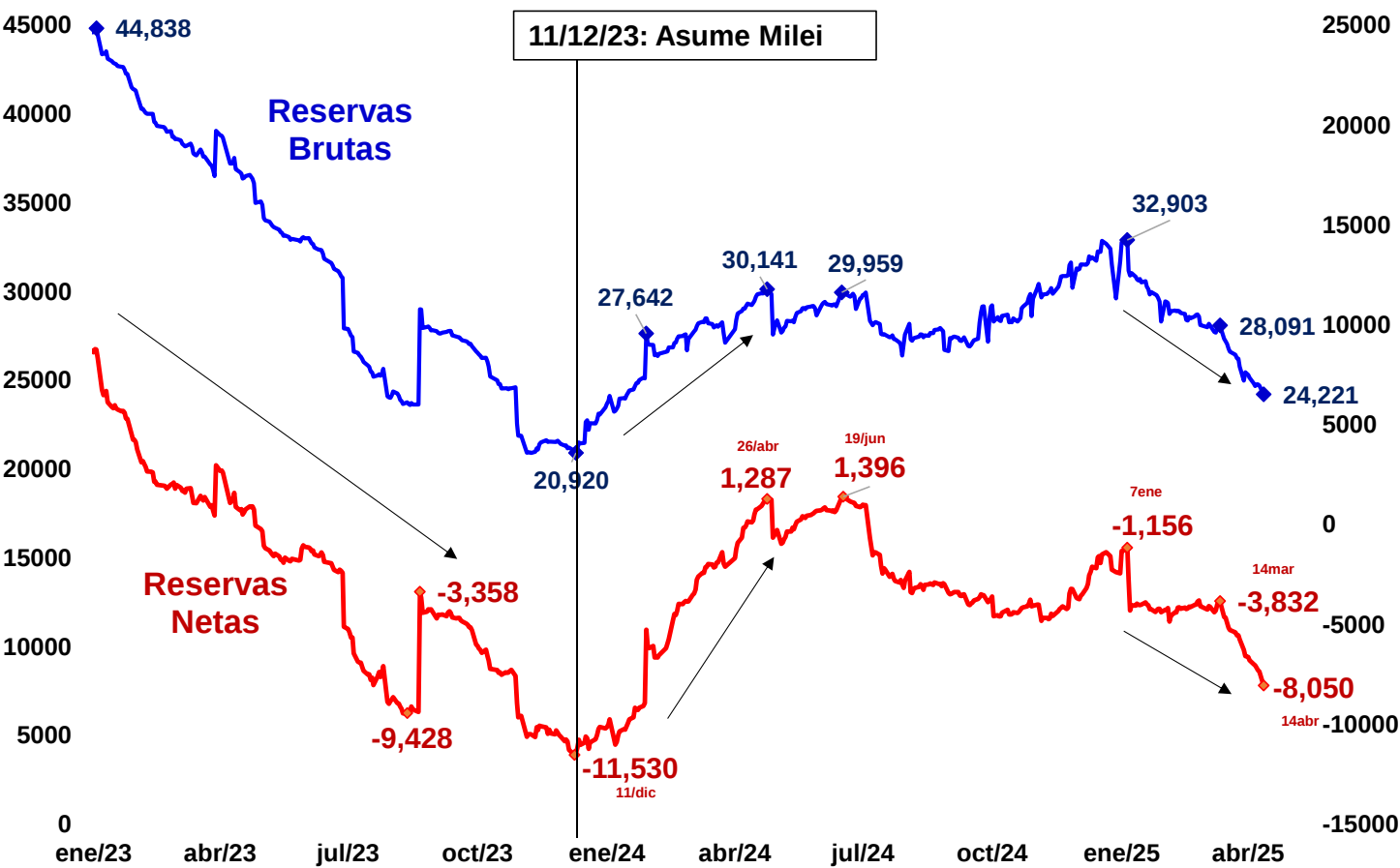


SIMs con TCR Multilateral

TC multilateral	TCN (1%mes)	TCR Multi
17/12/15	14	1357
29/2/16	16	1461
30/6/17	17	1189
31/12/17	19	1231
11/8/23	287	1299
14/8/23	350	1558
17/11/23	354	1127
10/12/23	364	1083
12/12/23	367	1011
13/12/23	800	2190
11/4/25	1078	1078
31/5/25	1096	1041
30/6/25	1107	1022
30/10/25	1152	978
2003-05		2172
2016		1220
2017		1195

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



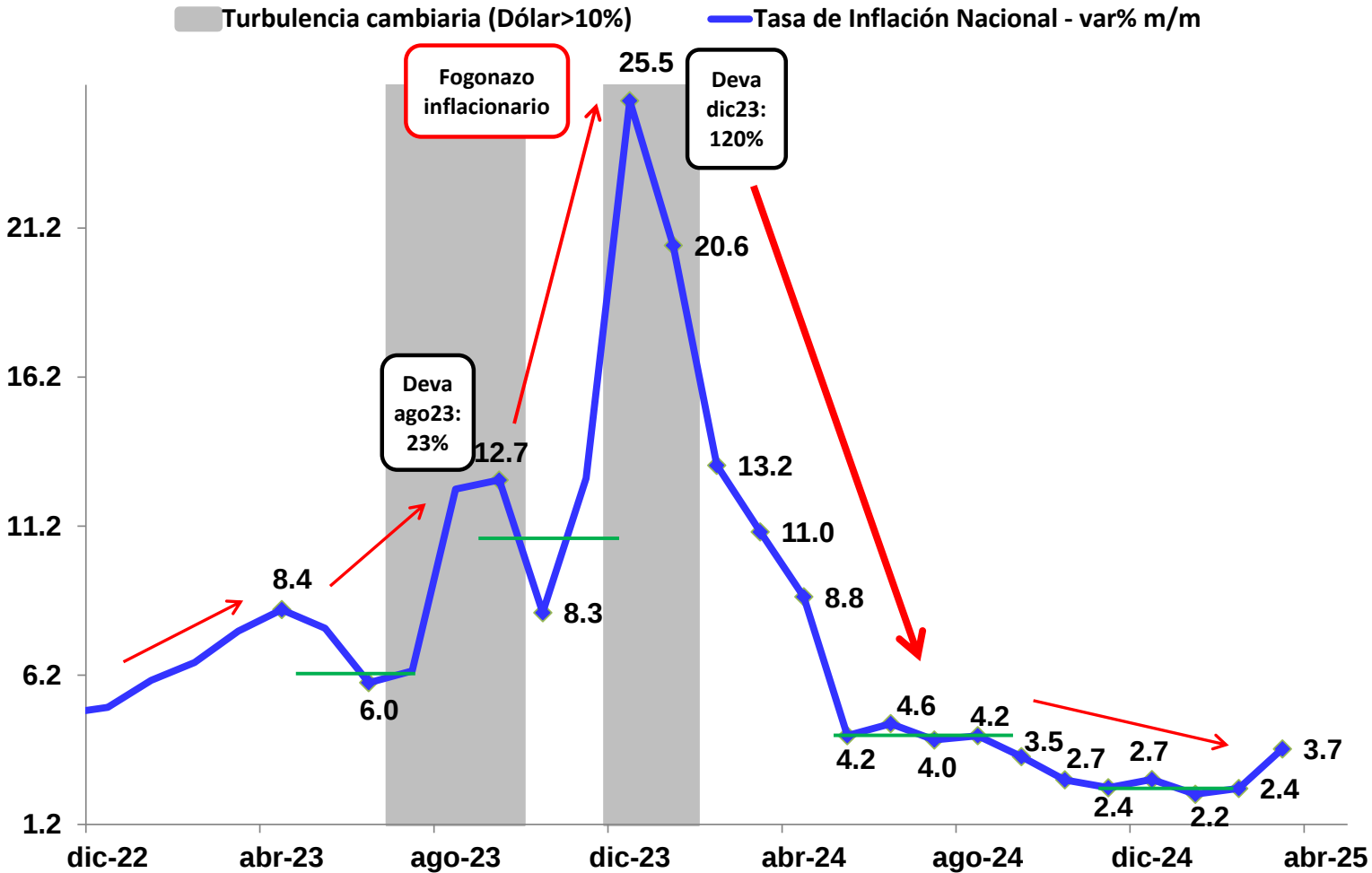
Explicación de la dinámica de Reservas del BCRA

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

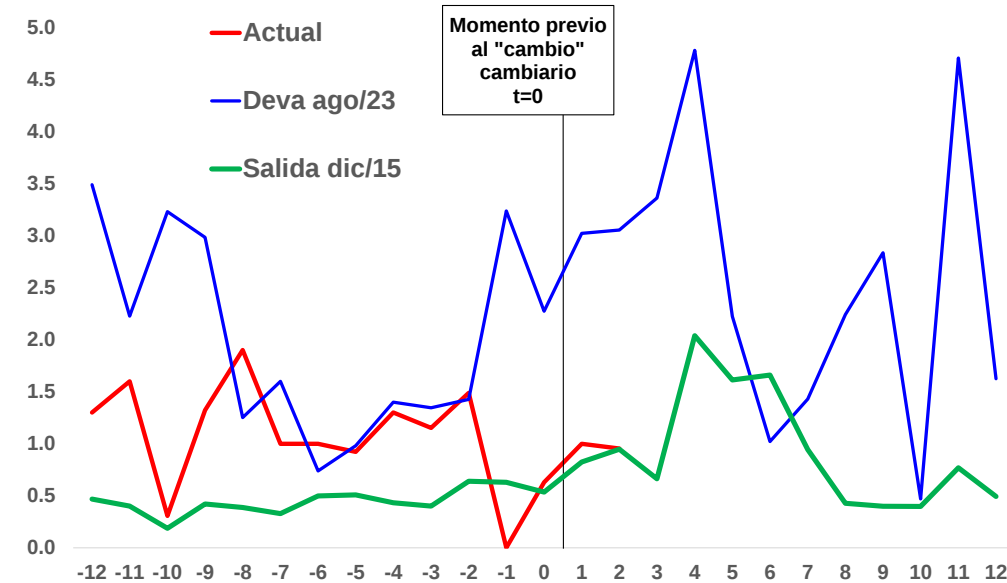
Pagos de deuda + Intervención MEP/CCL -25,906 -6,649

Incipiente destartalamiento macro: una inflación que trepó al 3.7% mensual en marzo tras una fuerte desinflación

Inflación: fuerte repunte mensual en marzo



Salida del Cepo / Devaluación Var% semanal de precios post modificación cambiaria



Un nivel de actividad económica que mostró un marzo flojo tras diez meses de crecimiento consecutivo

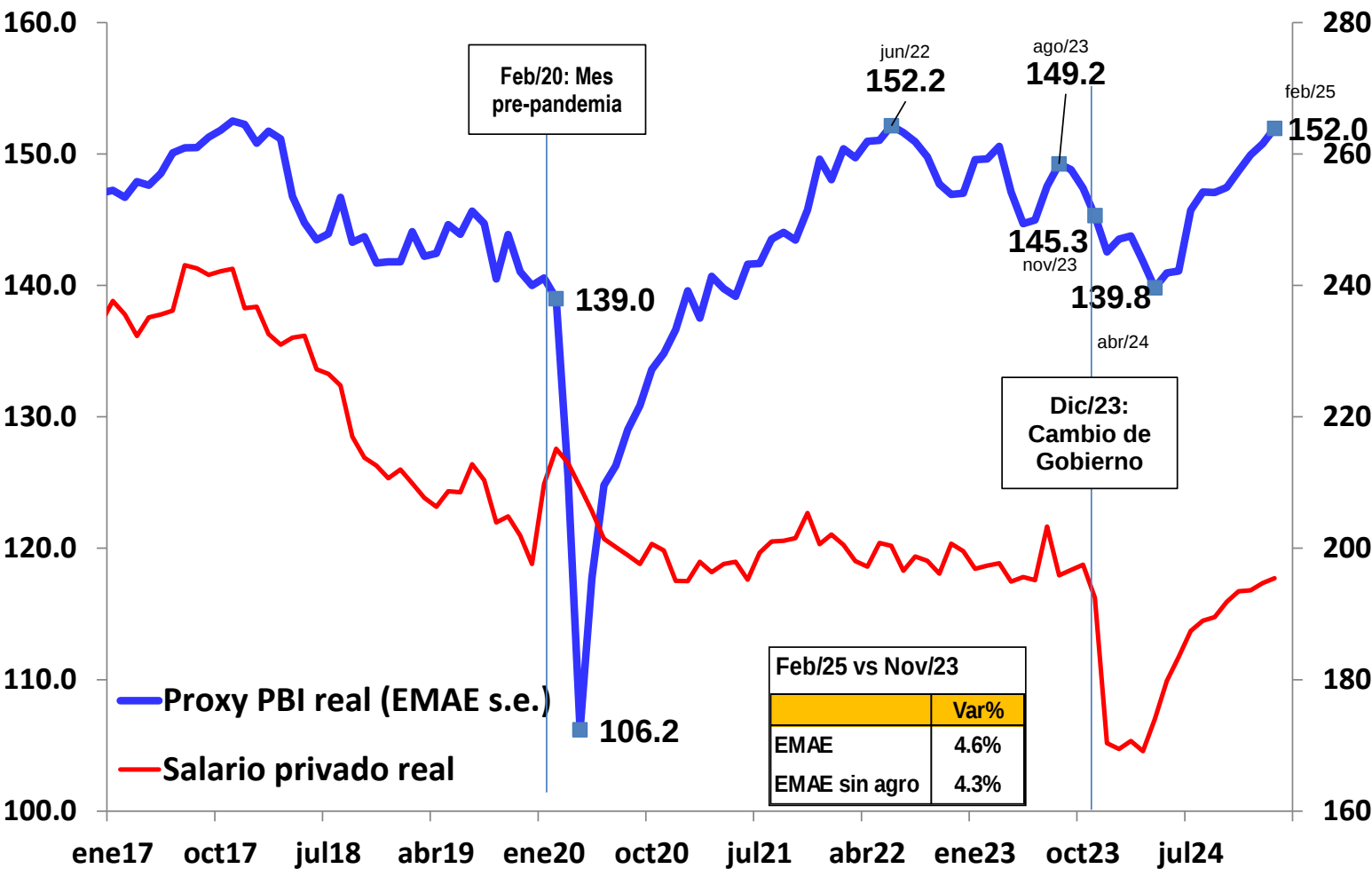
Mapa de Actividad Económica: Indicados adelantados

