

***“¿TMAP?
Con Reservas para disuadir
(¿y también para gastar?)”***

Dr.LE Hernán Hirsch

Tomo 011 Folio 170

Mayo 2025



I. Claves del Escenario Económico

II. Salida (parcial) del cepo: ¿TMAP?

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

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

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

IV. Escenario 2025-27 y Riesgos

V. Conclusiones

Clave I: El BCRA recompuso reservas y recuperó “poder de fuego” (y de gasto) gracias al acuerdo con el FMI

Reservas Brutas, Netas y Líquidas del BCRA

u\$s M	07/12/23 Día previo asunción de Milei	30/12/24 Fin Dic 24	11/04/25 Pre-acuerdo FMI	23/05/25 Últ.dato	Acum. dde el 14/04/25 Var% últ dato vs. 10/01
Reservas Brutas	21,209	29,640	24,704	38,425	13,721
Oro certificado	2,817	3,628	4,126	4,596	
Oro no certificado	1,207	1,555	1,768	1,970	
DEGs	68	5	5	12,123	
Swap Chino no activado	13,299	13,017	13,031	13,190	
Depósito en el BIS	3,001	0	0	0	
SEDESA títulos	1,832	1,946	1,946	1,832	
Reservas Líquidas Totales *	817	11,434	5,774	18,669	12,895
Encajes	9,460	12,237	12,289	13,222	
Resto Reservas Líquidas	-8,643	-803	-6,515	5,447	
Reservas Netas Viejas	-11,279	-2,353	-7,359	5,211	12,571
M4 Privado en pesos / CCL	43,059	105,144	101,564	119,479	
Reservas Brutas / M4	49%	28%	24%	32%	
Reservas Líquidas / M4	2%	11%	6%	16%	

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

Clave II: El Gobierno tuvo capacidad de gestionar tres situaciones complejas y evitar una nueva crisis

		Var	Reservas	Reservas	Emisión	Tipo de	Brecha	Tasa de	Dólar		PBI proxy	Riesgo
		Reservas	Netas	Líquidas	Monetaria	Cambio	Cambiaria	Inflación	Nivel	Deva	EMAE	país
		Brutas	MTU FMI		/ Base	Real M						
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Crisis 1	sep-23	-894	-5,285	7,089	0%	1,417	131%	12.7%	350	0%	148.8	2,248
	oct-23	-4,366	-8,936	2,627	8%	1,261	147%	8.3%	350	0%	147.4	2,540
	nov-23	-1,046	-10,535	1,046	22%	1,171	145%	12.8%	361	3%	145.3	2,327
	dic-23	1,560	-10,129	2,669	-18%	1,757	51%	25.5%	808	124%	142.5	1,889
	ene-24	4,568	-5,258	8,177	-15%	1,869	54%	20.6%	826	2%	143.5	1,949
	feb-24	-951	-3,855	8,129	-23%	1,629	27%	13.2%	842	2%	143.8	1,856
	mar-24	437	-2,102	9,228	-5%	1,490	26%	11.0%	857	2%	141.8	1,563
	abr-24	451	-648	9,896	-4%	1,365	26%	8.8%	877	2%	139.8	1,292
Crisis 2	may-24	1,085	694	10,914	0%	1,315	41%	4.2%	895	2%	140.9	1,287
	jun-24	358	931	11,370	21%	1,265	49%	4.6%	912	2%	141.1	1,456
	jul-24	-2,620	-2,994	8,491	10%	1,237	39%	4.0%	933	2%	145.7	1,536
	ago-24	317	-2,984	8,336	-2%	1,227	38%	4.2%	953	2%	147.1	1,530
	sep-24	454	-3,888	8,397	2%	1,211	29%	3.5%	971	2%	147.1	1,377
	oct-24	1,446	-4,094	9,832	-6%	1,183	18%	2.7%	991	2%	147.4	1,102
	nov-24	1,596	-3,225	12,010	-2%	1,150	11%	2.4%	1,012	2%	148.7	805
	dic-24	-574	-2,381	11,411	21%	1,123	16%	2.7%	1,033	2%	149.9	692
	ene-25	-1,302	-4,391	9,633	-4%	1,122	14%	2.2%	1,054	2%	150.8	606
Crisis 3	feb-25	-192	-4,083	9,424	-7%	1,141	15%	2.4%	1,064	1%	152.0	699
	mar-25	-3,131	-6,269	5,705	6%	1,133	23%	3.7%	1,074	1%	151.7	751
	abr-25	14,305	-6,620	7,360	10%	1,163	11%	3.0%	1,172	9%	152.3	791

Clave II: El Gobierno tuvo capacidad de gestionar tres situaciones complejas y evitar una nueva crisis

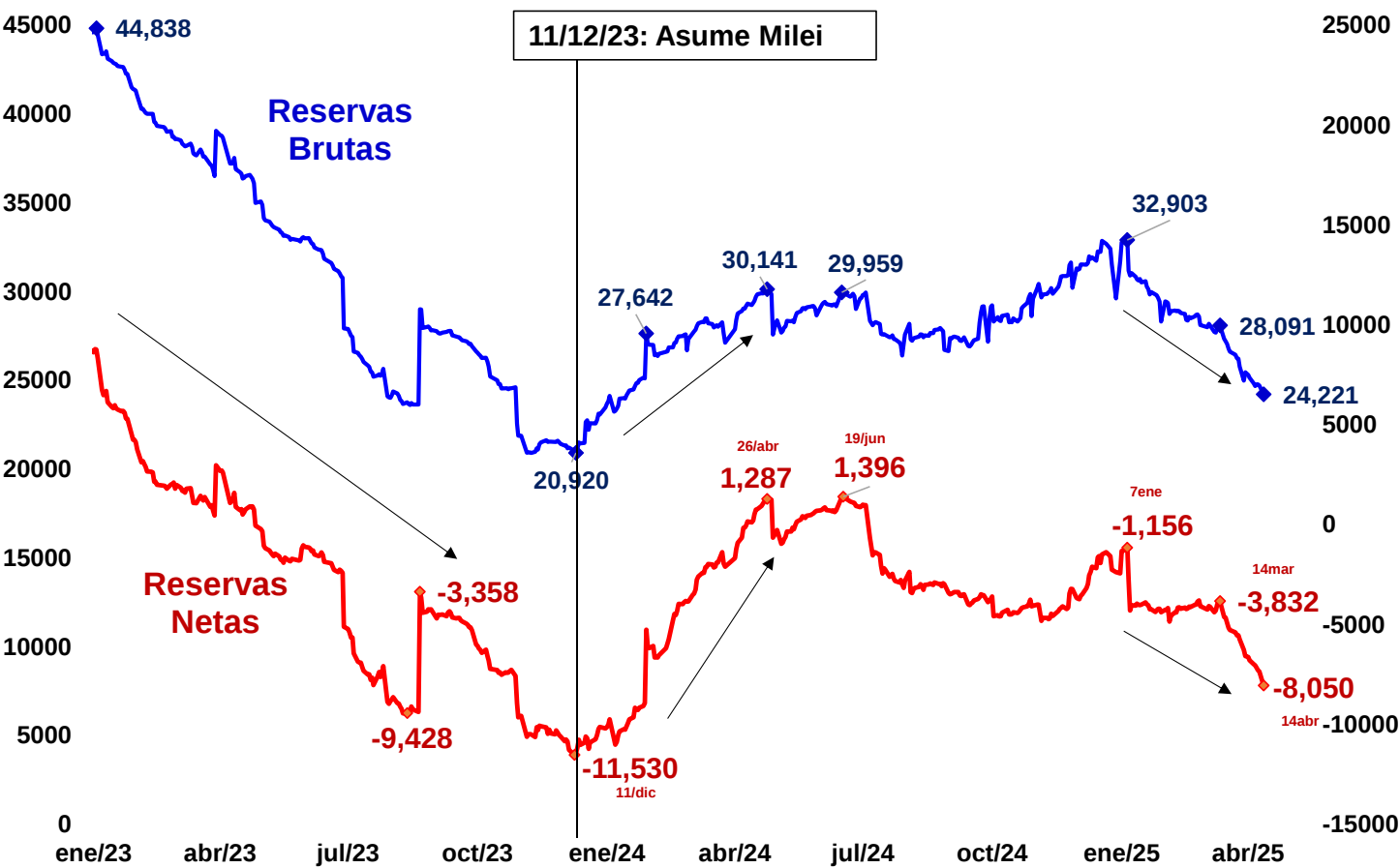
		Var	Reservas	Reservas	Emisión	Tipo de	Brecha	Tasa de	Dólar		PBI proxy	Riesgo
		Reservas	Netas	Líquidas	Monetaria	Cambio	Cambiaria	Inflación	Nivel	Deva	EMAE	país
		Brutas	MTU FMI		/ Base	Real M						
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Crisis 1	sep-23	-894	-5,285	7,089	0%	1,417	131%	12.7%	350	0%	148.8	2,248
	oct-23	-4,366	-8,936	2,627	8%	1,261	147%	8.3%	350	0%	147.4	2,540
	nov-23	-1,046	-10,535	1,046	22%	1,171	145%	12.8%	361	3%	145.3	2,327
	dic-23	1,560	-10,129	2,669	-18%	1,757	51%	25.5%	808	124%	142.5	1,889
	ene-24	4,568	-5,258	8,177	-15%	1,869	54%	20.6%	826	2%	143.5	1,949
	feb-24	-951	-3,855	8,129	-23%	1,629	27%	13.2%	842	2%	143.8	1,856
	mar-24	437	-2,102	9,228	-5%	1,490	26%	11.0%	857	2%	141.8	1,563
	abr-24	451	-648	9,896	-4%	1,365	26%	8.8%	877	2%	139.8	1,292
Crisis 2	may-24	1,085	694	10,914	0%	1,315	41%	4.2%	895	2%	140.9	1,287
	jun-24	358	931	11,370	21%	1,265	49%	4.6%	912	2%	141.1	1,456
	jul-24	-2,620	-2,994	8,491	10%	1,237	39%	4.0%	933	2%	145.7	1,536
	ago-24	317	-2,984	8,336	-2%	1,227	38%	4.2%	953	2%	147.1	1,530
	sep-24	454	-3,888	8,397	2%	1,211	29%	3.5%	971	2%	147.1	1,377
	oct-24	1,446	-4,094	9,832	-6%	1,183	18%	2.7%	991	2%	147.4	1,102
	nov-24	1,596	-3,225	12,010	-2%	1,150	11%	2.4%	1,012	2%	148.7	805
	dic-24	-574	-2,381	11,411	21%	1,123	16%	2.7%	1,033	2%	149.9	692
	ene-25	-1,302	-4,391	9,633	-4%	1,122	14%	2.2%	1,054	2%	150.8	606
Crisis 3	feb-25	-192	-4,083	9,424	-7%	1,141	15%	2.4%	1,064	1%	152.0	699
	mar-25	-3,131	-6,269	5,705	6%	1,133	23%	3.7%	1,074	1%	151.7	751
	abr-25	14,305	-6,620	7,360	10%	1,163	11%	3.0%	1,172	9%	152.3	791

Clave II: El Gobierno tuvo capacidad de gestionar tres situaciones complejas y evitar una nueva crisis