Var% mensual - Datos ajustados por estacionalidad

	EMAE (PBI)	PoIEco				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	
jul/23	1.8	1.0	1.0	-6.0	-4.6	-25.3	-4.5	-0.9	21.6	-2.6	-3.2	-2.0	-1.6	-0.9	0.0	-2.0	0.1	5.3	-4.3	9.7	-0.9	24%
ago/23	1.2	8.1	-5.8	-11.1	-11.9	-7.2	-6.9	-0.7	13.1	-6.1	3.5	-1.3	2.3	1.0	-1.4	-1.1	-4.2	-4.0	38.7	-0.1	0.8	41%
sep/23	-0.3	-3.1	-2.9	9.3	23.8	36.2	-19.9	-19.8	-23.1	5.2	-2.4	0.7	-1.7	-6.6	-0.2	-5.9	-6.1	-7.3	-20.1	-4.0	-0.7	18%
oct/23	-1.0	-7.6	3.2	-7.7	-26.1	10.2	32.5	17.0	0.3	-9.5	6.9	-2.2	-6.3	-1.9	0.0	15.0	3.0	-2.7	-22.9	2.4	-3.8	53%
nov/23	-1.4	-10.3	-5.8	-11.4	14.9	-26.4	7.6	-2.7	3.4	-0.5	-6.2	-2.2	4.8	-6.0	-2.7	-13.7	-5.0	1.8	12.7	2.3	5.8	47%
dic/23	-1.9	43.2	-13.7	-3.7	-38.0	-25.1	-27.7	-10.7	-24.3	-5.7	-15.3	-5.5	-11.9	-11.2	-9.5	-14.8	-15.4	-12.8	-13.5	-6.8	-7.0	0%
ene/24	0.7	7.3	-4.9	-17.1	-78.5	-6.5	-19.0	-21.9	-18.5	-8.2	-6.2	-2.7	-0.7	-2.6	-11.9	-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	0.5	-4.3	-3.0	-4.0	6.8	-0.4	8.6	-3.9	-6.3	11.1	59%
mar/24	-1.3	-7.8	2.7	14.6	0.8	-17.1	-12.5	-22.9	-12.4	-4.0	-6.6	-3.9	-6.1	-19.5	-15.8	-11.2	-2.4	2.3	3.0	-5.1	-6.2	18%
abr/24	-1.4	-6.0	6.7	17.1	63.9	-22.9	29.6	45.7	53.4	4.2	-10.3	0.7	1.5	7.2	1.2	6.4	-0.3	-0.3	-11.0	-5.7	-10.3	53%
may/24	0.8	-2.0	3.0	6.6	20.3	15.5	-0.5	13.2	8.2	-3.2	-4.4	2.1	-15.4	17.3	8.8	3.2	7.2	11.5	29.9	0.8	12.1	76%
jun/24	0.1	-2.5	1.5	4.1	16.4	9.4	-6.4	4.0	-37.0	12.6	35.2	-1.0	-8.7	-8.4	2.4	9.7	10.3	-0.9	-14.1	3.3	-11.6	53%
jul/24	3.3	-1.6	2.5	0.1	-18.8	8.9	21.3	9.3	79.1	-3.1	-10.8	5.8	48.4	26.2	7.9	12.1	12.3	6.7	6.2	8.3	13.0	88%
ago/24	0.9	-1.8	-0.4	0.4	24.5	10.9	-0.1	18.8	43.3	3.3	8.2	2.4	-7.7	-13.1	-3.2	-4.3	9.9	-0.9	-7.8	3.1	-1.6	47%
sep/24	0.0	-1.2	0.6	0.5	18.2	9.8	-1.1	-27.2	-39.7	-5.8	-11.2	1.3	5.6	3.6	2.1	-5.4	6.9	2.9	-11.7	-3.3	-10.4	44%
oct/24	0.3	-0.4	3.8	1.4	-18.8	14.7	8.4	8.2	11.1	5.9	9.7	-0.6	8.1	-3.8	-4.0	-2.8	6.1	2.6	9.3	0.9	5.3	75%
nov/24	0.9	-2.7	0.4	1.0	-4.4	-7.1	2.1	12.7	-18.9	-3.1	0.8	1.4	-1.5	0.3	2.4	-3.2	6.1	1.0	16.7	2.9	3.8	69%
dic/24	0.8	-2.4	-0.7	-0.1	-3.7	9.5	-15.8	8.4	1.0	0.1	-6.4	-0.4	-4.6	-1.6	3.6	-1.2	4.7	-11.7	2.2	2.3	-9.3	50%
ene/25	0.6	-0.1	0.1	-0.2	-35.2	1.3	41.2	-8.6	14.0	5.7	7.4	-1.2	28.2	11.8	-0.6	-7.8	5.5	14.9	1.0	-10.8	13.7	69%
feb/25	0.5	1.7	4.1	0.7	17.7	8.5	6.7	-12.0	43.0	-5.1	1.4	0.5	-18.5	-3.8	2.0	6.9	4.3	1.8	-0.8	-3.1	7.4	63%
mar/25	0.0	0.2		-1.5	94.3	-4.1	-8.1	1.8	-33.2	-2.7	-8.9		-20.1	-12.5		8.2	4.7	-0.2		4.9	-9.0	31%

RECUPERACIÓN: Piso en abril y fuerte repunte con gran heterogeneidad sectorial

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

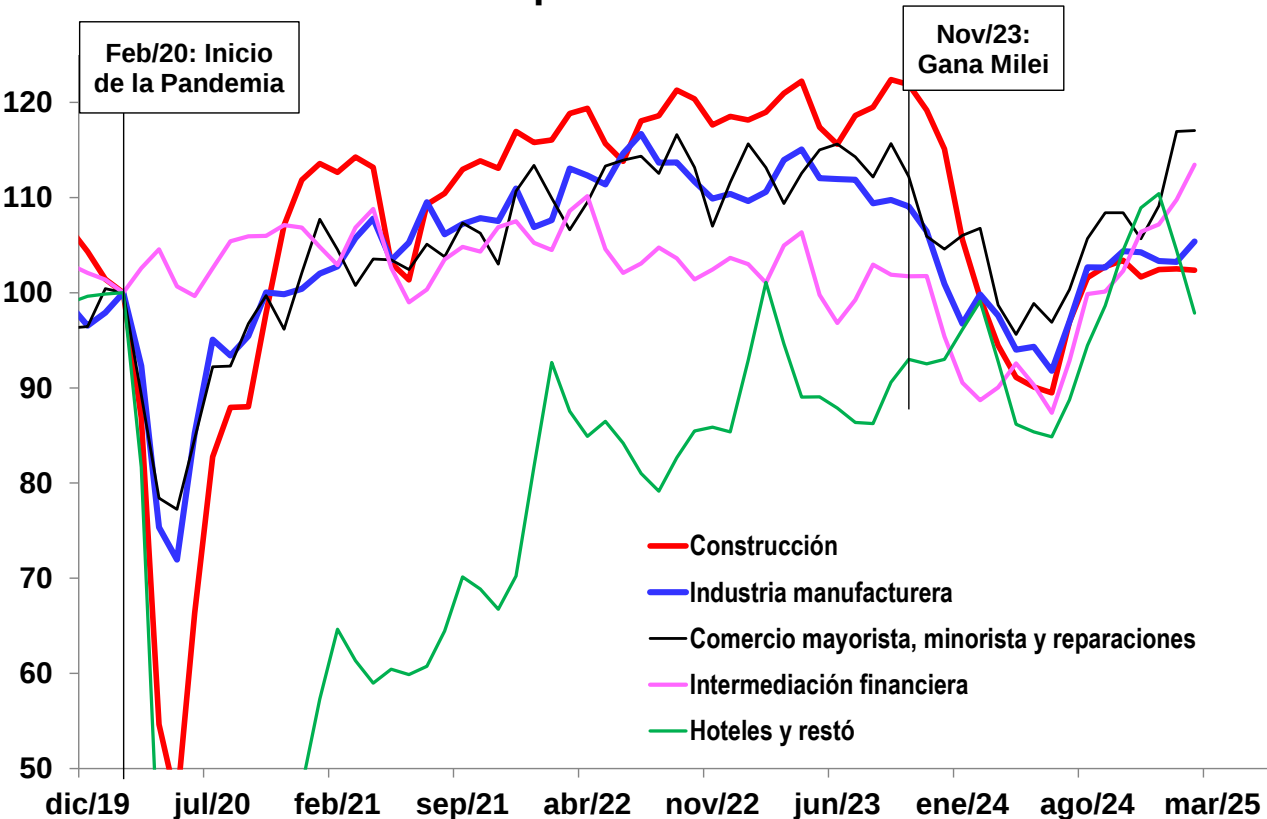


Actividad Económica: Gran dispersión sectorial

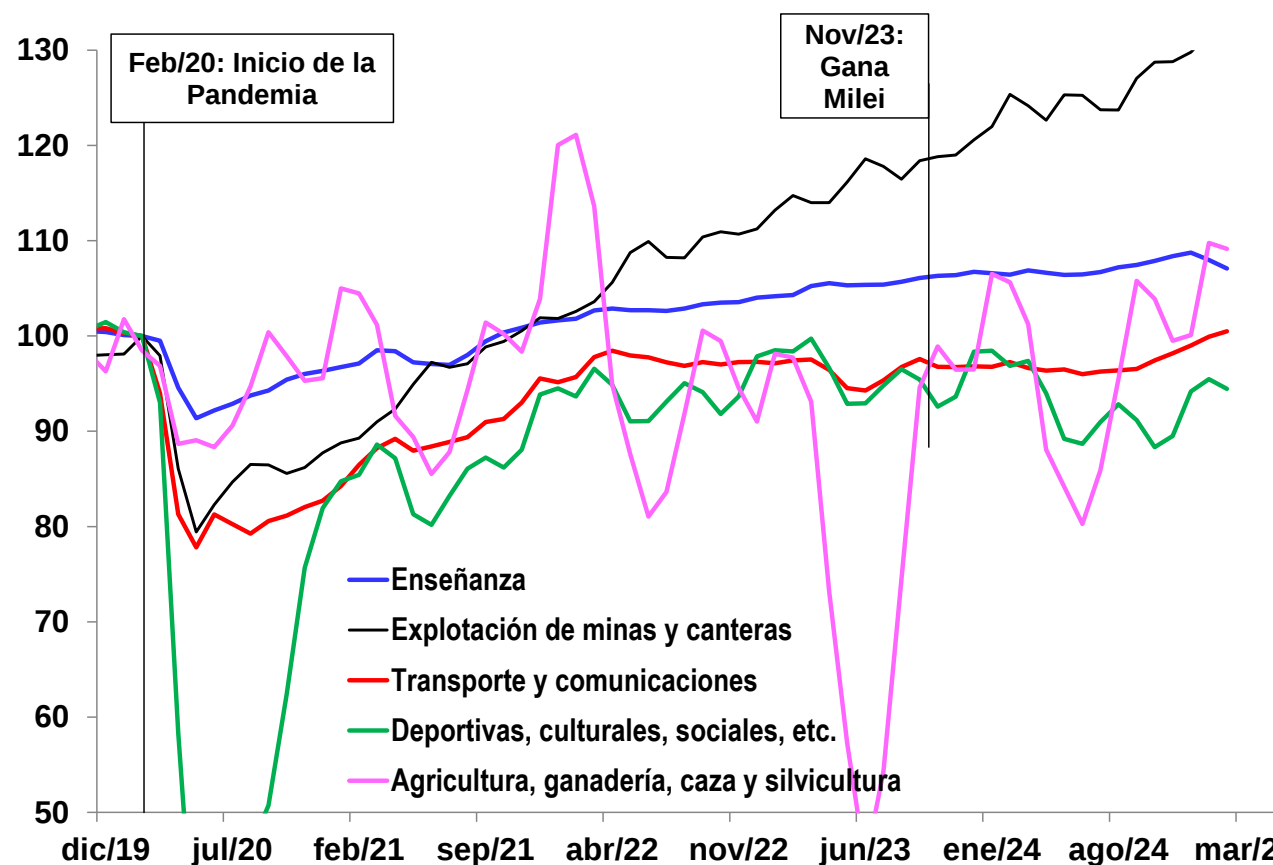
EMAE - INDEC Variación % a/a	Feb-25 vs. feb-24	Feb-25 vs. feb-23
EMAE (Proxy PBI)	5.7	2.2
Agricultura, ganadería, caza y sil	2.1	12.2
Electricidad, gas y agua	1.1	-0.4
Explotación de minas y canteras	5.0	16.6
Transporte y comunicaciones	3.3	2.9
Enseñanza	0.5	3.3
Servicios sociales y de salud	-0.5	0.9
Admin. pública y defensa; y otros	-1.2	0.0
Act.inmobiliaria, empresarial y otros	4.7	3.7
Otras act. comunitarias y otros	-2.6	-3.6
Hoteles y restaurantes	-1.4	6.9
Intermediación financiera	30.2	8.9
Pesca	28.3	7.7
Comercio mayorista, minorista y repar	7.4	1.6
Industria manufacturera	5.0	-5.2
Construcción	4.0	-13.5
% de Sectores con variación % >0	73%	67%

Con indicadores adelantados que muestran que la recuperación siguió en el primer bimestre del año

Gran dispersión sectorial I: Sectores más "privado-mercado interno"

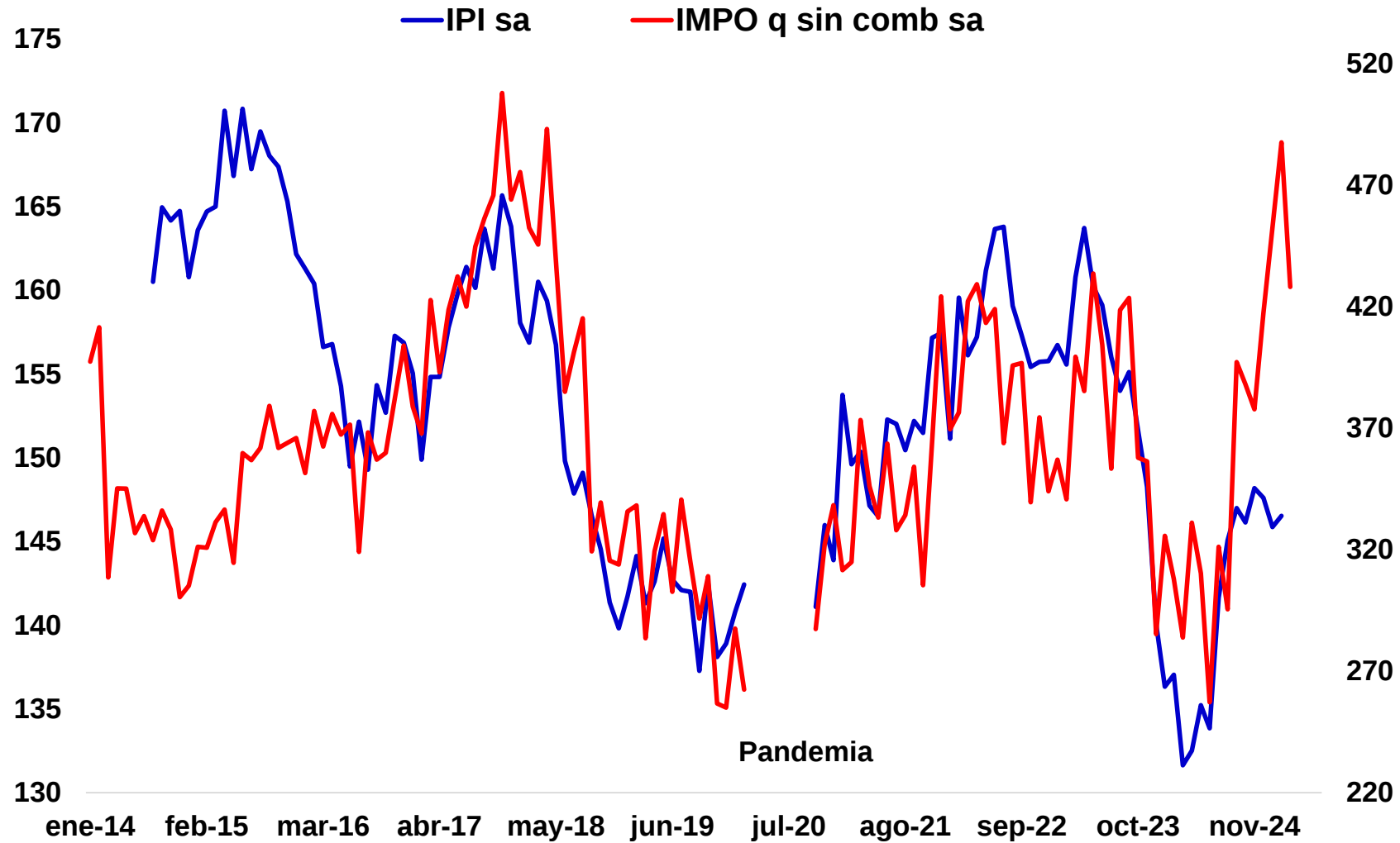


Gran dispersión sectorial II: Resto de sectores Datos desestacionalizados - PM 2 meses



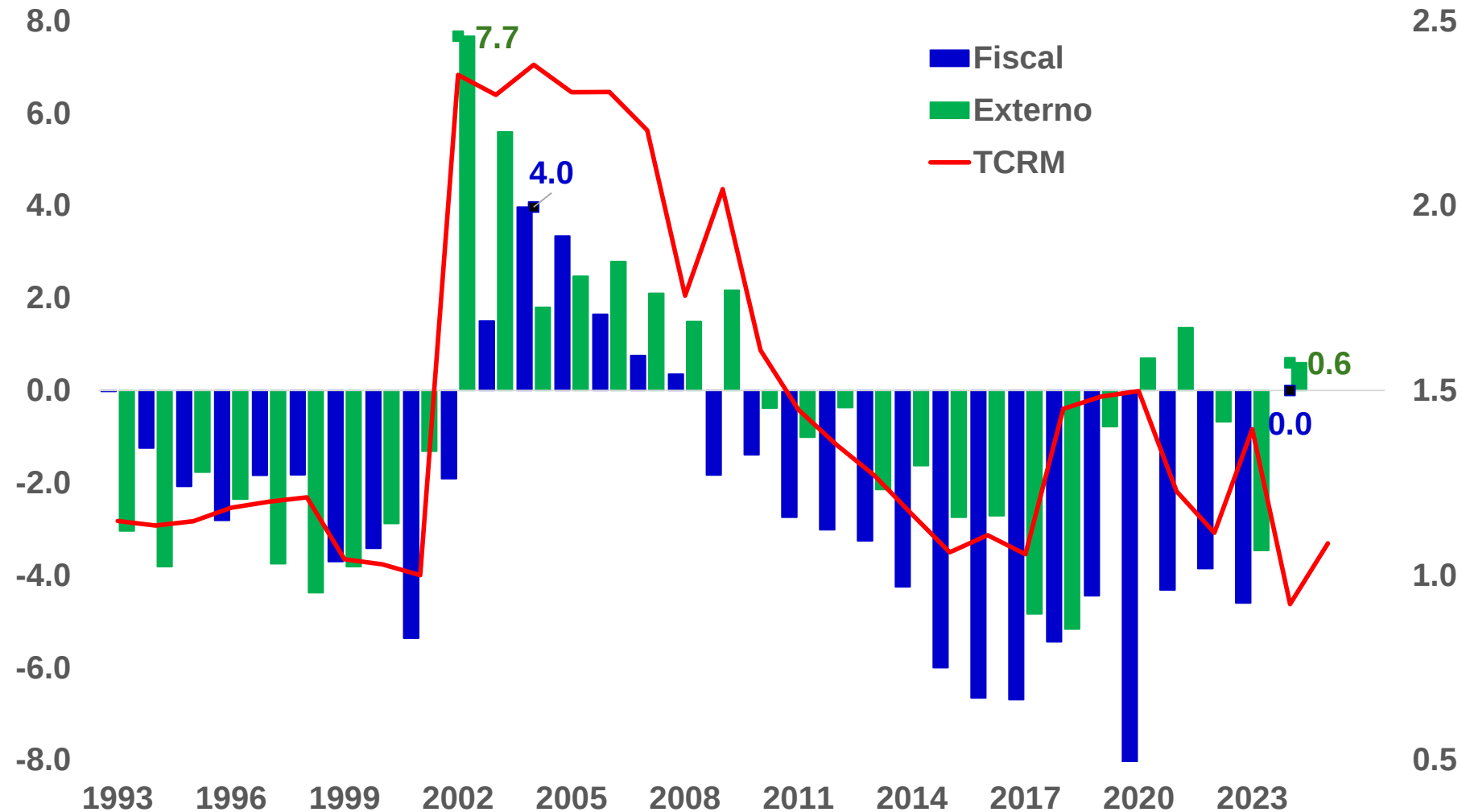
Pero con importaciones que ganan participación en la oferta agregada total por la dinámica de apreciación cambiaria

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



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

Superávit Gemelos en % del PBI
Superávit Fiscal y Externo



I. Claves del Escenario Económico

II. Inicio exitoso de Fase 3: La salida del cepo

III. Las bandas cambiarias y el acuerdo con el FMI

- 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

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

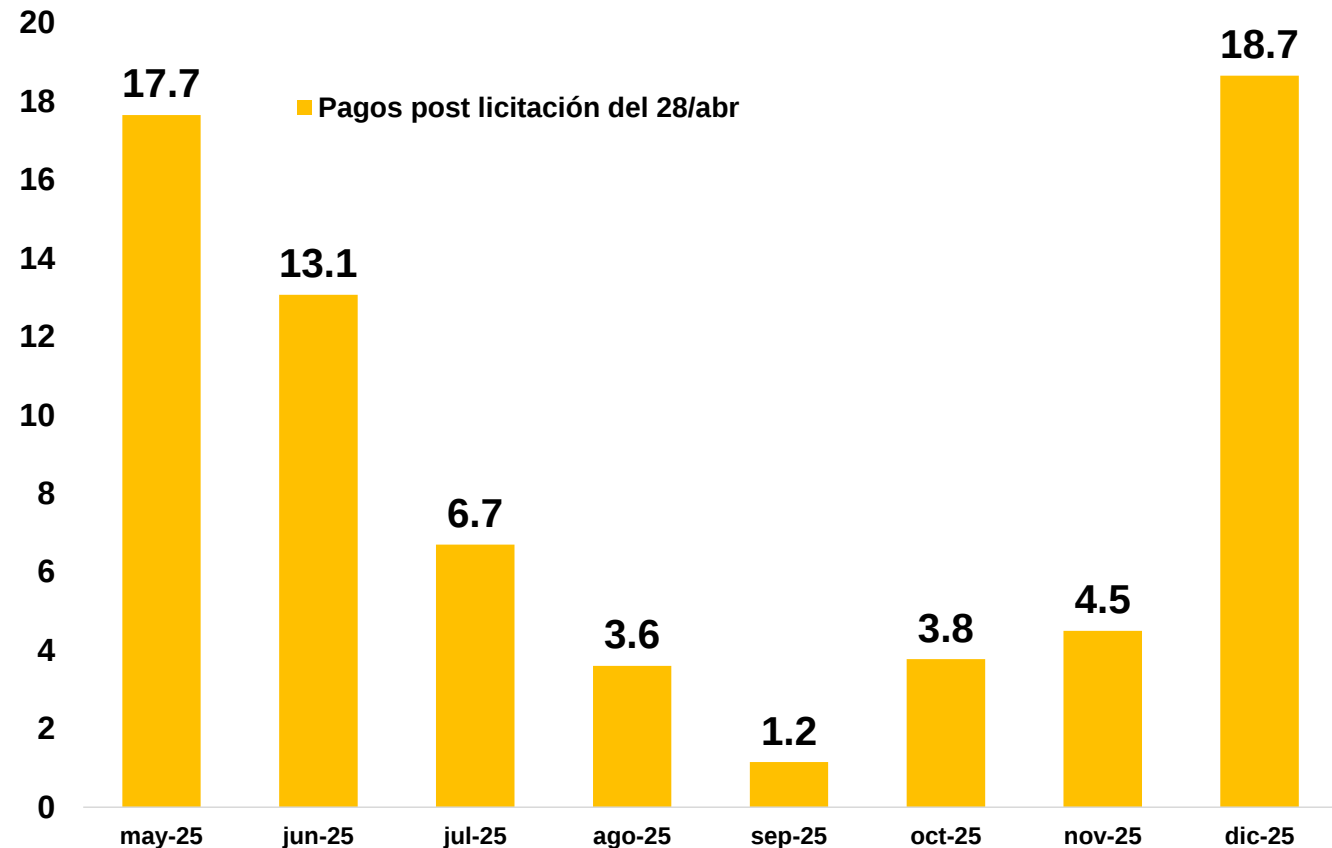
Últimas licitaciones del Tesoro

Fecha	Monto colocado	Venci- mientos	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%