		Var Reservas Brutas	Reservas Netas MTU FMI	Reservas Líquidas	Emisión Monetaria / Base	Tipo de Cambio Real M	Brecha Cambiaria	Tasa de Inflación	Dólar		PBI proxy EMAE	Riesgo país
		1	2	3	4	5	6	7	Nivel	Deva	10	11
Crisis 1	sep-23	-894	-5,285	7,089	0%	1,417	131%	12.7%	350	0%	148.8	2,248
	oct-23	-4,366	-8,936	2,627	8%	1,261	147%	8.3%	350	0%	147.4	2,540
	nov-23	-1,046	-10,535	1,046	22%	1,171	145%	12.8%	361	3%	145.3	2,327
	dic-23	1,560	-10,129	2,669	-18%	1,757	51%	25.5%	808	124%	142.5	1,889
	ene-24	4,568	-5,258	8,177	-15%	1,869	54%	20.6%	826	2%	143.5	1,949
	feb-24	-951	-3,855	8,129	-23%	1,629	27%	13.2%	842	2%	143.8	1,856
	mar-24	437	-2,102	9,228	-5%	1,490	26%	11.0%	857	2%	141.8	1,563
	abr-24	451	-648	9,896	-4%	1,365	26%	8.8%	877	2%	139.8	1,292
Crisis 2	may-24	1,085	694	10,914	0%	1,315	41%	4.2%	895	2%	140.9	1,287
	jun-24	358	931	11,370	21%	1,265	49%	4.6%	912	2%	141.1	1,456
	jul-24	-2,620	-2,994	8,491	10%	1,237	39%	4.0%	933	2%	145.7	1,536
	ago-24	317	-2,984	8,336	-2%	1,227	38%	4.2%	953	2%	147.1	1,530
	sep-24	454	-3,888	8,397	2%	1,211	29%	3.5%	971	2%	147.1	1,377
	oct-24	1,446	-4,094	9,832	-6%	1,183	18%	2.7%	991	2%	147.4	1,102
	nov-24	1,596	-3,225	12,010	-2%	1,150	11%	2.4%	1,012	2%	148.7	805
	dic-24	-574	-2,381	11,411	21%	1,123	16%	2.7%	1,033	2%	149.9	692
	ene-25	-1,302	-4,391	9,633	-4%	1,122	14%	2.2%	1,054	2%	150.8	606
Crisis 3	feb-25	-192	-4,083	9,424	-7%	1,141	15%	2.4%	1,064	1%	152.0	699
	mar-25	-3,131	-6,269	5,705	6%	1,133	23%	3.7%	1,074	1%	151.7	751
	abr-25	14,305	-6,620	7,360	10%	1,163	11%	3.0%	1,172	9%	152.3	791

Clave III: 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

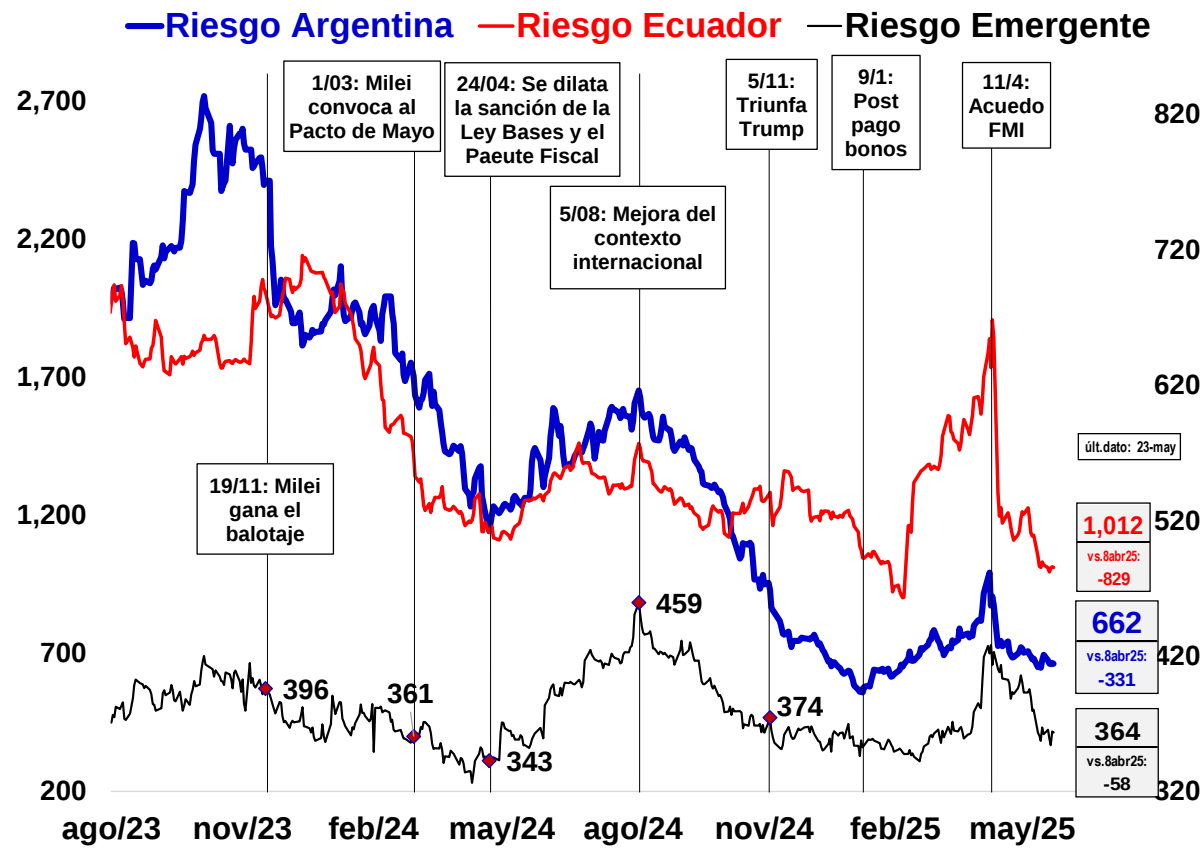
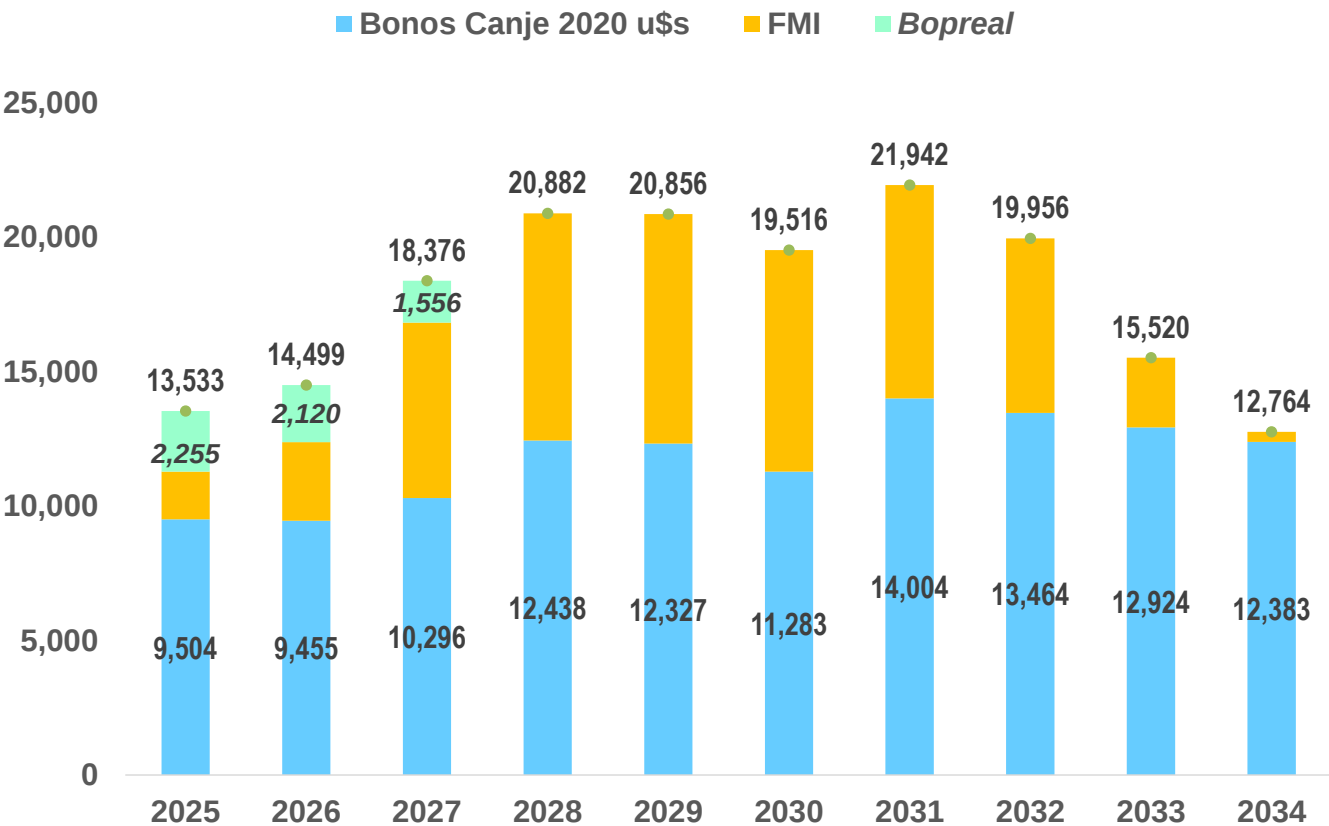
Datos en u\$s M	Gestión Milei	Dinámica reciente I
	14/4/25 vs. 11/12/23	14/4/25 vs. 10/1/25
Reservas Brutas - variación:	3,012	-6,817
Compra de dólares en el MULC	22,959	612
Encajes bancarios	3,109	-2,865
Pago de deuda del Gobierno Nacional	-15,829	-2,338
Organismos internacionales	-5,569	-1,487
Títulos 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

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

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)



I. Claves del Escenario Económico

II. Salida (parcial) del cepo: ¿TMAP?

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

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

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

IV. Escenario 2025-27 y Riesgos

V. Conclusiones

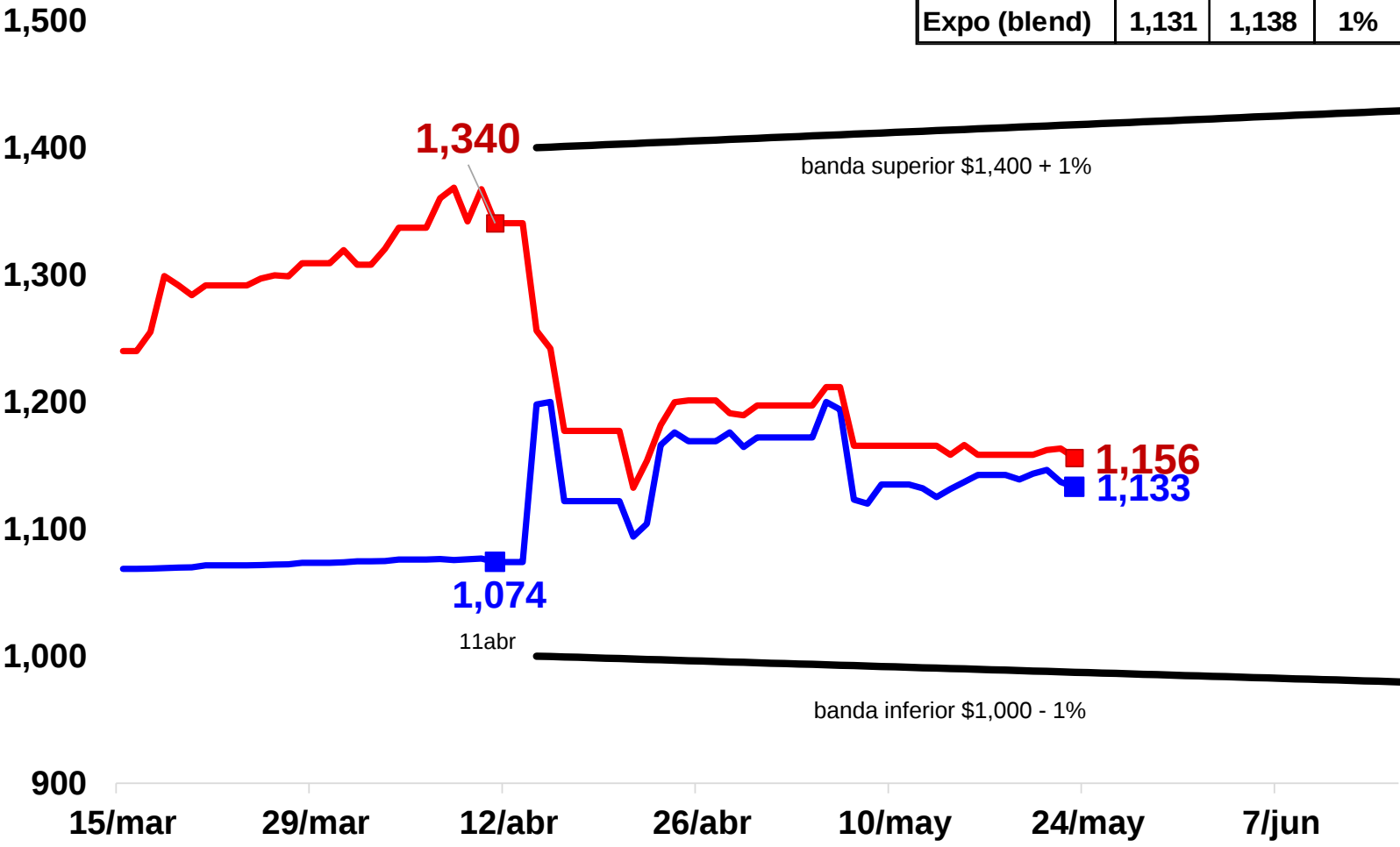
Salida “suave” del cepo cambiario con el dólar manteniéndose cerca del centro de la banda cambiaria

Tipo de Cambio Mayorista y Dólar CCL

Salida del Cepo			
	11-abr	23-may	Var%
Impo (Oficial)	1,078	1,133	5%
Ahorro (CCL)	1,340	1,156	-14%
Expo (blend)	1,131	1,138	1%

BCRA: Posición en dólar futuro

	u\$s M
dic-24	0.00
ene-25	0.00
feb-25	0.00
mar-25	-375.60
abr-25	-408.78



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



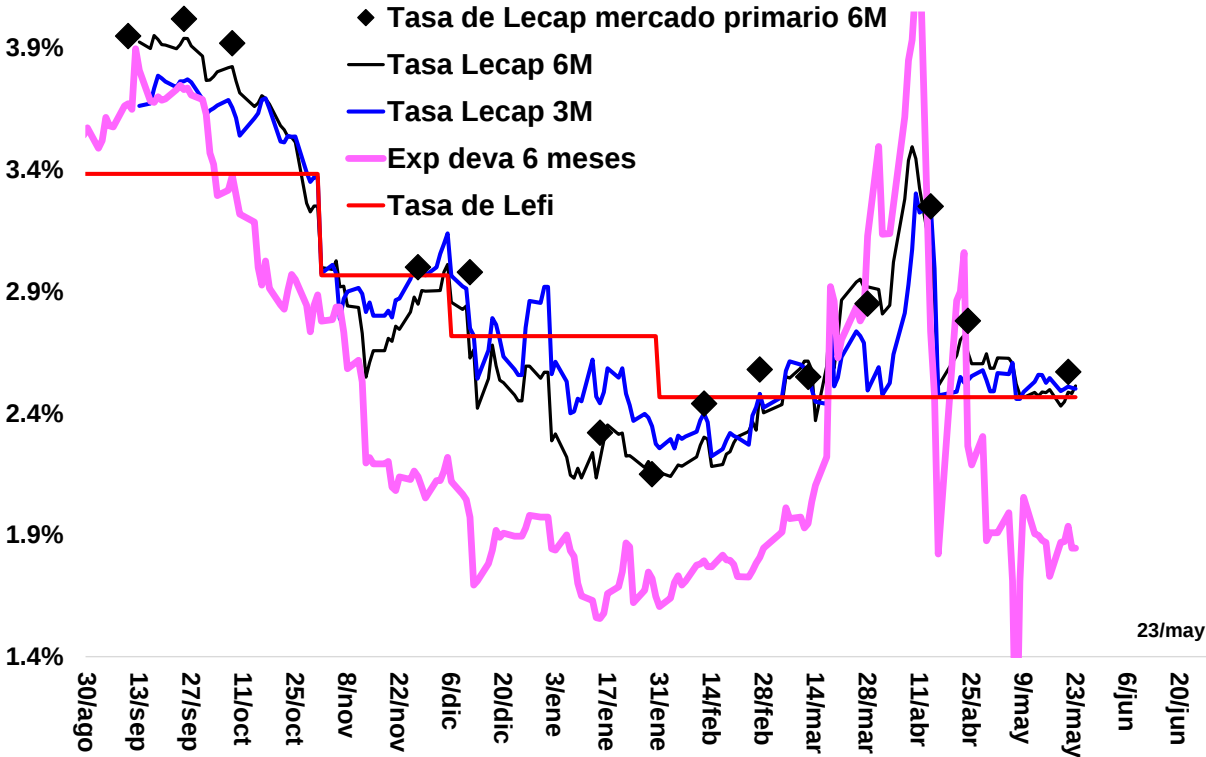
Con una política de tasas de interés e intervención en los futuros se estabilizó el dólar

Activos Domésticos

	Depósitos a PF Privado	Financia- miento Neto Tesoro
	Var%	\$ Bill.
31-ene	5.8%	-0.39
28-feb	8.6%	0.39
31-mar	0.0%	-0.13
30-abr	-2.7%	-3.85
23-may	5.8%	0

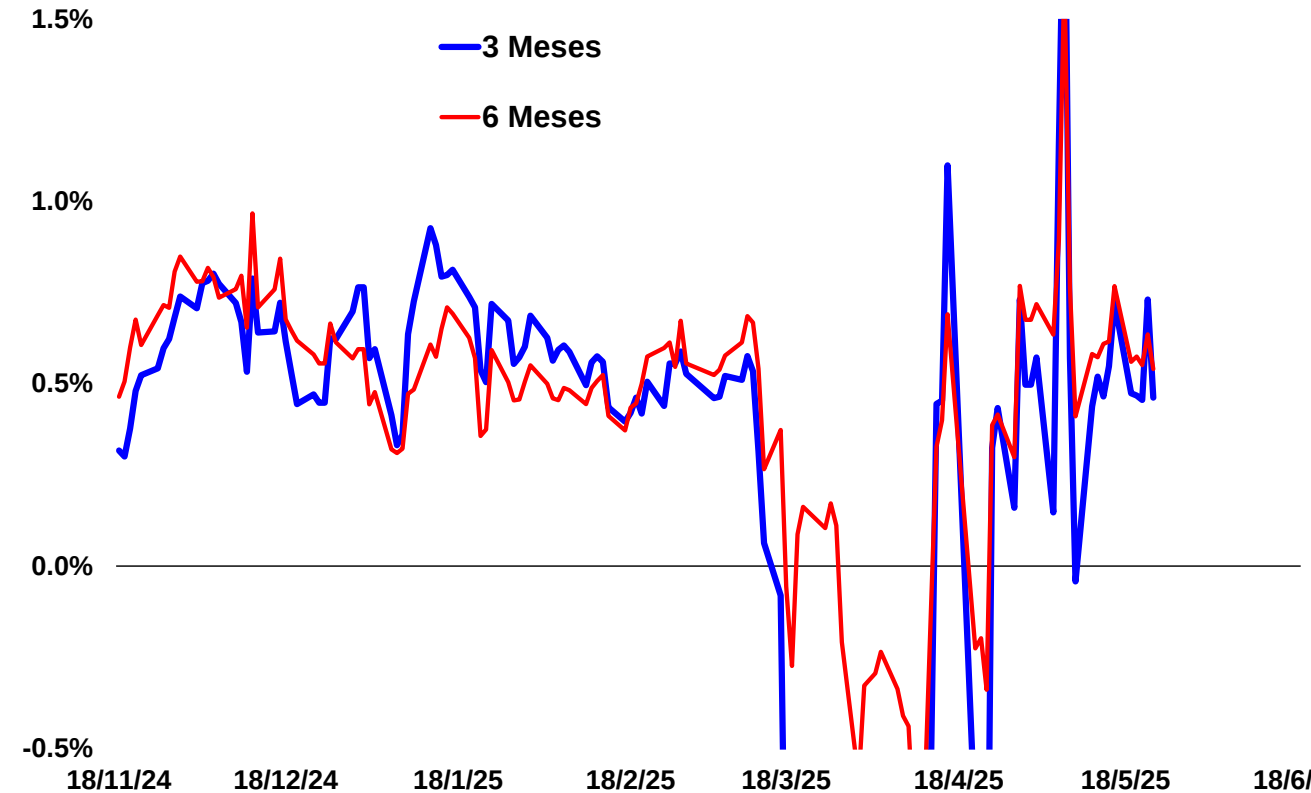
Tasas de interés en pesos vs Tasa de devaluación esperada

TEM



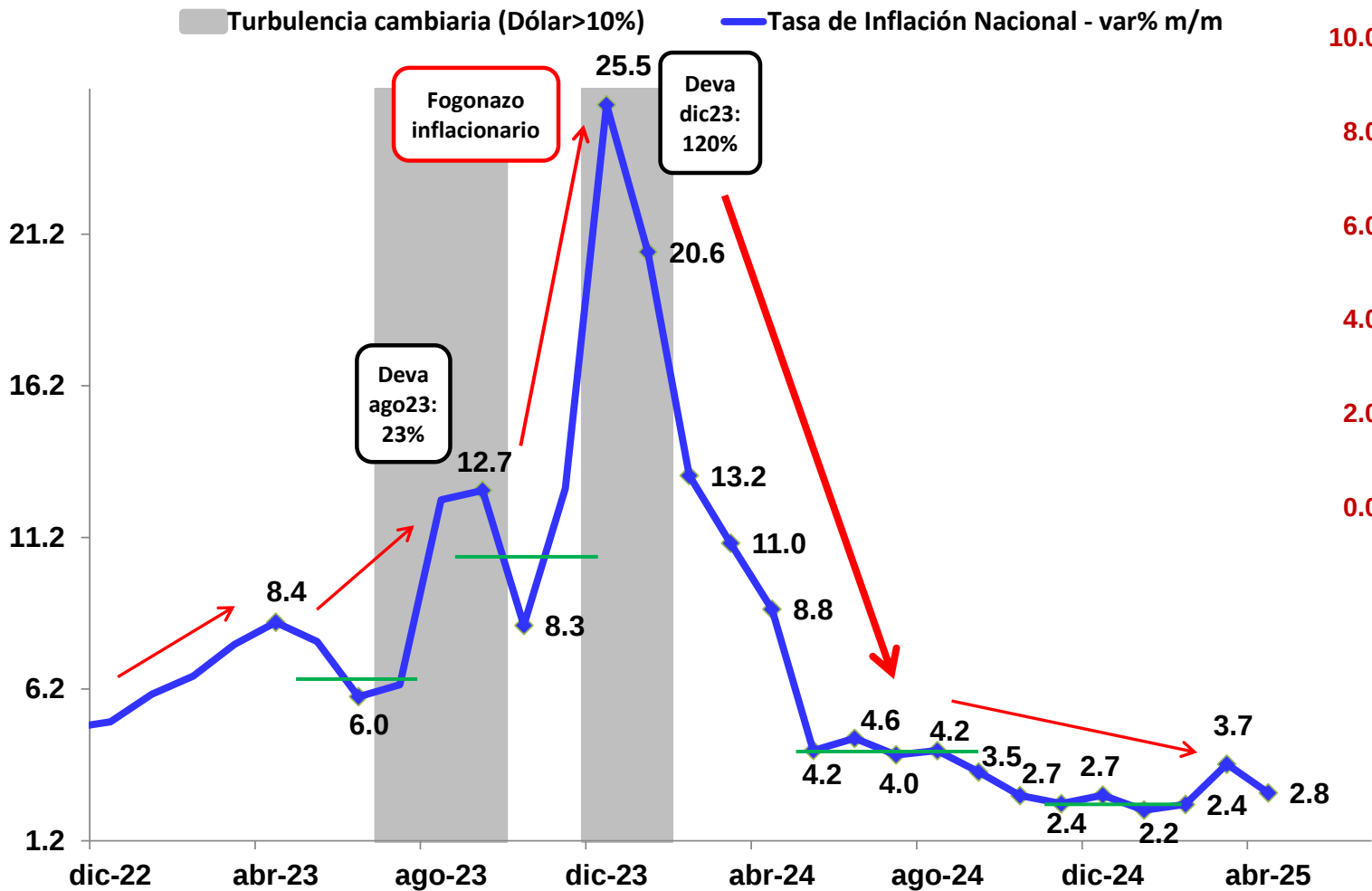
Diferencial Tasa de LECAPs vs Tasa implícita de devaluación (ROFEX)