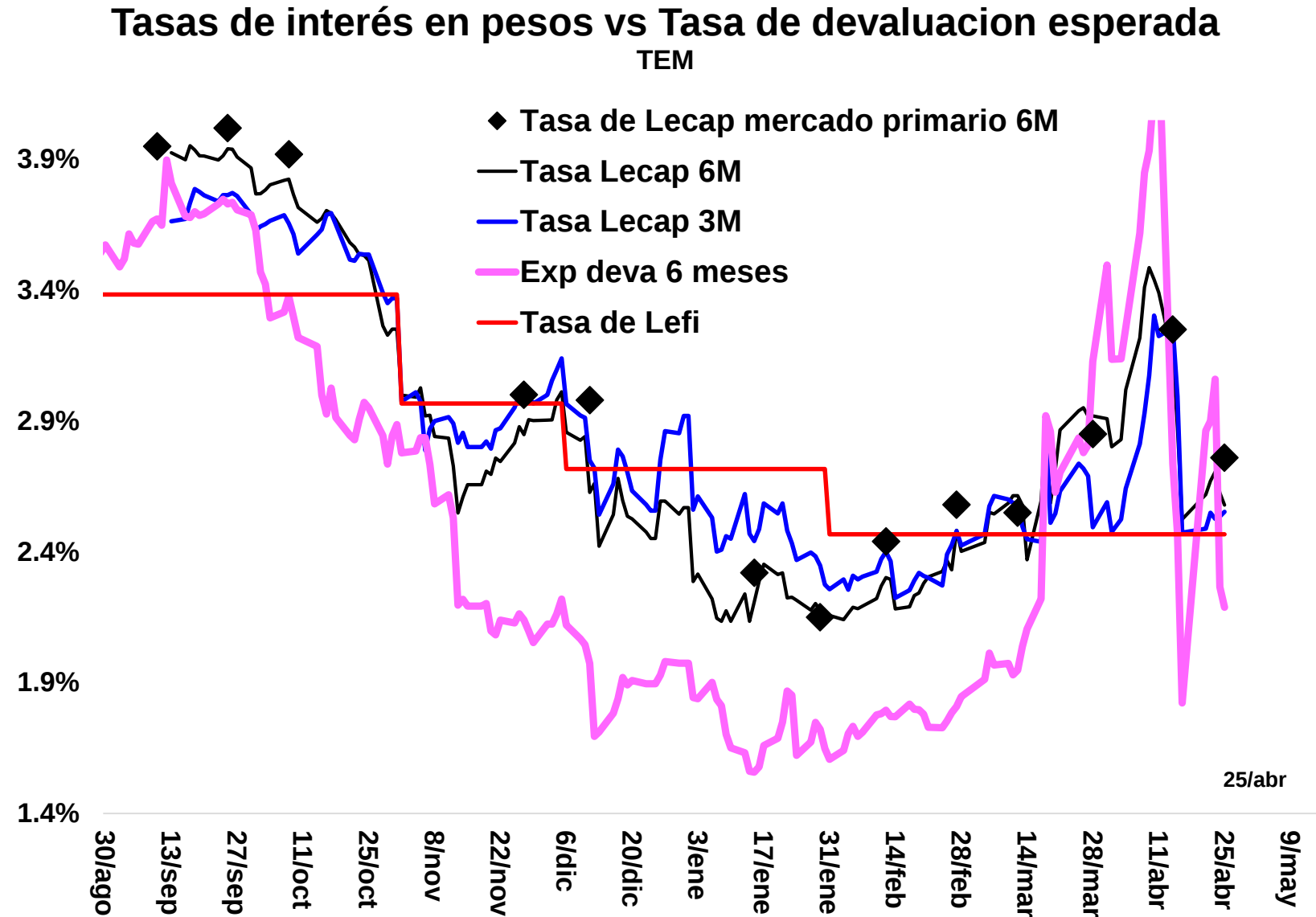
El 25/4: el BCRA le transfirió \$11.7 B al Tesoro para cancelar deuda

Vencimientos de deuda local del Gobierno Nacional

Datos en billones de pesos

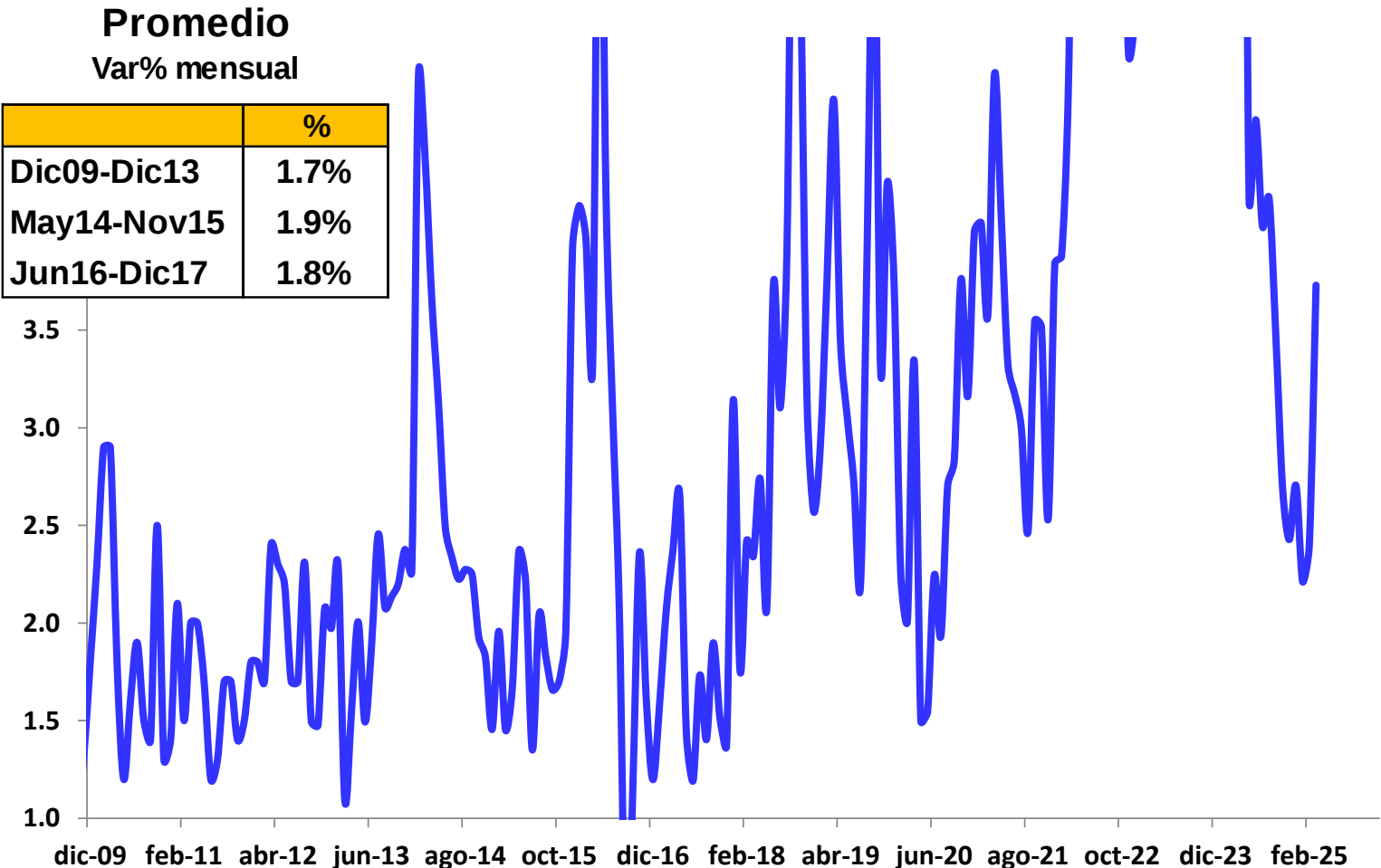


Las tasas de interés lentamente vuelven a los niveles previos a la crisis reciente



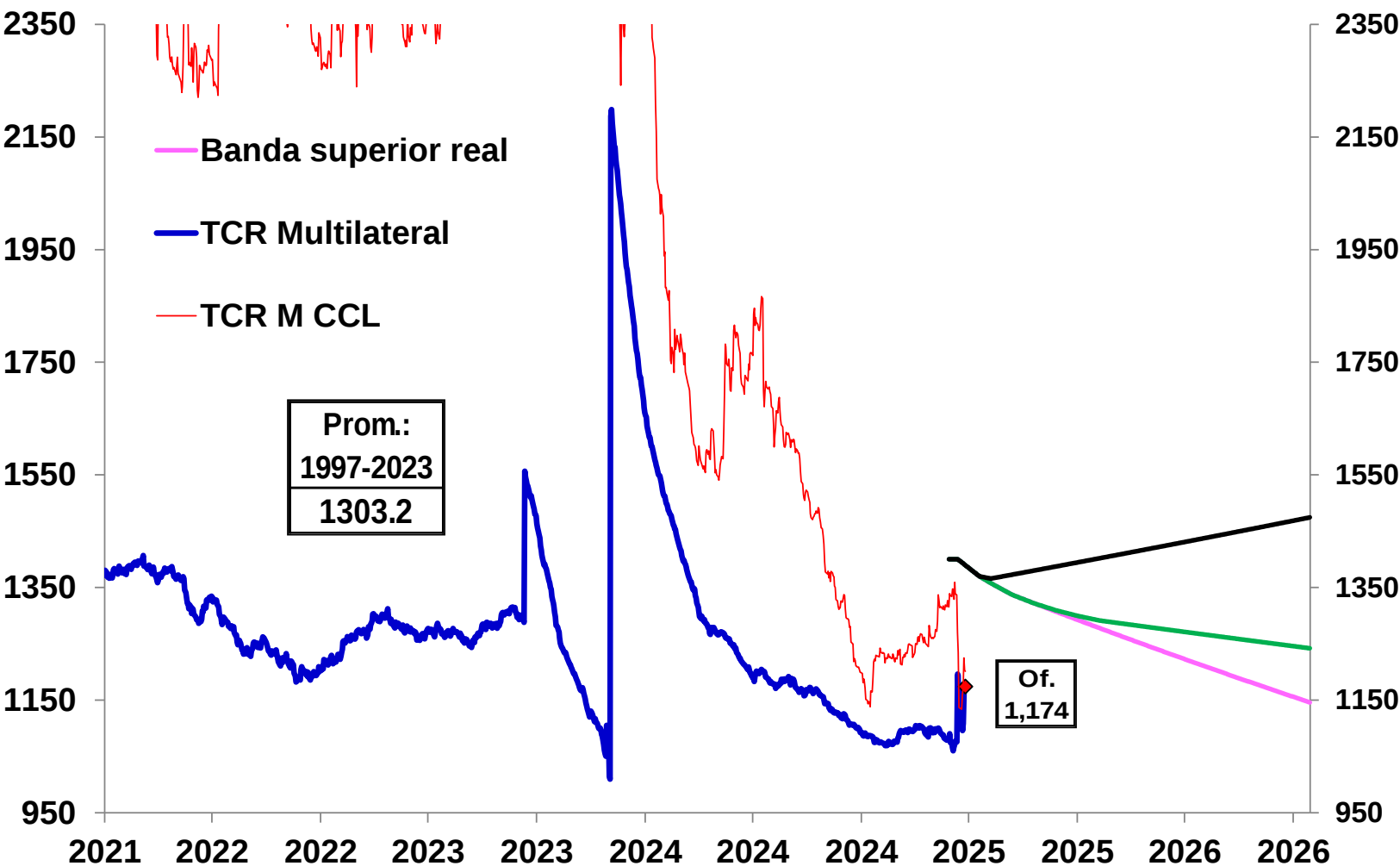
¿Con la nueva política monetaria y cambiaria, puede bajar más la tasa de inflación?