Datos diarios, TEM

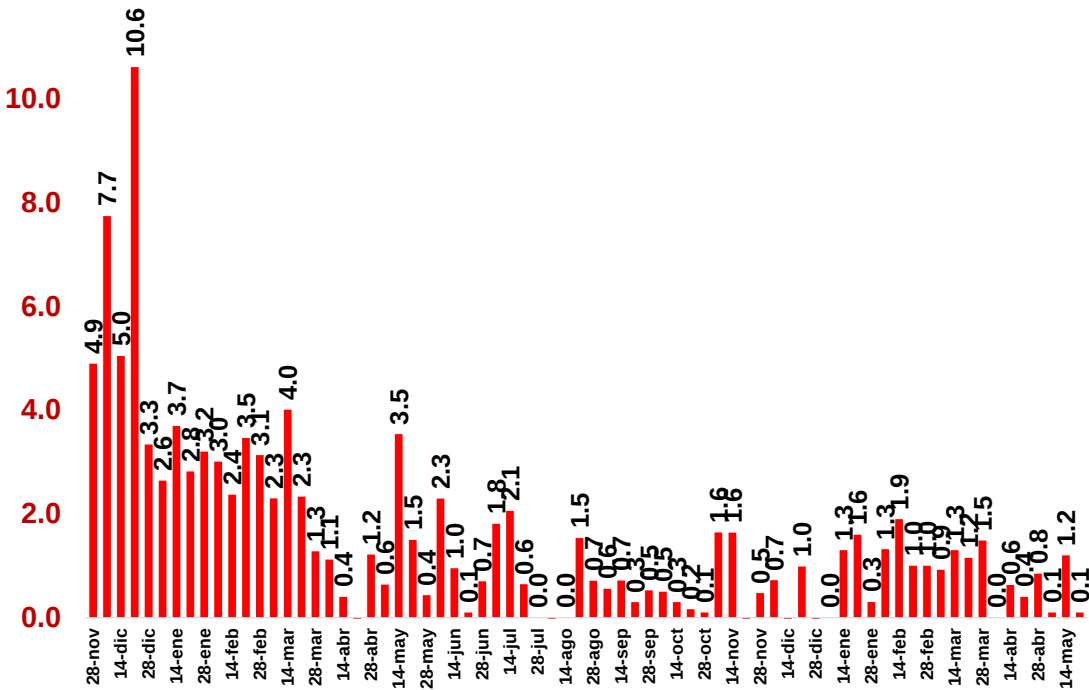


Con bajo (nulo) traslado a precios en la salida del cepo

Inflación: moderación en abril



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



Las primeras semanas post salida del cepo muestran moderación de precios

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	0.4
28-abr-25	0.8
7-may-25	0.1
14-may-25	1.2
21-may-25	0.1
28-may-25	
7-jun-25	
14-jun-25	
21-jun-25	
28-jun-25	

Caso 2:
Devaluación 2023

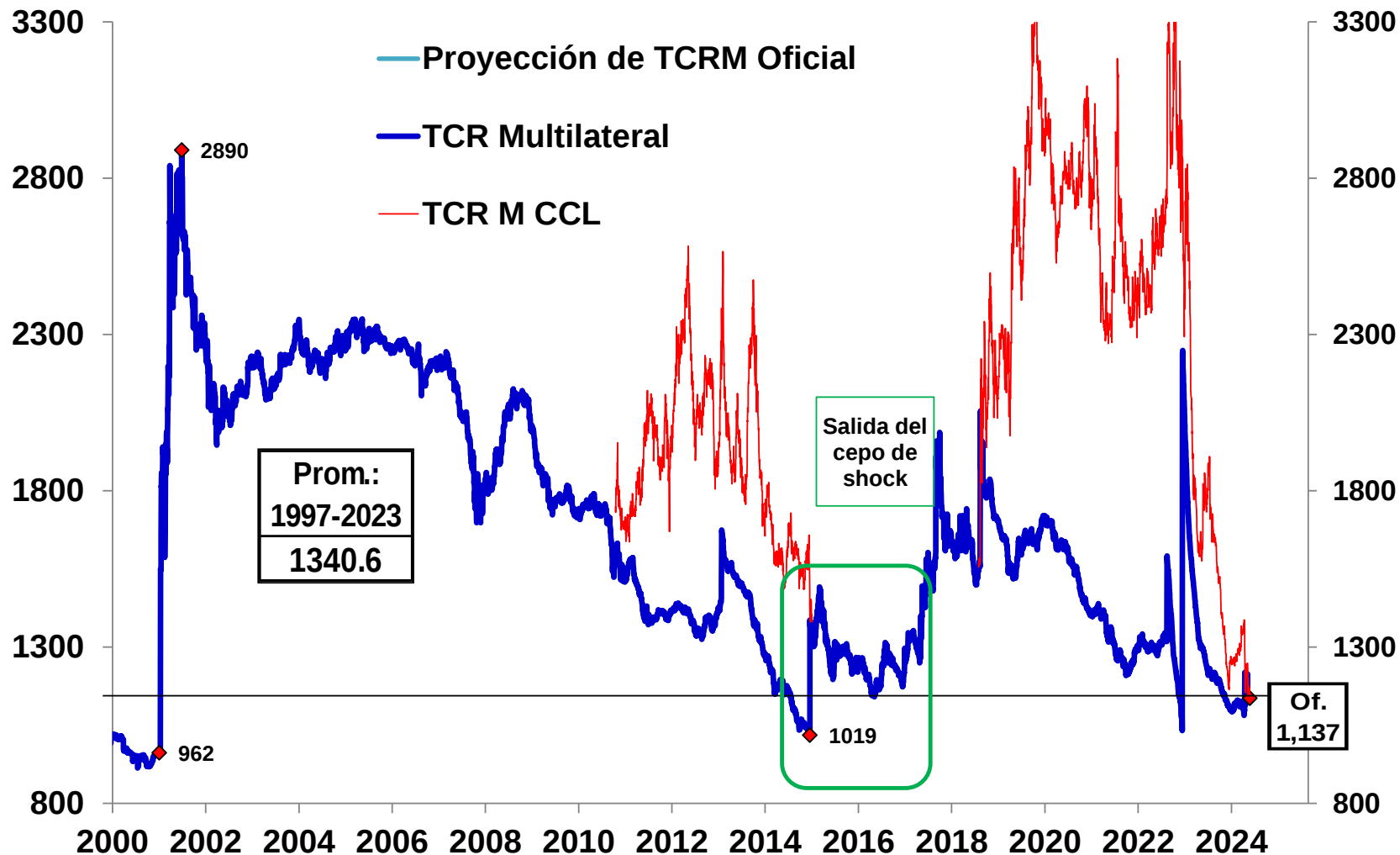
21-jun-23	1.6
28-jun-23	0.7
7-jul-23	1.0
14-jul-23	1.4
21-jul-23	1.3
28-jul-23	1.4
7-ago-23	3.2
14-ago-23	2.3
21-ago-23	3.0
14-ago-22	3.1
21-ago-22	3.4
28-ago-22	4.8
7-sep-22	2.2
14-sep-22	1.0
21-sep-22	1.4
28-sep-22	2.2
7-oct-22	2.8
14-oct-22	0.5

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

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

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



SIMs con TCR Multilateral

TC mutilateral	TCN	TCR Multi
17/12/15	14	1387
29/2/16	16	1493
30/6/17	17	1214
31/12/17	19	1258
11/8/23	287	1327
14/8/23	350	1592
17/11/23	354	1151
10/12/23	364	1107
12/12/23	367	1033
13/12/23	800	2237
23/5/25	1137	1137
30/6/25	1151	1120
30/9/25	1186	1087
31/12/25	1223	1065

I. Claves del Escenario Económico

II. Salida (parcial) del cepo: ¿TMAP?

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

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

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

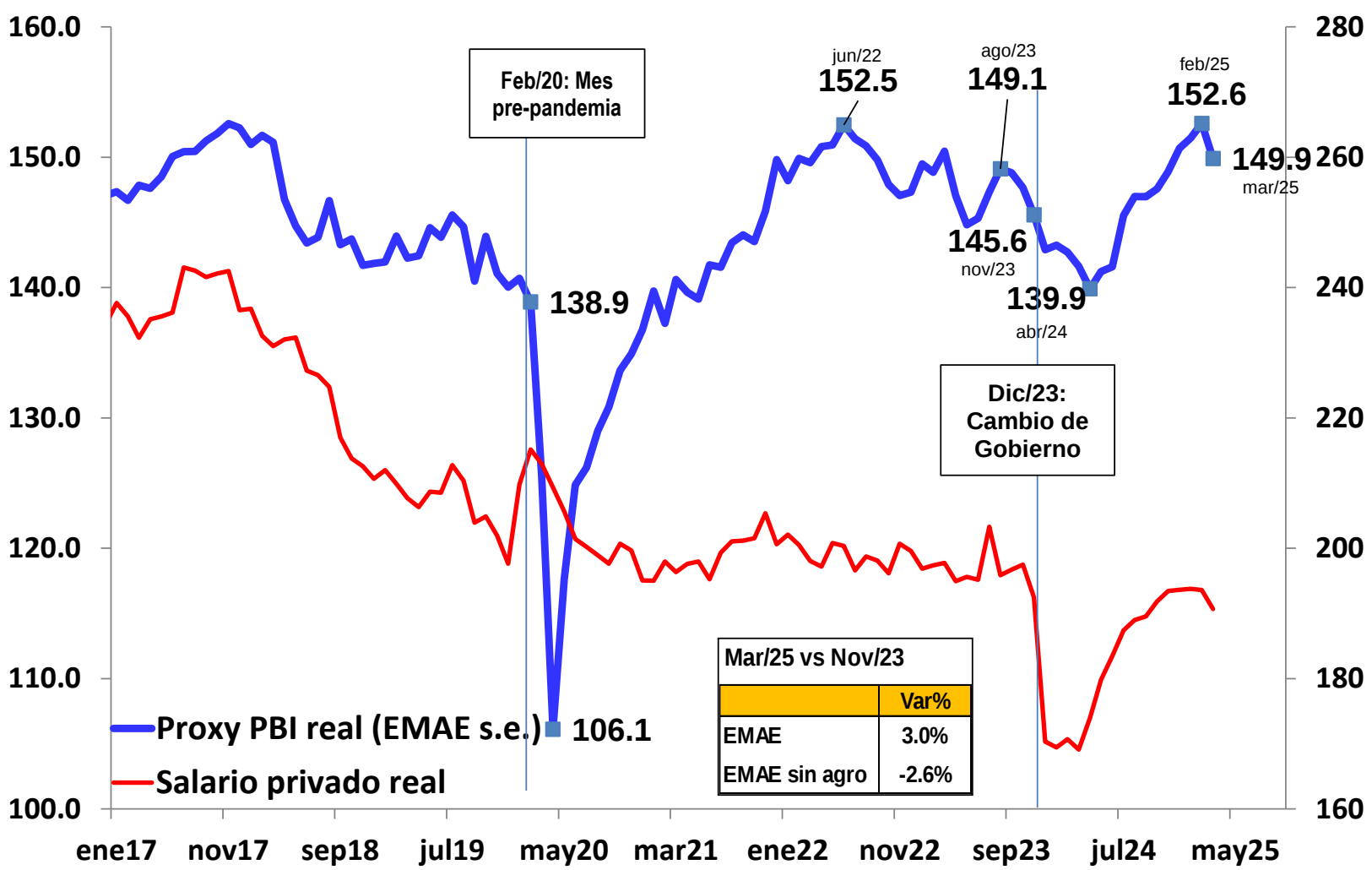
IV. Escenario 2025-27 y Riesgos

V. Conclusiones

Un nivel de actividad económica que tropezó en marzo y quebró una racha de diez meses de crecimiento consecutivo

Actividad Económica: Saliendo de la recesión

Proxy PBI real (EMAE sin estacionalidad)



Actividad Económica: Gran dispersión sectorial

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

Aunque en abril la economía repuntaría con relación a marzo



Mapa de Actividad Económica: Indicados adelantados

Var% mensual - Datos ajustados por estacionalidad

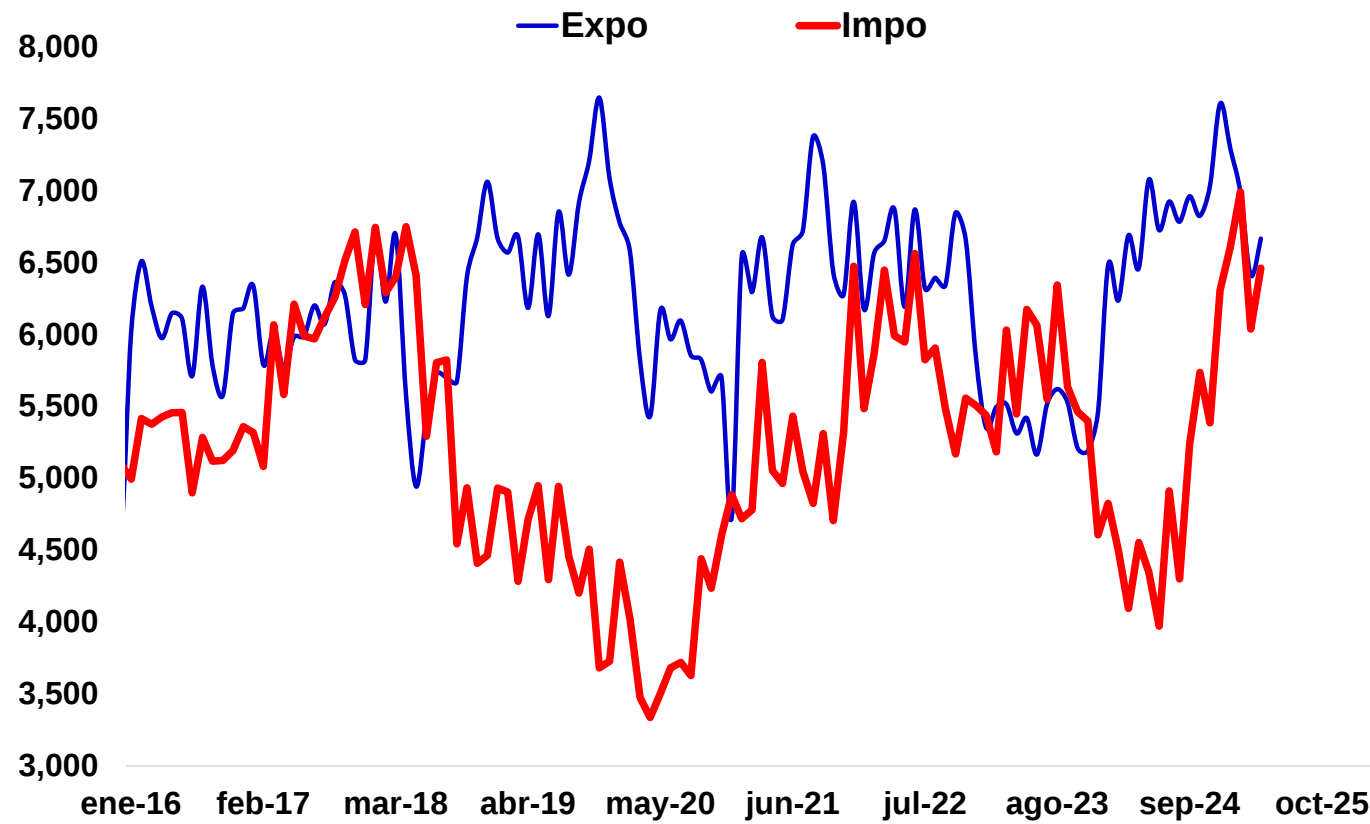
	EMA (PBI)	PoEco				Indicadores de Demanda						Indicadores de Oferta										% de Alzas
		TC Real Multi-lateral	Salario real (RIPTE)	Jubilaciones real	Obra pública	Venta de Autos	Patentamiento Autos	Patentamiento Motos	Patentamiento Máquinas	IVA DGI real	Créditos y débitos bancarios	Índice Prod. Industrial	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	
jul/23	1.4	1.0	1.0	-6.0	-4.6	-25.3	-4.5	-0.9	21.6	-2.6	-3.2	-1.8	-1.6	-0.9	-0.2	-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	-1.4	2.3	1.0	-1.4	-1.1	-4.2	-4.0	38.7	-0.1	0.8	41%
sep/23	-0.2	-3.1	-2.9	9.3	23.8	36.2	-19.9	-19.8	-23.1	5.2	-2.4	0.6	-1.7	-6.6	-0.2	-5.9	-6.1	-7.3	-20.1	-4.0	-0.7	18%
oct/23	-0.8	-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	-0.1	15.0	3.0	-2.7	-22.9	2.4	-3.8	47%
nov/23	-1.4	-10.3	-5.8	-11.4	14.9	-26.4	7.6	-2.7	3.4	-0.5	-6.2	-2.4	4.8	-6.0	-2.7	-13.7	-5.0	1.8	12.7	2.3	5.8	47%
dic/23	-1.8	43.2	-13.7	-3.7	-38.0	-25.1	-27.7	-10.7	-24.3	-5.7	-15.3	-5.4	-11.9	-11.2	-9.4	-14.8	-15.4	-12.8	-13.5	-6.8	-7.0	0%
ene/24	0.2	7.3	-4.9	-17.1	-78.5	-6.5	-19.0	-21.9	-18.5	-8.2	-6.2	-3.0	-0.7	-2.6	-12.0	-18.1	-14.9	-9.6	106.8	-8.8	6.9	12%
feb/24	-0.4	-9.5	-1.6	-11.7	-1.7	69.1	22.8	17.1	3.9	7.3	21.2	0.6	-4.3	-3.0	-4.0	6.8	-0.4	8.6	-3.9	-6.3	11.1	59%
mar/24	-0.8	-7.8	2.7	14.6	0.8	-17.1	-12.5	-22.9	-12.4	-4.0	-6.6	-3.1	-6.1	-19.5	-14.4	-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	0.6	1.5	7.2	0.3	6.4	-0.3	-0.3	-11.0	-5.7	-10.3	53%
may/24	0.9	-2.0	3.0	6.6	20.3	15.5	-0.5	13.2	8.2	-3.2	-4.4	1.8	-15.4	17.3	8.5	3.2	7.2	11.5	29.9	0.8	12.1	76%
jun/24	0.3	-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	2.8	-1.6	2.5	0.1	-18.8	8.9	21.3	9.3	79.1	-3.1	-10.8	5.6	48.4	26.2	7.4	12.1	12.3	6.7	6.2	8.3	13.0	88%
ago/24	1.0	-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	-3.1	-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	1.4	5.6	3.6	2.1	-5.4	6.9	2.9	-11.7	-3.3	-10.4	44%
oct/24	0.4	-2.3	3.8	1.4	-18.8	14.7	8.4	8.2	11.1	5.9	9.7	-0.6	8.1	-3.8	-4.1	-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	1.1	-1.5	0.3	2.4	-3.2	6.1	1.0	16.7	2.9	3.8	69%
dic/24	1.2	-2.4	-0.7	0.0	-3.7	9.5	-15.8	8.4	1.0	0.1	-6.4	-0.1	-4.6	-1.6	3.7	-1.2	4.7	-11.6	7.0	2.3	-9.3	50%
ene/25	0.5	-0.1	0.4	0.2	-35.2	1.3	41.2	-8.6	14.0	5.7	7.4	-1.7	28.2	11.8	-1.0	-7.8	5.5	15.4	12.0	-10.8	13.7	69%
feb/25	0.7	1.7	3.6	0.3	17.7	8.5	6.7	-12.0	43.0	-5.1	1.4	0.3	-18.5	-3.8	2.1	6.9	4.3	1.4	-14.6	-3.1	7.4	63%
mar/25	-1.8	-0.7	-1.1	-1.5	-4.8	-4.1	-7.9	2.5	-33.0	-2.7	-8.9	-4.5	-20.1	-12.5	-4.1	8.2	4.9	-0.5	-2.9	4.9	-9.0	25%
abr/25	e 1.6	2.3		-0.5	-3.9	13.8	15.4	12.8	57.5	2.5	4.7		11.5	17.3		10.5	6.4	-1.9		-1.9	-9.6	77%

El consumo se vuelca hacia productos importados y las exportaciones se encuentran estancadas

El Gasto se redirecciona

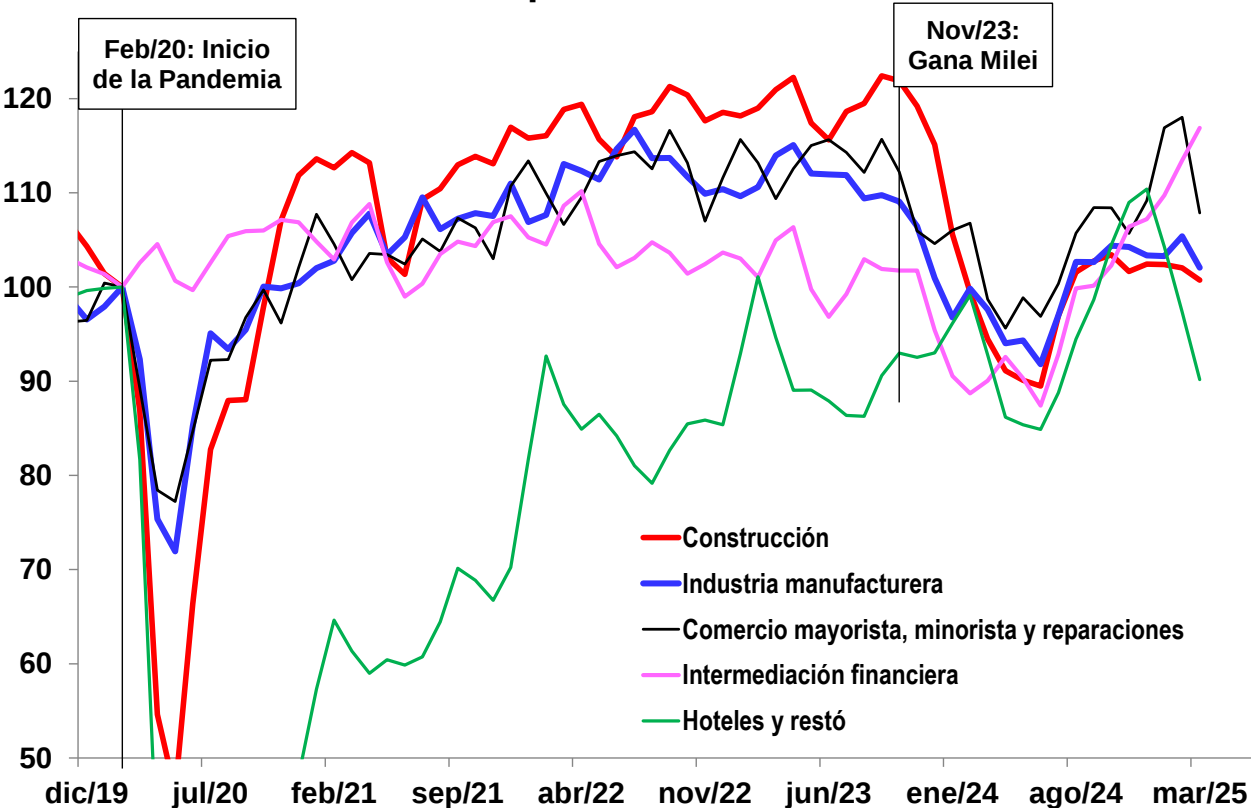
Var% a/a	jun-24	sep-24	dic-24
Consumo privado	-8.8	-3.1	2.8
Prod. Nacionales	-4.2	-0.6	1.4
Prod. Importados	-20.1	-8.7	6.0
Inversión (IBIF)	-29.3	-16.6	1.9
Prod. Nacionales	-28.6	-14.5	-5.8
Prod. Importados	-31.1	-21.7	24.8