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

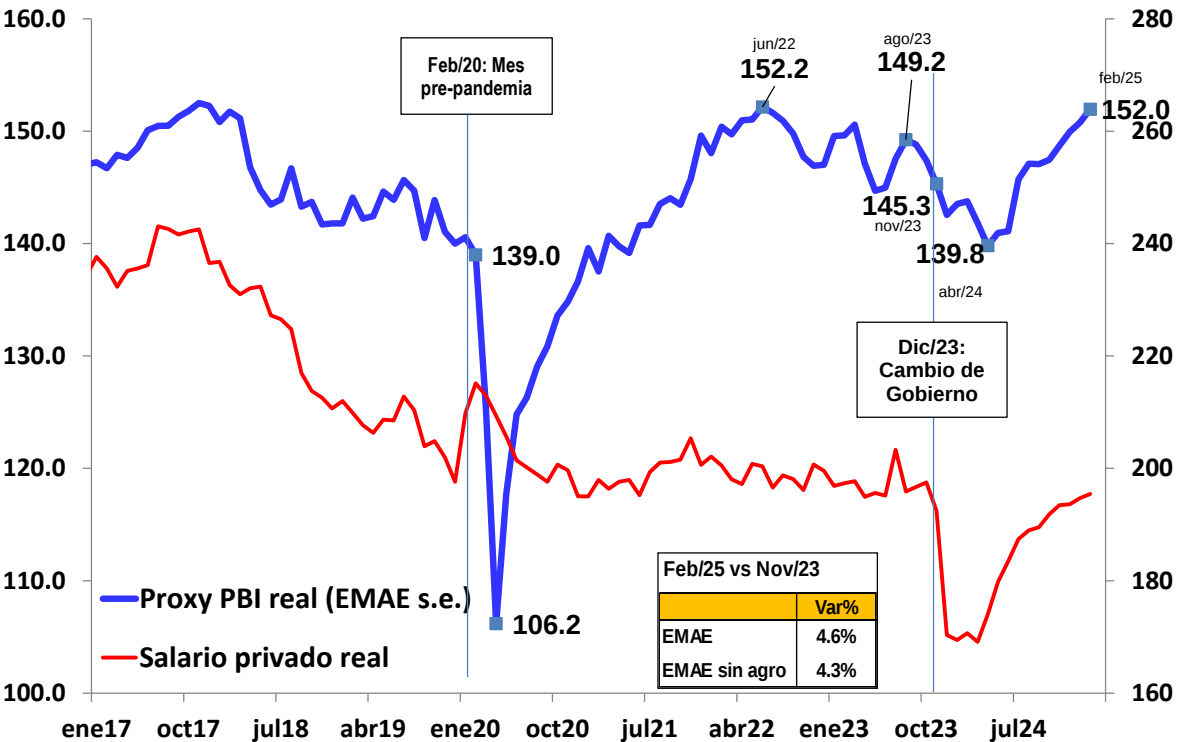


Techo de la Banda con inflación ... Simulaciones 2025

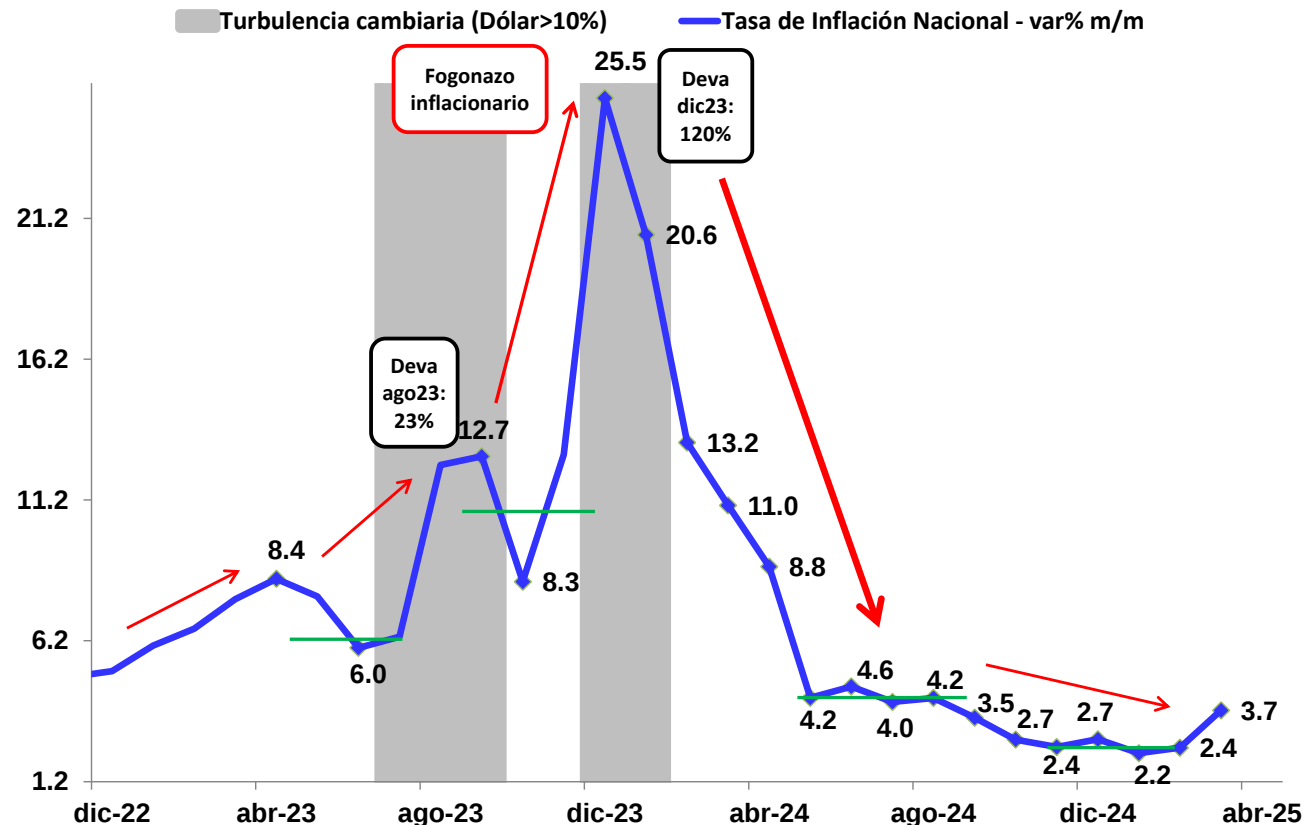
	Inflación		
	Oficial	En baja	Estancada en 2.7%
ene-25		1,097	
feb-25		1,090	
mar-25		1,080	
abr-25	1,385	1,385	1,385
may-25	1,366	1,358	1,358
jun-25	1,373	1,337	1,337
jul-25	1,380	1,322	1,322
ago-25	1,387	1,309	1,307
sep-25	1,394	1,300	1,293
oct-25	1,402	1,291	1,278
nov-25	1,409	1,286	1,264
dic-25	1,417	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

Si se logra mantener cierta estabilidad cambiaria, el escenario sería favorable para más recuperación económica con inflación relativamente estancada

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



Inflación: fuerte repunte mensual en marzo



I. Claves del Escenario Económico

II. Inicio exitoso de Fase 3: La salida del cepo

III. Las bandas cambiarias y el acuerdo con el FMI

- 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%



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
Stock Reservas Brutas, fp	21,513	28,664	24,986
Stock Reservas Netas, fp	-10,535	694	-9,125

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

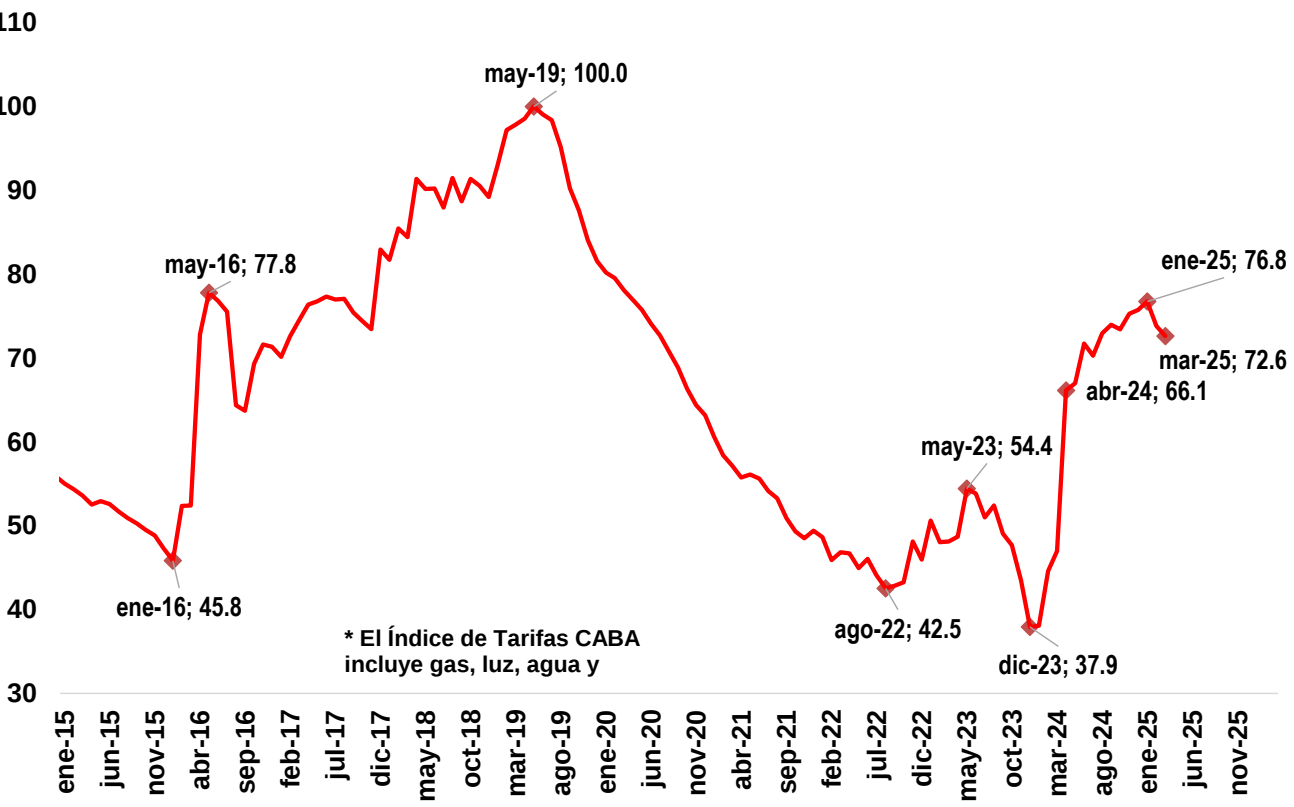
POLÍTICA SALARIAL: El ritmo de recuperación salarial se modera en el margen

Salarios - var% mensuales recientes

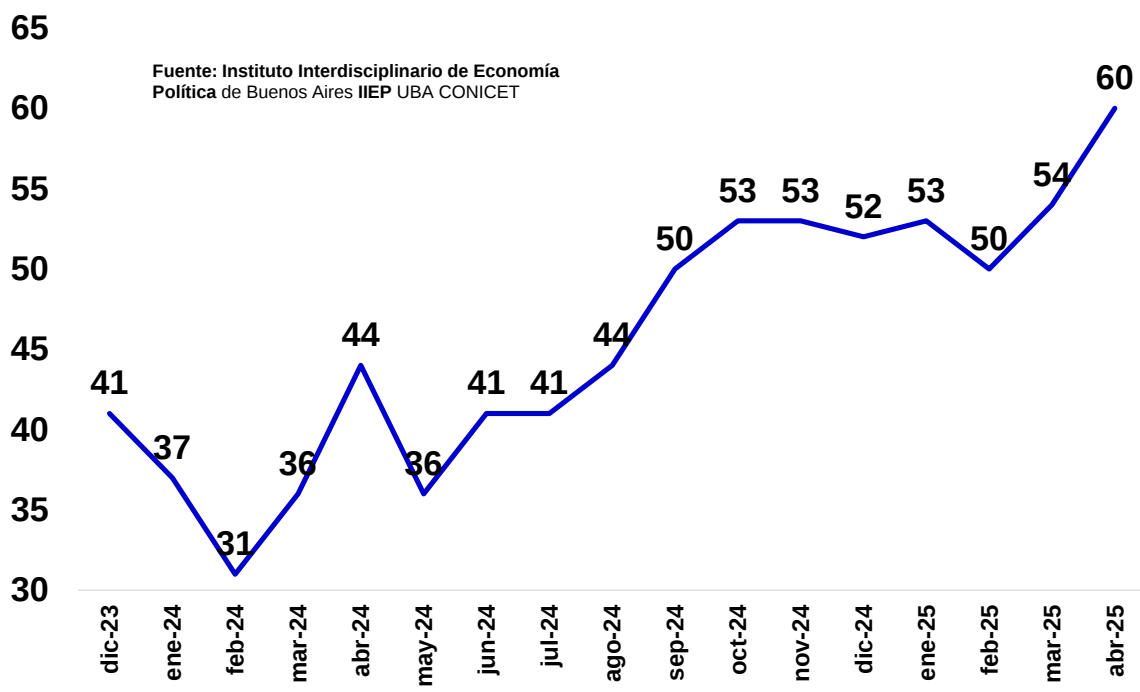
	IPC	Salarios RIPTE			Salario privado formal				Salario públicos			Salarios en dólares (TCN Oficial)		
	Var%	Nivel real	Var% nom	Var% real	Nivel real	Var% nom	Var% real	Var% u\$s	Nivel real	Var% nom	Var% real	RIPTE	Privado Formal	Público Formal
nov-23	12.8%	100.0	6.3%	-5.8%	100.0	9.9%	-2.5%	8.9%	100.0	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:														
					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