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

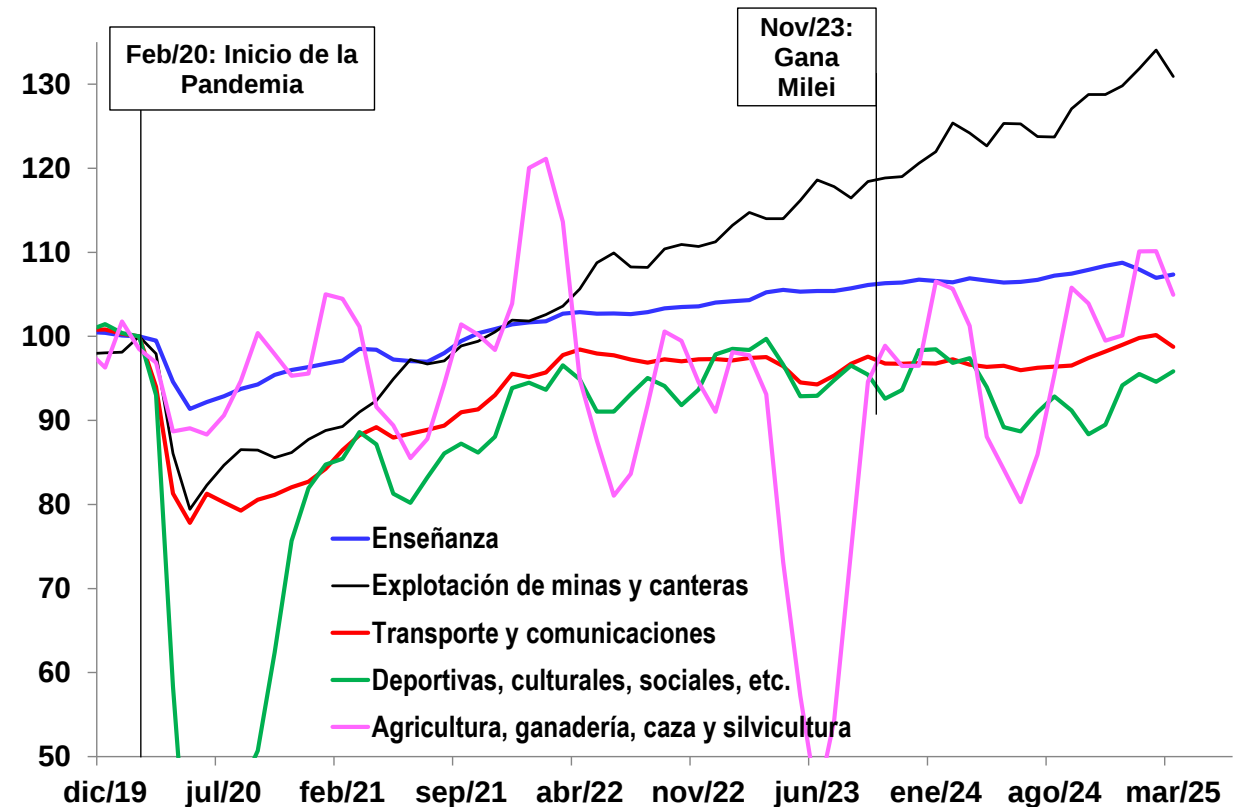


La recuperación económica es heterogénea con gran dispersión sectorial

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



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



I. Claves del Escenario Económico

II. Salida (parcial) del cepo: ¿TMAP?

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

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

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

IV. Escenario 2025-27 y Riesgos

V. Conclusiones

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	

Reservas Brutas, Netas y Líquidas del BCRA

u\$ M	07/12/23 Día previo asunción de Milei	30/12/24 Fin Dic 24	11/04/25 Pre-acuerdo FMI	23/05/25 Últ.dato	Acum. dde el 14/04/25 Var% últ dato vs. 10/01
Reservas Brutas	21,209	29,640	24,704	38,425	13,721
Oro certificado	2,817	3,628	4,126	4,596	
Oro no certificado	1,207	1,555	1,768	1,970	
DEGs	68	5	5	12,123	
Swap Chino no activado	13,299	13,017	13,031	13,190	
Depósito en el BIS	3,001	0	0	0	
SEDESA títulos	1,832	1,946	1,946	1,832	
Reservas Líquidas Totales *	817	11,434	5,774	18,669	12,895
Encajes	9,460	12,237	12,289	13,222	
Resto Reservas Líquidas	-8,643	-803	-6,515	5,447	
Reservas Netas Viejas	-11,279	-2,353	-7,359	5,211	12,571
M4 Privado en pesos / CCL	43,059	105,144	101,564	119,479	
Reservas Brutas / M4	49%	28%	24%	32%	
Reservas Líquidas / M4	2%	11%	6%	16%	

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

El Gobierno cuenta con “poder de fuego” (y respaldo externo) para prolongar un escenario de relativa estabilidad cambiaria

Escenario I Cuasi-Oficial: Con desembolsos de OOI previstos, y colocaciones externas (u\$s9,000 M BCRA + Tesoro)

Escenario II: Con desembolsos de OOI previstos, y colocaciones externas menores (u\$s4,500 M BCRA + Tesoro)

Escenario III: Con desembolsos de OOI al 50%, y colocaciones externas menores (u\$s4,500 M BCRA + Tesoro)

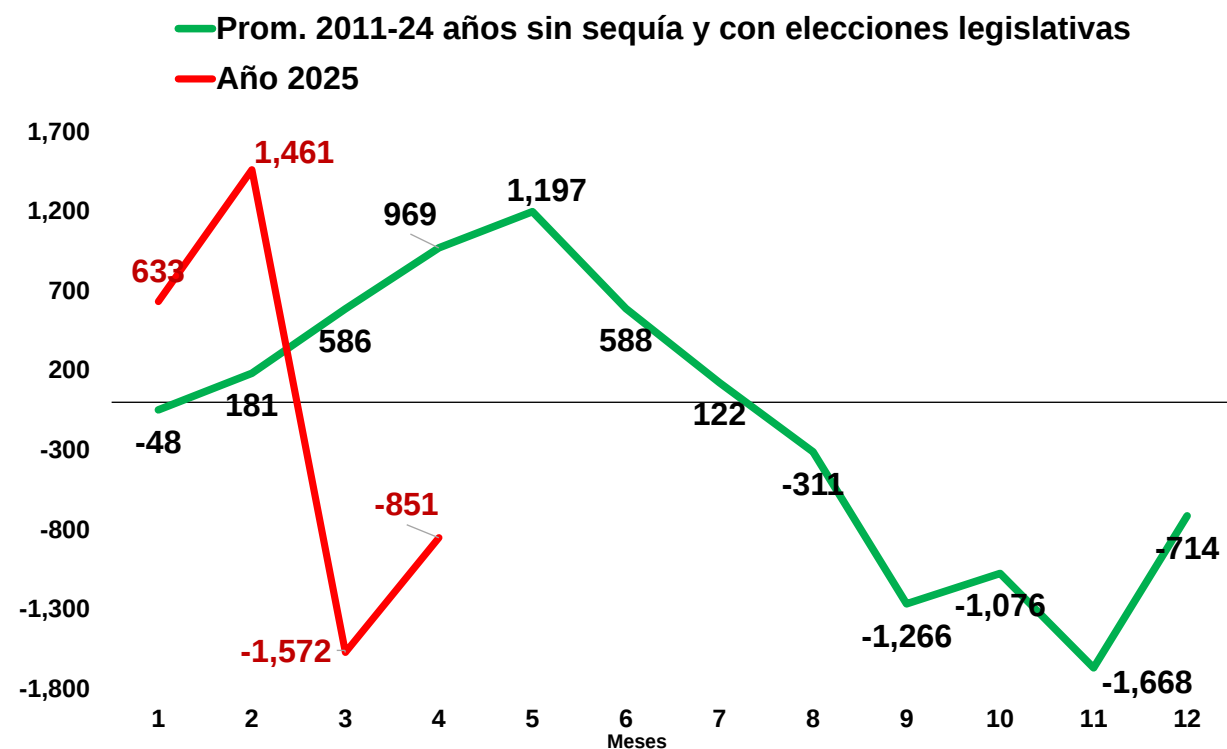
u\$s M Sin compras y ventas de u\$s		Escenario I: Cuasi-Oficial											Escenario II		Escenario III	
		23-may	Resto mayo	jun-25	jul-25	ago-25	sep-25	oct-25	nov-25	dic-25	ene-26	Var ene-26 vs 22-may	ene-26	Var ene-26 vs 22-may	ene-26	Var ene-26 vs 22-may
1 Reservas Brutas		38,425	38,134	43,583	40,334	39,821	40,326	41,400	41,051	42,215	41,644	3,219	38,394	-31	36,535	-1,890
Var (4+5+6-3)			-291	5,449	-3,250	-513	505	1,074	-349	1,164	-571					
2 Reservas Netas		-6,912	-7,202	-1,803	-6,435	-6,961	-6,456	-5,393	-6,056	-4,892	-6,758	154	-10,008	-3,096	-11,866	-4,954
Var (4+5-3)			-291	5,399	-4,631	-527	505	1,063	-663	1,164	-1,866					
3 Vencimientos de deuda pública			291	429	5,048	943	911	353	2,091	253	4,782	15,103	4,782	15,103	4,782	15,103
FMI			0	0	0	655	0	0	655	0	0	1,310				
Organismos Internacionales			79	262	442	243	911	316	391	253	467	3,365				
Bonos del Tesoro			0	0	4,606	0	0	0	0	0	4,316	8,921				
Bonos del BCRA			212	167	0	45	0	38	1,045	0	0	1,506				
4 Compra de dólares				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
5 Financiamiento				5,828	417	417	1,417	1,417	1,429	1,417	2,917	15,257	1,667	12,007	2,470	10,148
5.1 Desembolsos de OOII				2,828	417	417	417	417	1,429	417	417	6,757	417	6,757	1,220	4,898
FMI				2,028					1,012			3,040				
Organismos Internacionales				800	417	417	417	417	417	417	417	3,717	417	3,717	208	1,858
5.2 Repo BCRA				2,000				1,000			1,000	4,000	500	3,000	500	3,000
5.3 Colocaciones del Tesoro Nacional				1,000	0	0	1,000	0	0	1,000	1,500	4,500	750	2,250	750	2,250
Bonos peso link				1,000			1,000			1,000		3,000				
Bonos en dólares				0							1,500	1,500				
6 Aumento de encajes				50	1,382	14	0	11	314	0	1,295	3,065	1,295	3,065	1,295	3,065