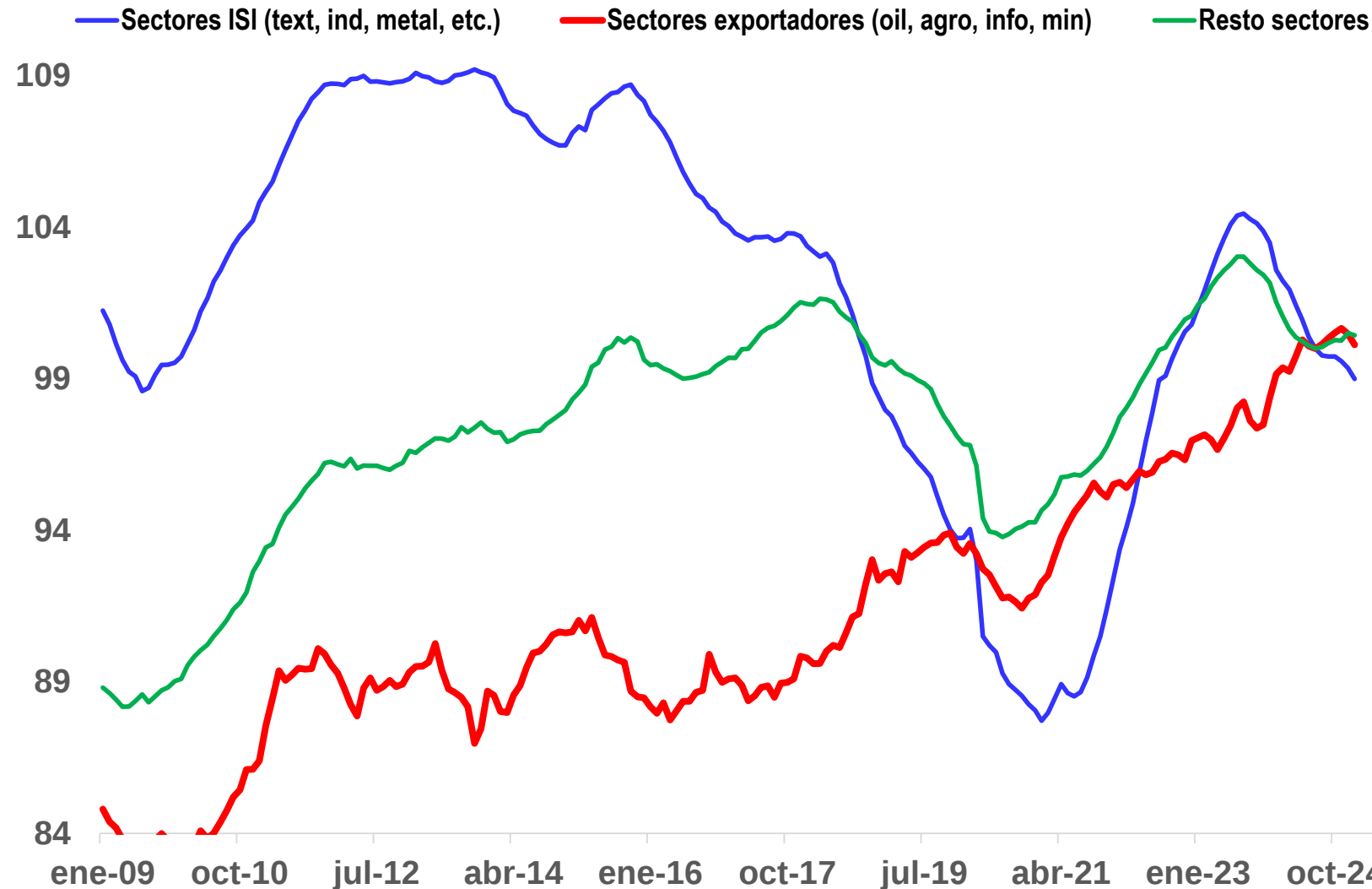
% de Cobertura de costos Tarifas de Servicios Públicos
Luz, gas, agua y transporte - CABA



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

Demanda de empleo formal

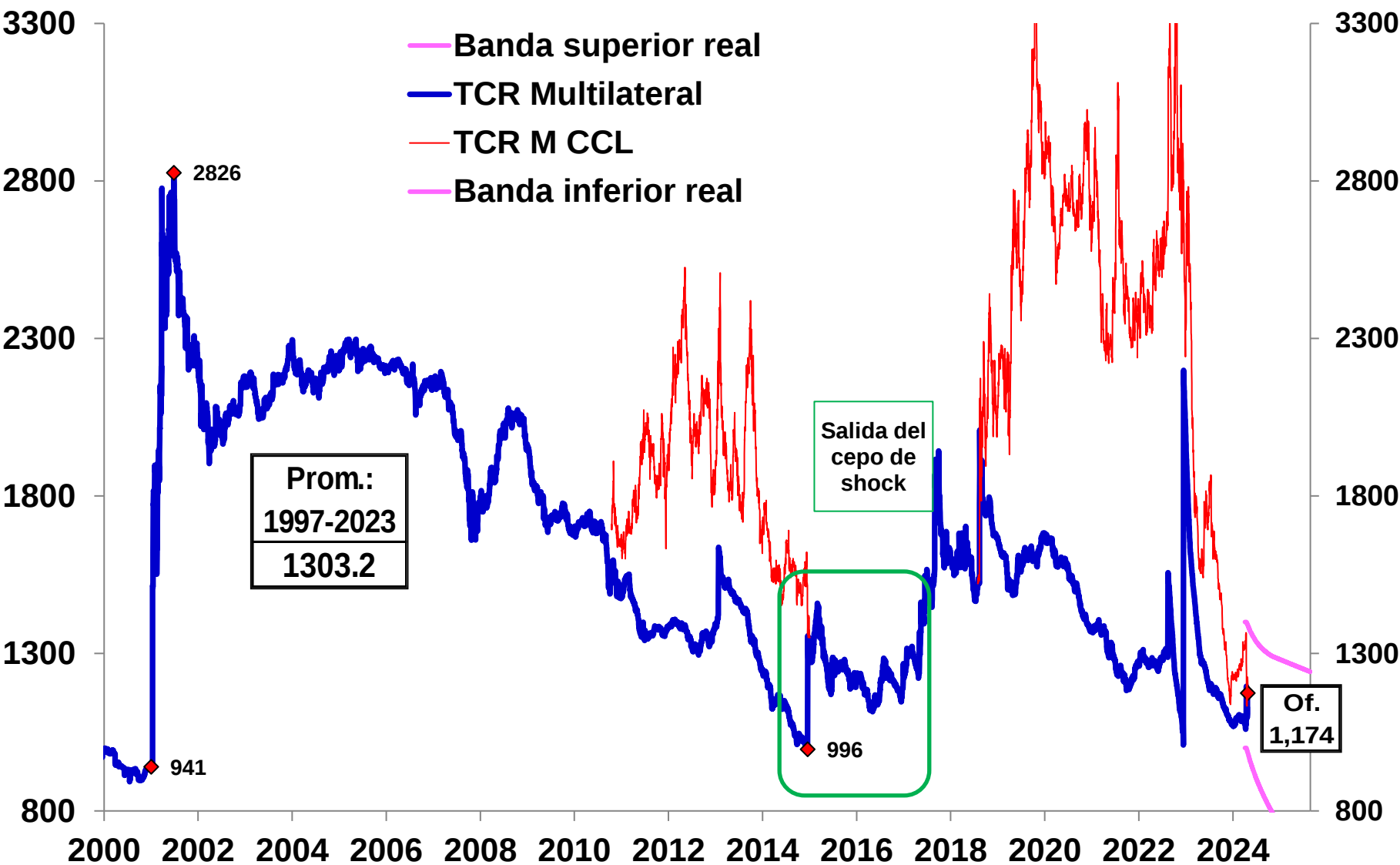
base julio 2024 = 100, datos s.e.



El tipo de cambio es bajo en términos históricos

Dólar y Tipo de Cambio Real Multilateral

TCReal Multilateral Oficial y CCL GGAL - BCRA



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

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 empresas	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

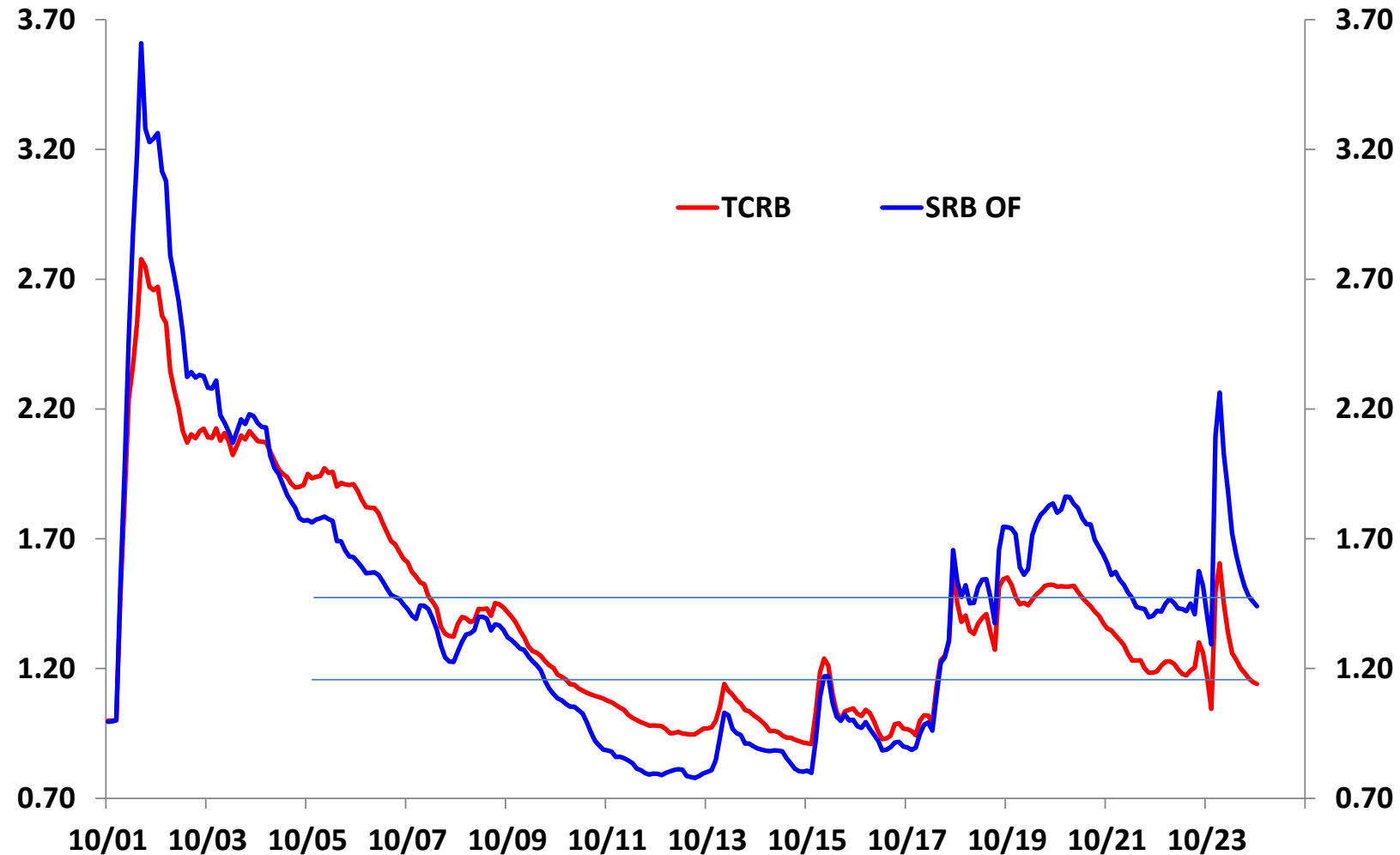
blanqueo

u\$s M	Dic-May	jun	jul	ago	sep	oct	nov	dic	ene	feb	mar	Ago-Dic24	Ene-Mar25
	Prom.Mensual	2024	2024	2024	2024	2024	2024	2024	2024	2024	2024	Prom.Mensual	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)

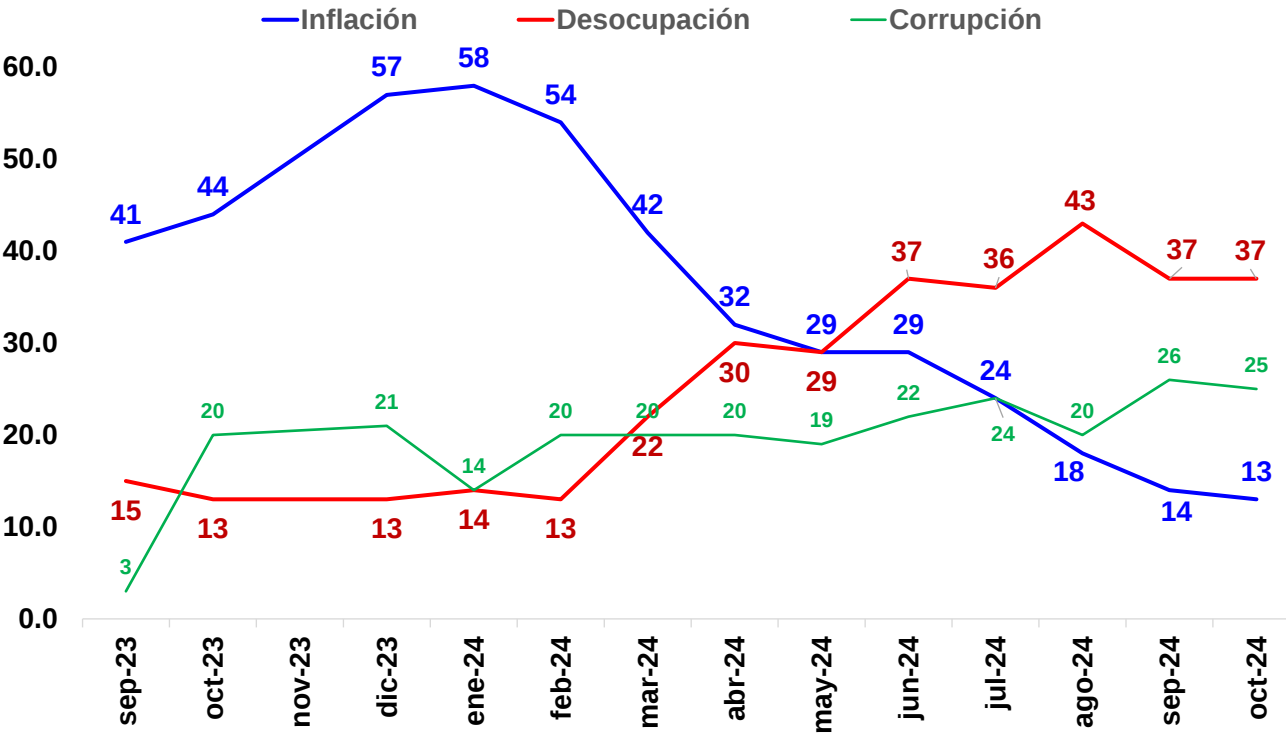
Salario Real Bilateral Arg / EE.UU.