La estacionalidad del agro favorece la estabilidad cambiaria (hasta julio)

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



Compra total de dólares del BCRA
Datos mensuales - MULC/MEP/CCL - u\$s M



I. Claves del Escenario Económico

II. Salida (parcial) del cepo: ¿TMAP?

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

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

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

IV. Escenario 2025-27 y Riesgos

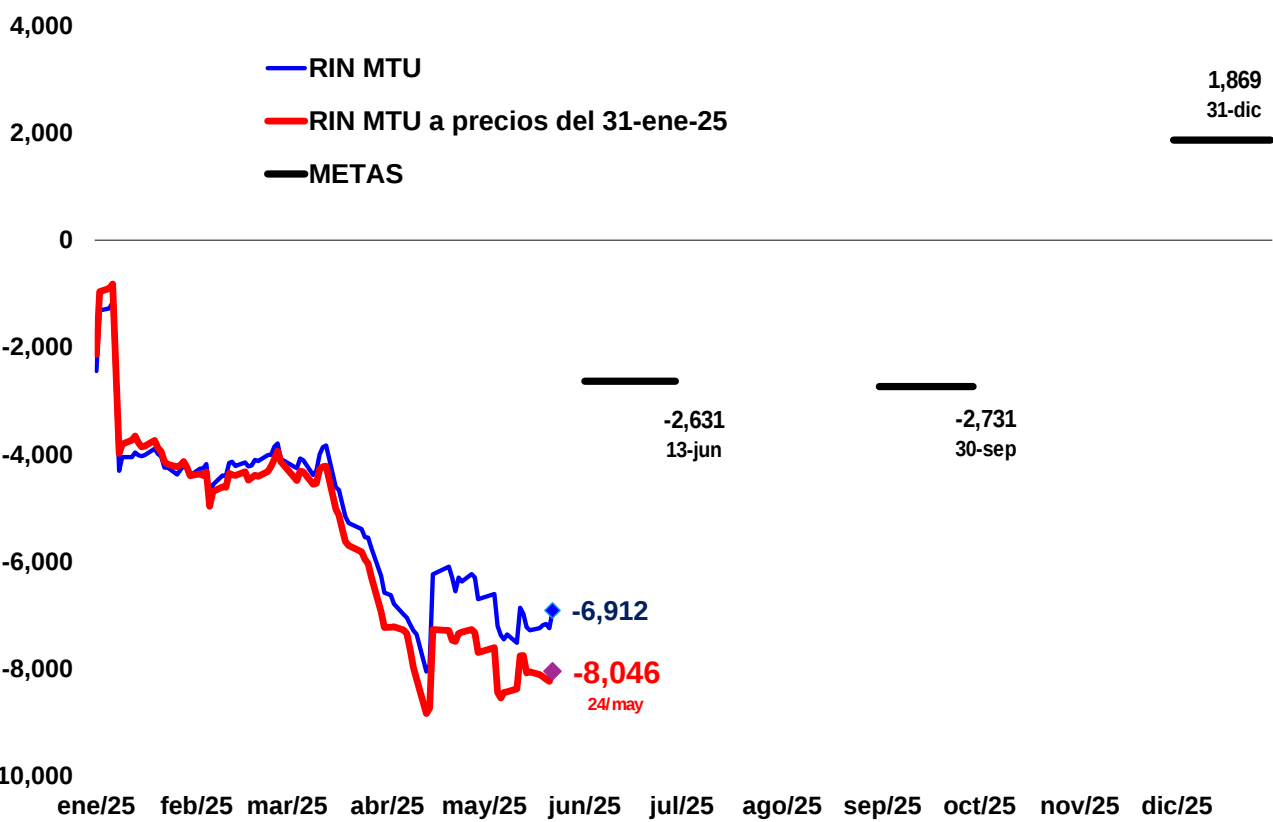
V. Conclusiones

Señales de política económica recientes post acuerdo con el FMI

Políticas	Medidas/decisiones:
Política de Ingresos	✓ Se inducen paritarias al 1% mensual. ✓ Se impulsan incrementos tarifarios menores al 1% mensual. Subieron 0.8% en abril, 1.7% en marzo, 1.9% en febrero y 3.3% en enero. ✓ Se reducen aranceles a las importaciones y trabas al comercio exterior.
Política Monetaria	✓ Se giraron utilidades del BCRA al Tesoro por \$12 billones para remonetizar la economía con pesos.
Política Cambiaria	✓ Se interviene en el mercado de futuros para mantener estable el dólar (y que no suba). ✓ Se anuncia que sólo se comprarán dólares en el MULC sólo en el “piso” de la banda (y no en el centro). ✓ Se compran dólares dentro de la banda con deuda: emitiendo bonos en pesos contra dólares.
Política Fiscal	✓ Se eleva la meta de superávit primario al 1.6% del PBI en 2025 vs 1.3% originalmente previsto (y vs 1.8% de 2024)
Política Tributaria	✓ Se impulsan estímulos impositivos para el uso de los “dólares del colchón” para remonetizar la economía con dólares.

El Gobierno prioriza el objetivo de desinflación sobre el de acumulación de reservas

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



Cumplimiento de la META de RIN con el FMI

Datos acumulados desde el 1° de enero de 2025

Meta RIN *	13-jun-25	30-sep-25	31-dic-25
Objetivo RIN (stock) (1)	-2,631	-2,731	1,869
RIN al 23/05 : (2)	-8,046	-8,046	-8,046
Desvío de RIN vs Obj. (3=1-2)	5,415	5,315	9,915
Desembolsos previstos (4=a+d)	1,991	3,656	4,103
OOII ex FMI (a)=(b)-(c)	491	2,156	2,603
OOII ex FMI ajustados (b)	3,061	4,726	5,173
Desembolsos al 16/05 (c)	2,570	2,570	2,570
Repo (neto del ajustador) (d)	1,500	1,500	1,500
Vencimientos de deuda (5)=(e)+(f)+(g)	626	7,938	10,723
OOII ex FMI (e)	459	2,253	3,213
FMI (f)	0	655	1,310
BONARES / GLOBALES (g)	0	4,606	4,606
BOPREAL (h)	167	423	1,593
Desvío RIN vs Obj. con los Desembolsos previstos y los próx. vencimientos de deuda (6) (6)=(3)-(4)+(5)	4,050	9,597	16,535
Financiamiento adicional en análisis por el Gobierno para cumplir RIN (7)	1,500	4,500	7,000
Bono pesos link (i)	1,500	3,000	4,500
Repo del BCRA adicional (j)	0	1,500	2,500
Desvío RIN vs Obj. con los Desembolsos previstos y los próx. vencimientos de deuda (8) (8)=(6)-(7)	2,550	5,097	9,535

Se busca remonetizar la economía con los dólares del “colchón”

Últimos dos Blanqueos exitosos:

	Blanqueo 2016-17		Blanqueo 2024-25 *	
	u\$s M	% Total	u\$s M	% Total
Activos regularizados	116,800	100%	23,321	100%
Inversiones	55,900	48%	0	48%
Extranjeras	54,782	47%		47%
Domésticas	1,118	1%		1%
Depósitos bancarios	33,600	29%	20,631	29%
Extranjeras	25,872	22%		22%
Domésticas	7,728	7%	20,631	7%
Propiedades	20,500	18%	0	18%
Extranjeras	10,500	9%		9%
Domésticas	10,000	9%		9%
Otros activos	6,800	6%	2,690	6%
Total exterior	93,194	80%	807	80%
Total local	23,606	20%	22,514	20%
DDJJs	254,700		152,820	
DDJJ prom. (u\$s)	458,579		152,604	
Recaudación (u\$s M)	9,500		267	
% PBI	1.7%		0.3%	
Penalidad promedio:	8%		1%	

Remonetización en dólares

Estimación muy preliminar

en u\$s M	Activos en el exterior	Declarado	% del total
A. Activos	399,996	108,283	27%
1. Inversión directa	51,570	6,405	12%
2. Inversión de cartera	102,397	34,573	34%
4. Otra Inversión	246,029	67,305	27%

* En base la estimación oficial que preve ingresos tributarios por 0.3% del PBI.

Todo manteniendo el ancla fiscal. El Gobierno apunta a un superávit primario al 1.6% del PBI mayor al originalmente previsto (1.3% PBI)

Sector Público Nacional - base caja

SPN \$ MM	4M-25 \$ MM	4M-24 \$ MM	Var.% nom	Var.% a/a Real	4M-25 % PBI	4M-24 % PBI	Var.pp PBI	4M-23 % PBI
INGRESOS	40,656	24,597	65.3	-1.6	15.5	15.9	-0.4	16.1
Tributarios totales	37,893	22,224	70.5	1.5	14.4	14.4	0.0	14.6
Tribut. sin ret.e imp PAIS	35,581	18,446	92.9	14.8	13.5	11.9	1.6	13.7
Der. s/exportaciones	2,318	1,527	51.8	-9.7	0.9	1.0	-0.1	0.6
Impuesto PAÍS	-6	2,251	-100.3	-100.2	0.0	1.5	-1.5	0.4
Rentas de propiedad y otros	2,763	2,373	16.4	-30.7	1.1	1.5	-0.5	1.5
GASTO PRIMARIO	35,453	20,463	73.3	3.1	13.5	13.2	0.2	18.5
Prestaciones sociales	21,119	10,181	107.4	23.5	8.0	6.6	1.4	8.6
Salarios	4,963	3,189	55.6	-7.4	1.9	2.1	-0.2	2.4
Bienes y Servicios	1,517	686	121.1	31.6	0.6	0.4	0.1	0.6
Planes sociales	2,818	2,696	4.5	-37.8	1.1	1.7	-0.7	1.9
Subsidios económicos	1,705	2,049	-16.8	-50.5	0.6	1.3	-0.7	1.9
Energía	766	1,468	-47.8	-68.9	0.3	0.9	-0.7	1.4
Transporte y otros	903	530	70.5	1.5	0.3	0.3	0.0	0.5
Gastos de capital	758	396	91.2	13.8	0.3	0.3	0.0	1.6
Transferencias a provincias	817	211	288.0	130.9	0.3	0.1	0.2	0.5
Déficit Empresas Públicas	1,757	1,055	66.4	-0.9	0.7	0.7	0.0	1.0
Res PRIMARIO (FMI)	5,203	4,133	26	-25.1	2.0	2.7	-0.7	-2.4
Intereses netos	3,321	2,983	11.4	-33.7	1.3	1.9	-0.7	1.9
RESULTADO FISCAL	1,882	1,151	64	-2.7	0.7	0.7	0.0	-4.2

Memo Items: IPC Nacional, var % 68.0%

META FMI ISem: \$6,070 mil

Resultado fiscal Total

\$ Billones	Superávit primario	Interés caja	Superávit fiscal	Interés capitalizado	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
abr-25	0.85	0.27	0.57	4.56	-3.98
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 Abr/25	11.48	8.98	2.50	32.24	-29.74
% PBI	1.7%	1.3%	0.4%	4.8%	-4.4%