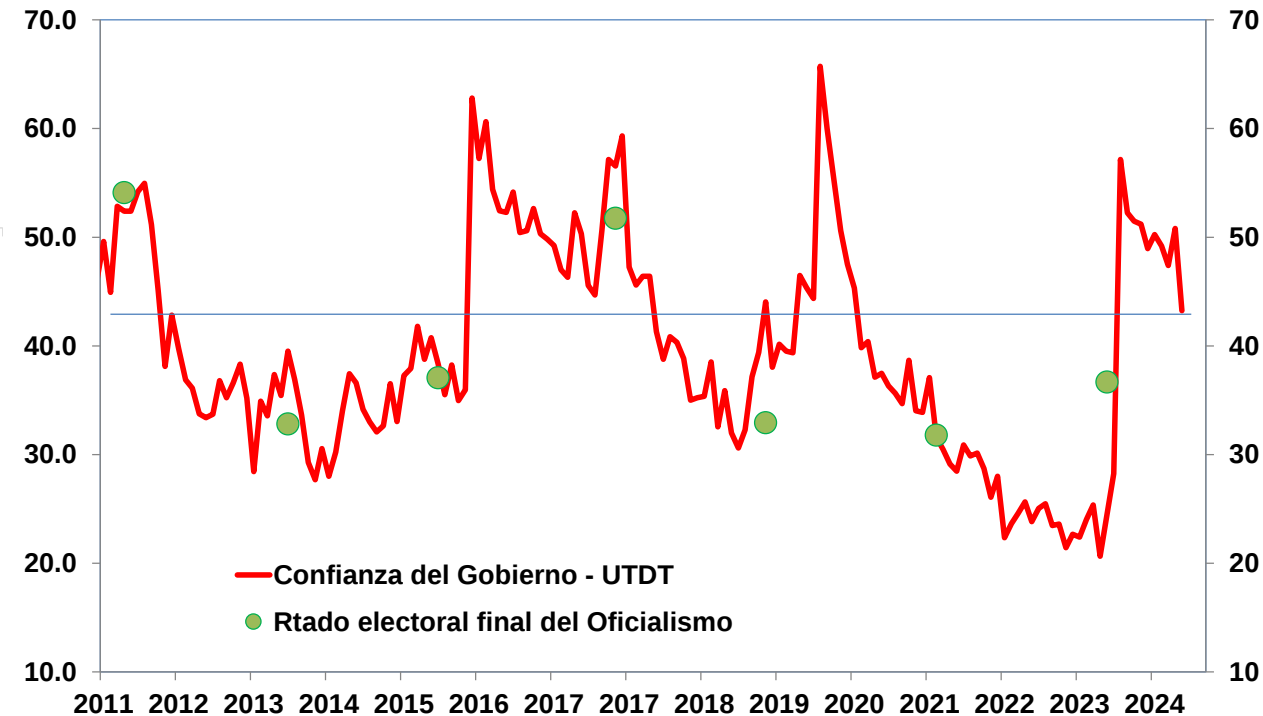
Cambian las principales preocupaciones de la población y luna de miel política inicial comienza a ceder

Principales preocupaciones de la población

Sondeo Opina Argentina



Proxy Imagen Positiva Gobierno (UTDT) y Elecciones



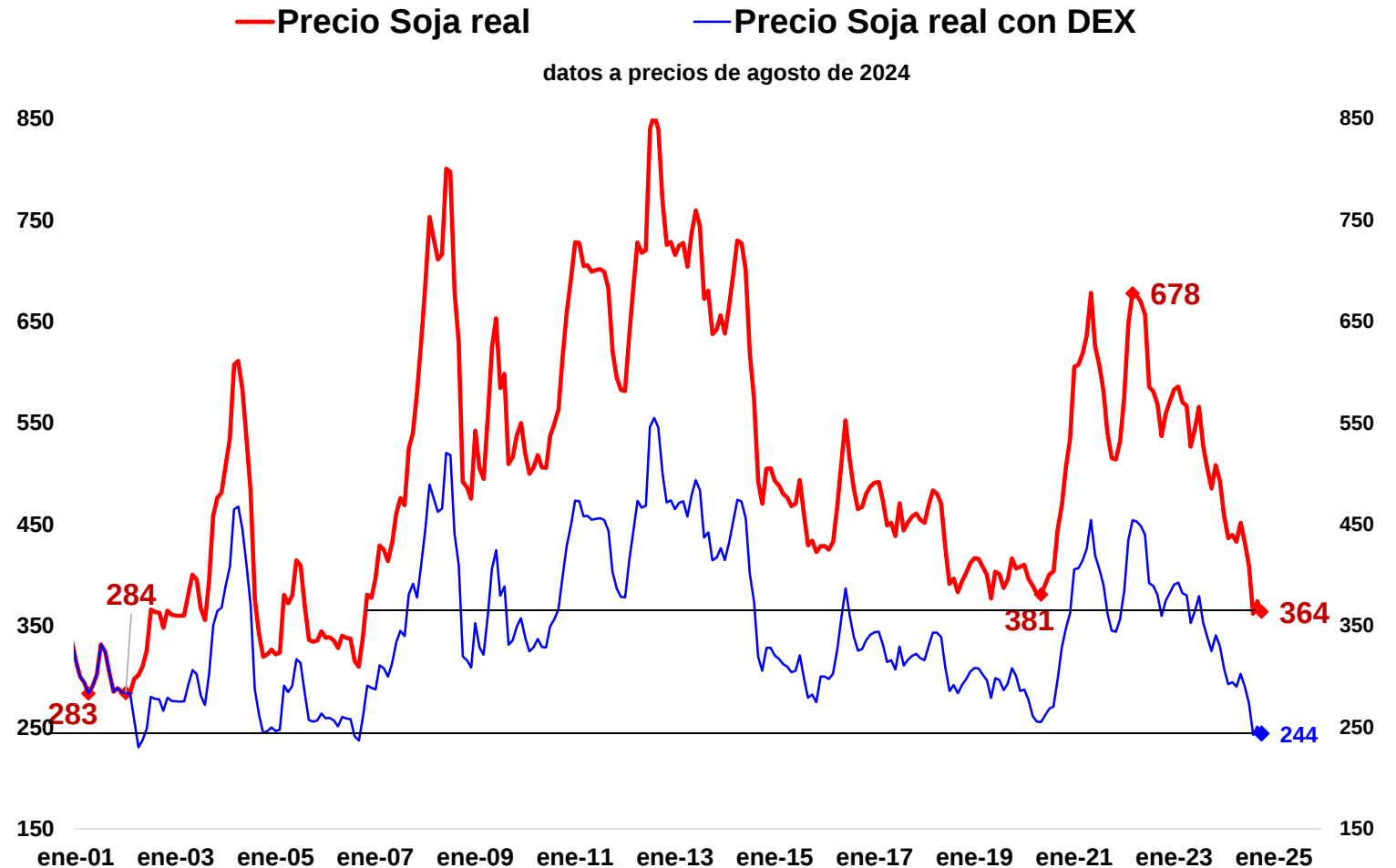
¿Es este el TCR que puede ser el de equilibrio “para el sector productivo”? Si lo depuramos por productividad ...

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



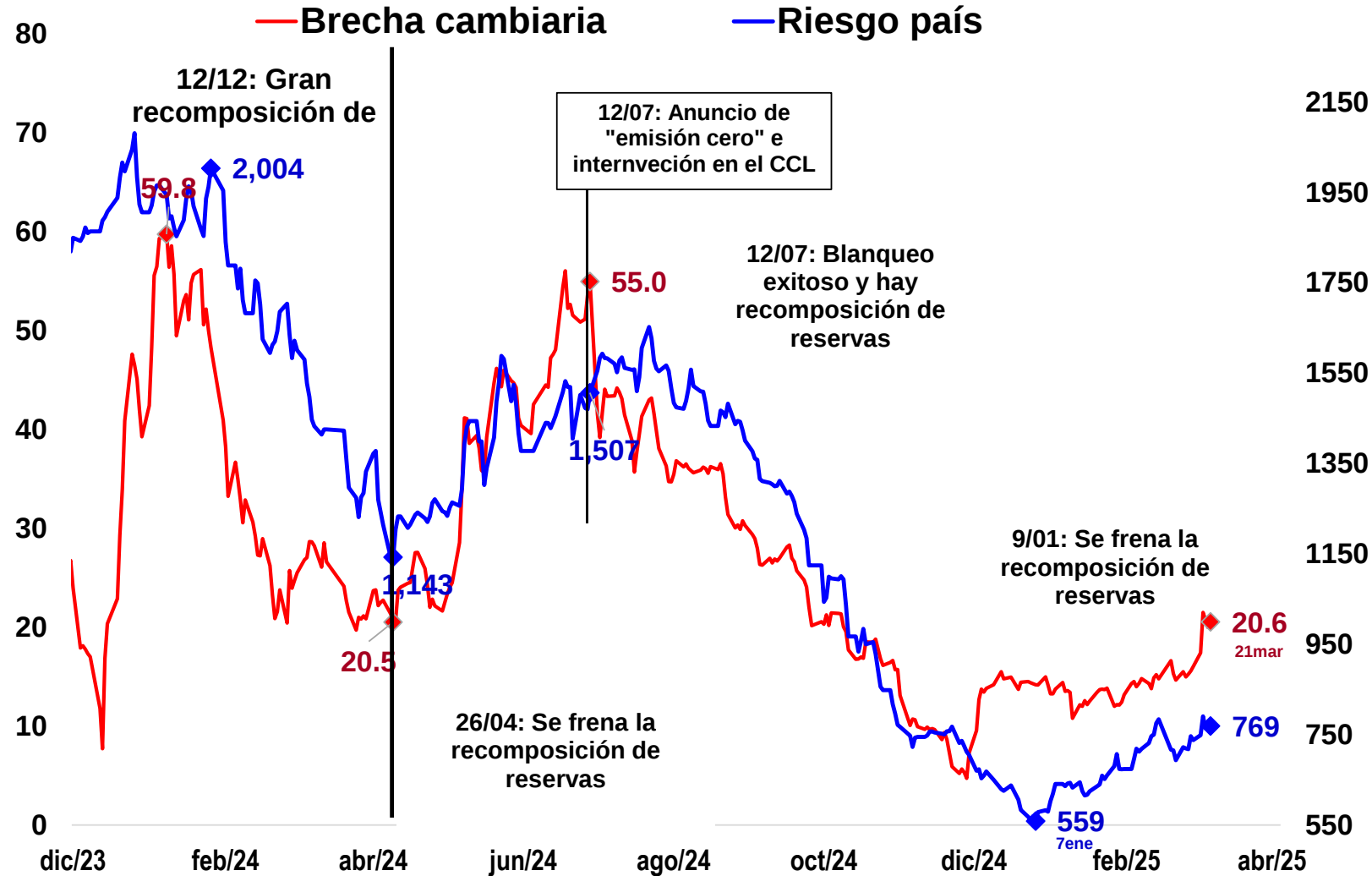
Clave II: El Gobierno tiene pánico a un *Money overhang* (lo cual puede gatillar una crisis cambiaria)

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.**

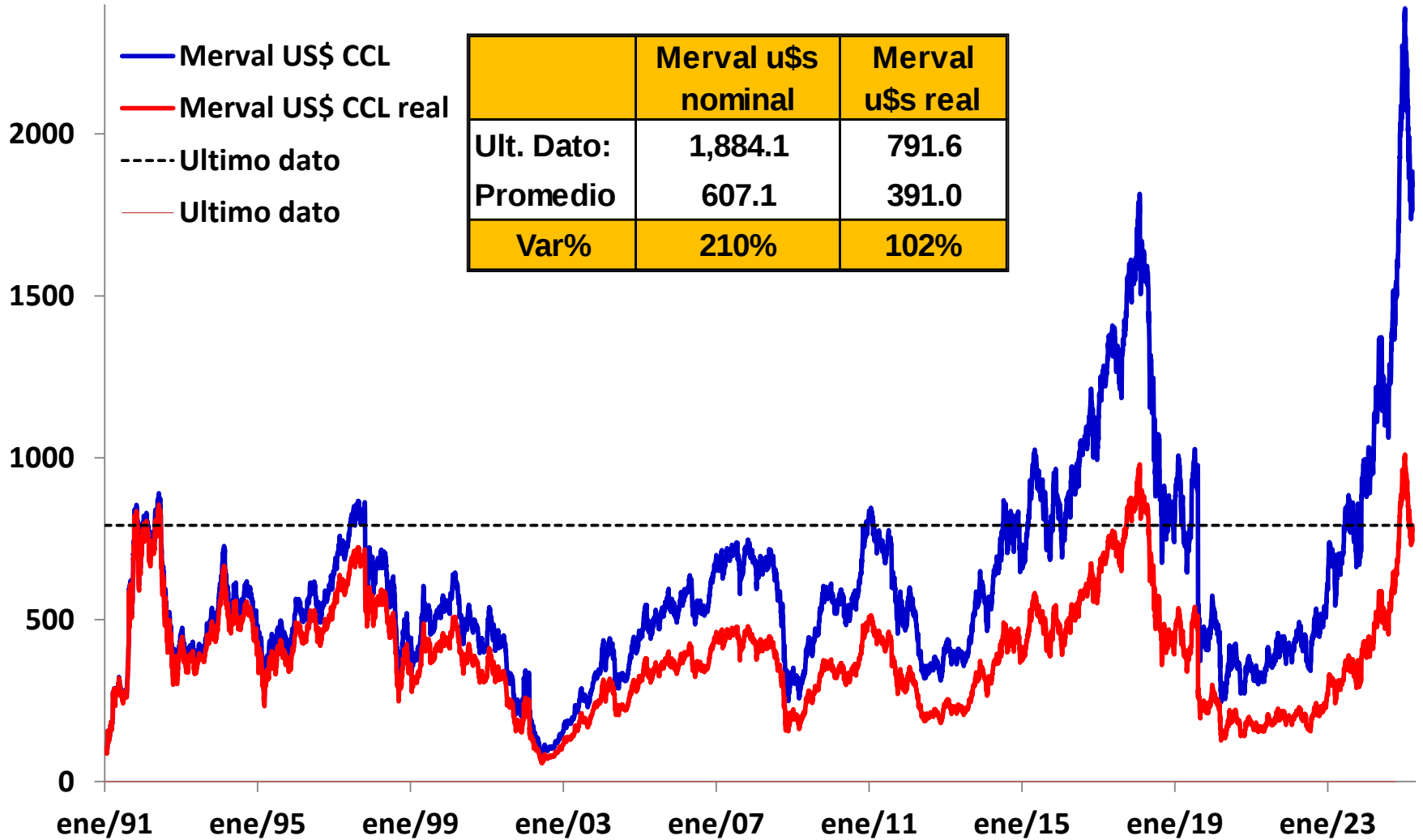
Boom financiero local: Se derrumban la brecha y el riesgo país

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**

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

CÓMO PIENSA EL GOBIERNO	FASE 2: “Calibrándose” o en “Prueba y Error”
✓ 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”	✓ 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)

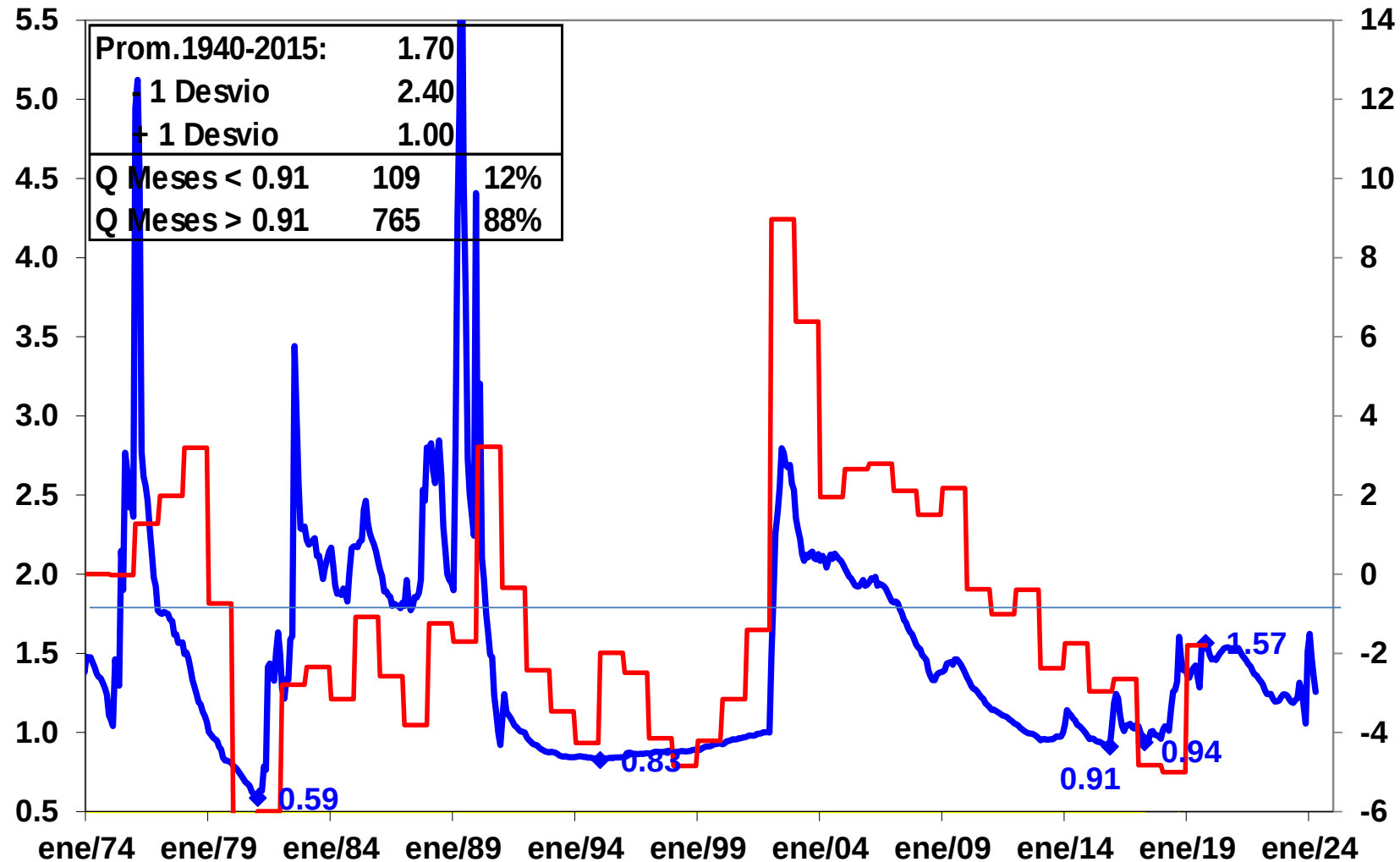
POLÍTICAS	OBJETIVOS / EFECTOS
✓ Se reafirma la política déficit cero y emisión cero. ✓ Se reafirma la política del blend y del crawl al 2% yendo al 1% cuando la inflación alcance el 2%. ✓ Se decide la intervención en el CCL para reducir la brecha esterilizando los pesos emitidos por compra de dólares (\$2.5 B, o u\$s1,850 M). ✓ Se anuncia la emisión cero con meta tope de base monetaria amplia de \$47.7 B.	✓ 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

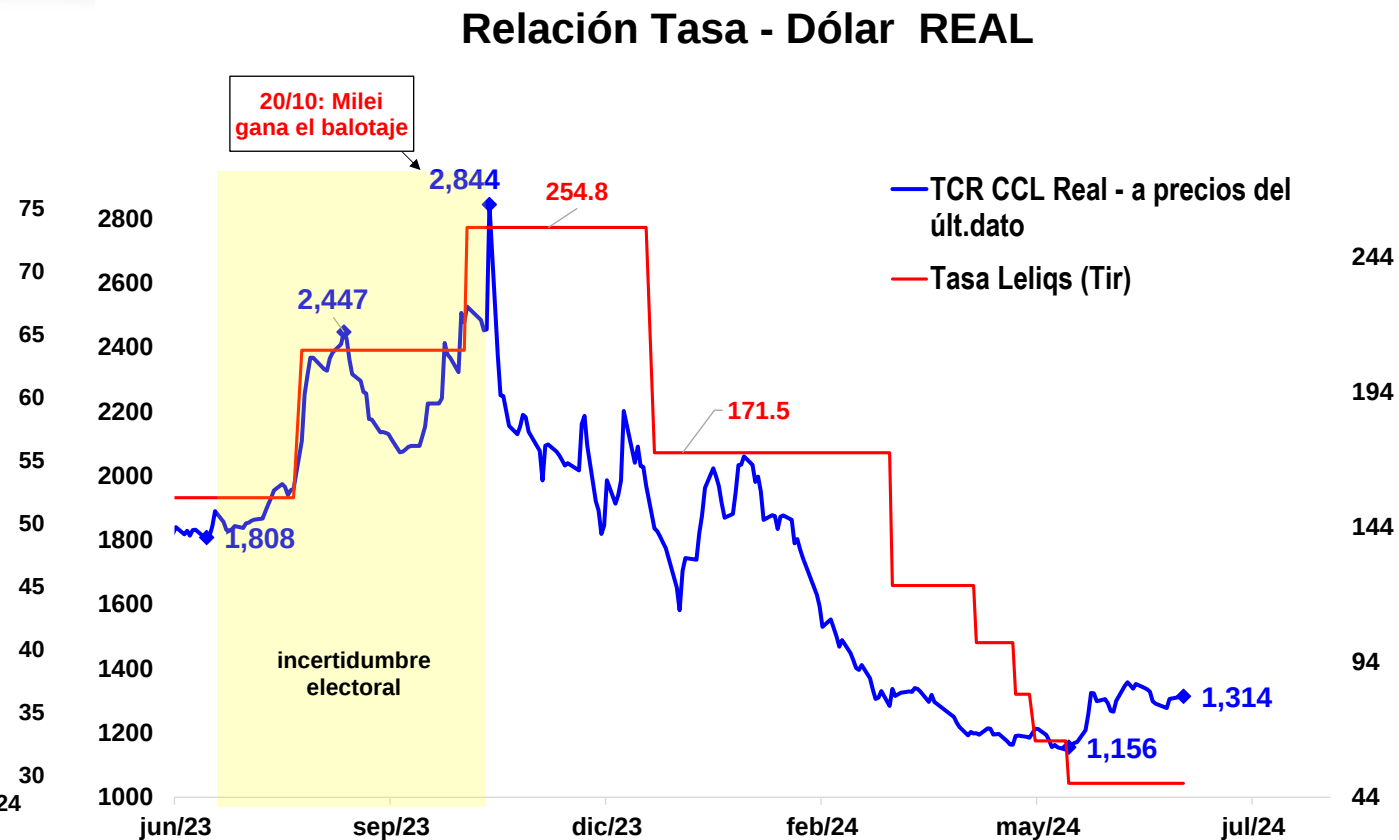
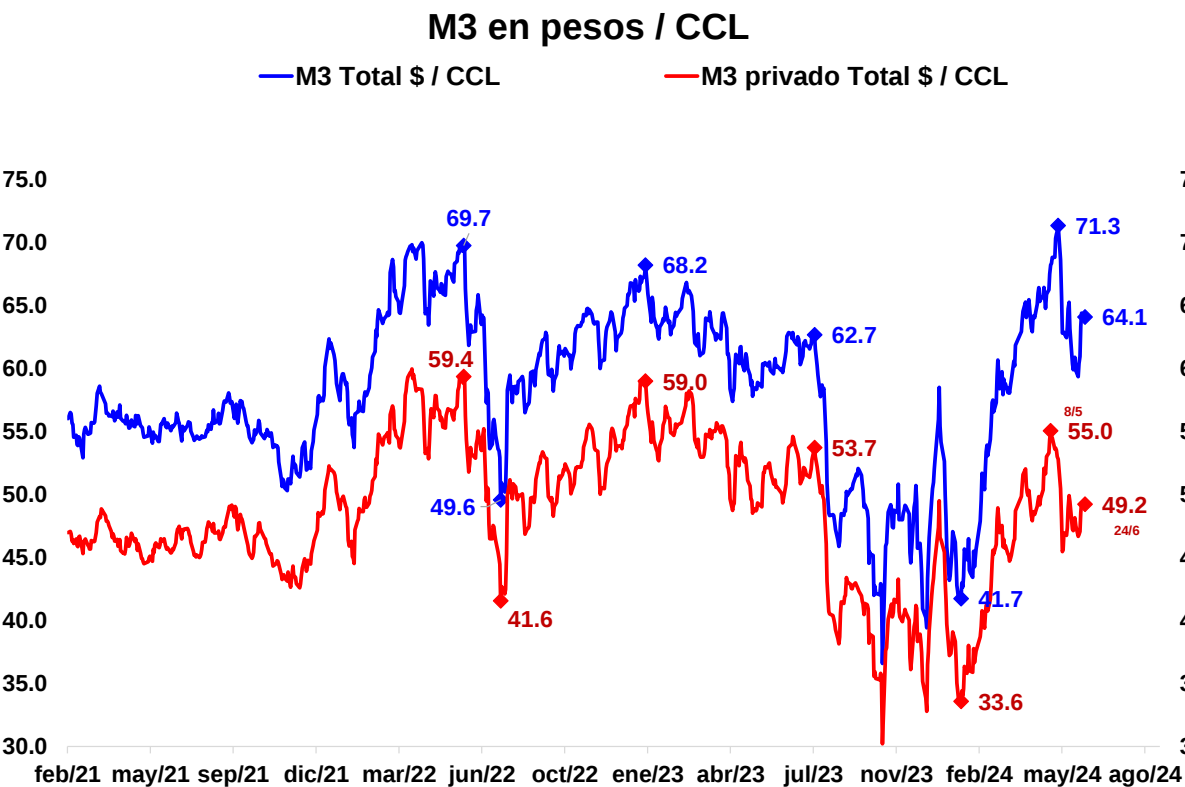
TCReal EE.UU. - Base dic/2001- Cuenta Corriente en % PBI (eje der)



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