I. Claves del Escenario Económico

II. Salida (parcial) del cepo: ¿TMAP?

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

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

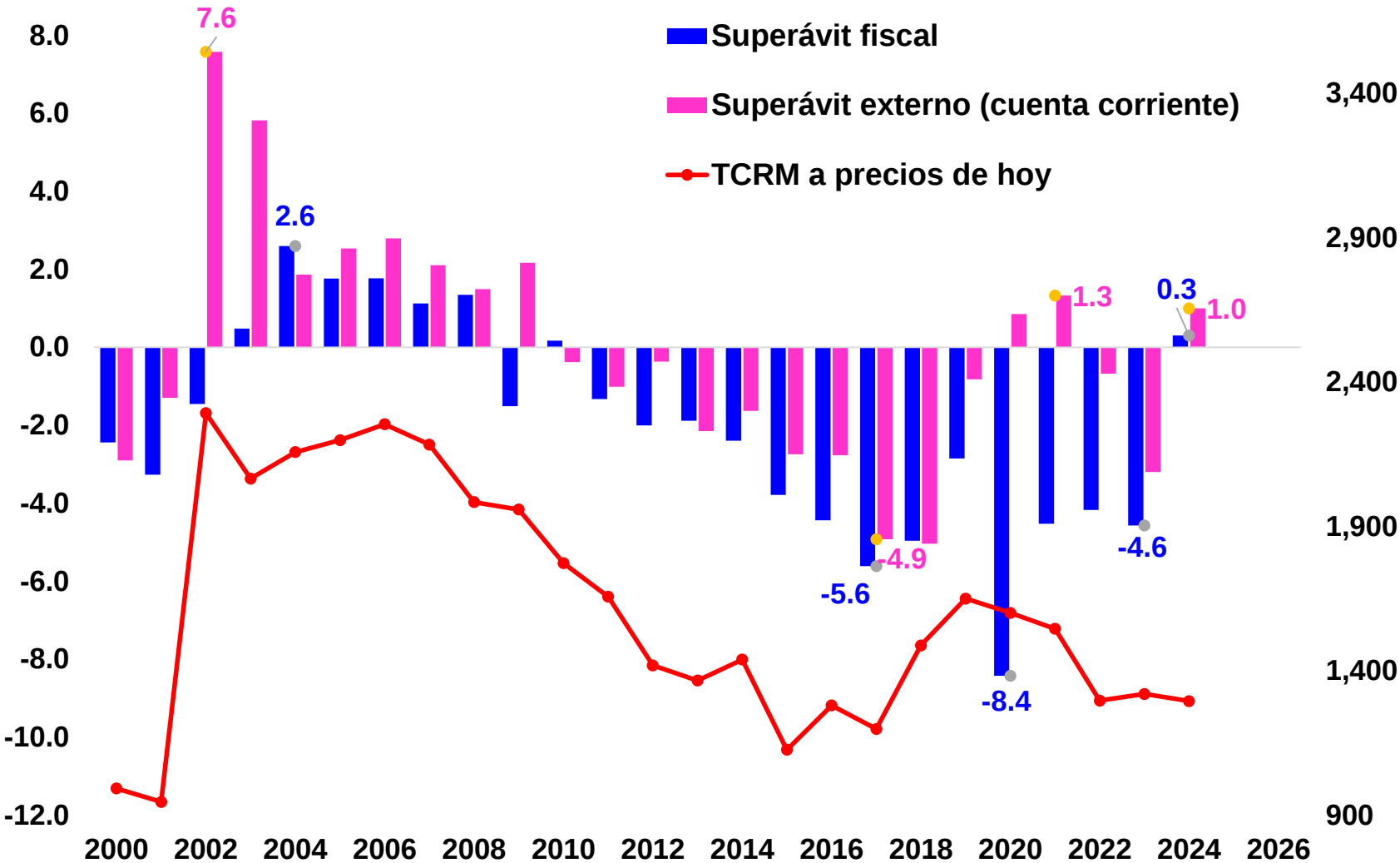
- Capacidad de disuasión en el corto plazo
- Decisiones políticas económica recientes

IV. Escenario 2025-27 y Riesgos

V. Conclusiones

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

Superávits Gemelos y Tipo de Cambio Real en % del PBI

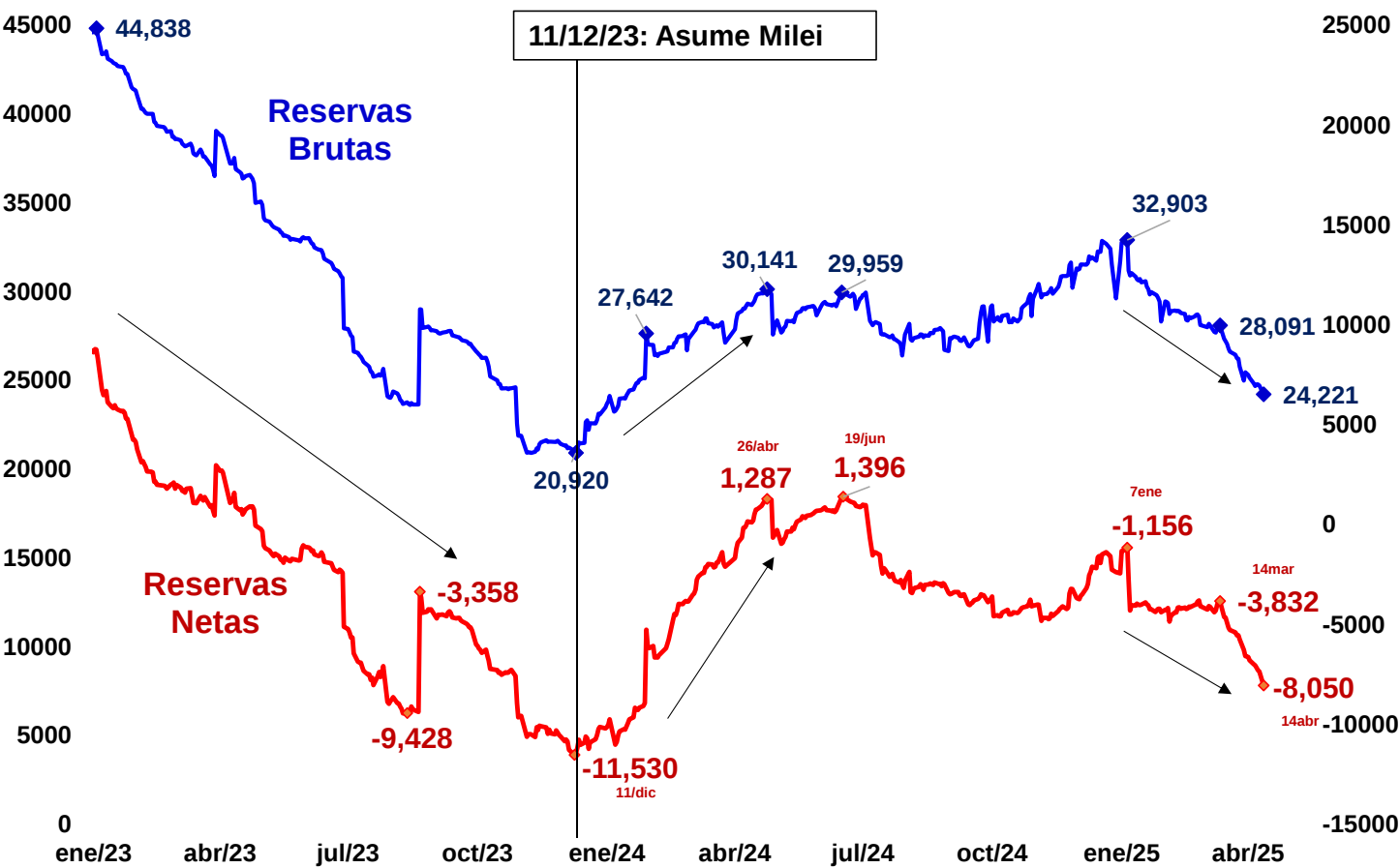


Superávit Gemelos

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

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

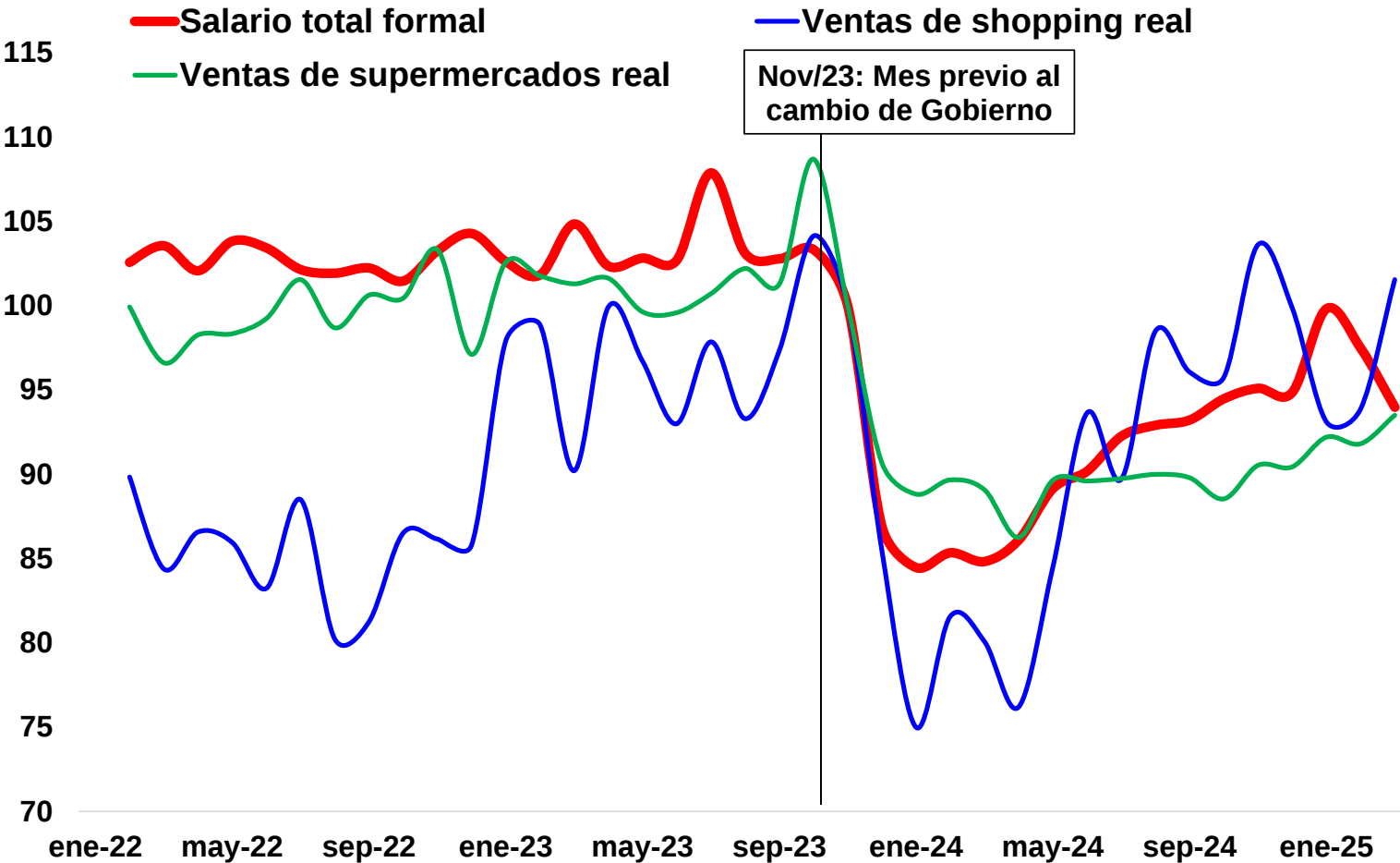
Datos en u\$s M	Gestión Milei	Dinámica reciente I
	14/4/25 vs. 11/12/23	14/4/25 vs. 10/1/25
Reservas Brutas - variación:	3,012	-6,817
Compra de dólares en el MULC	22,959	612
Encajes bancarios	3,109	-2,865
Pago de deuda del Gobierno Nacional	-15,829	-2,338
Organismos internacionales	-5,569	-1,487
Títulos 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

Los salarios pierden dinamismo la recuperación del consumo es dispar con productos importados que se abaratan respecto de los locales

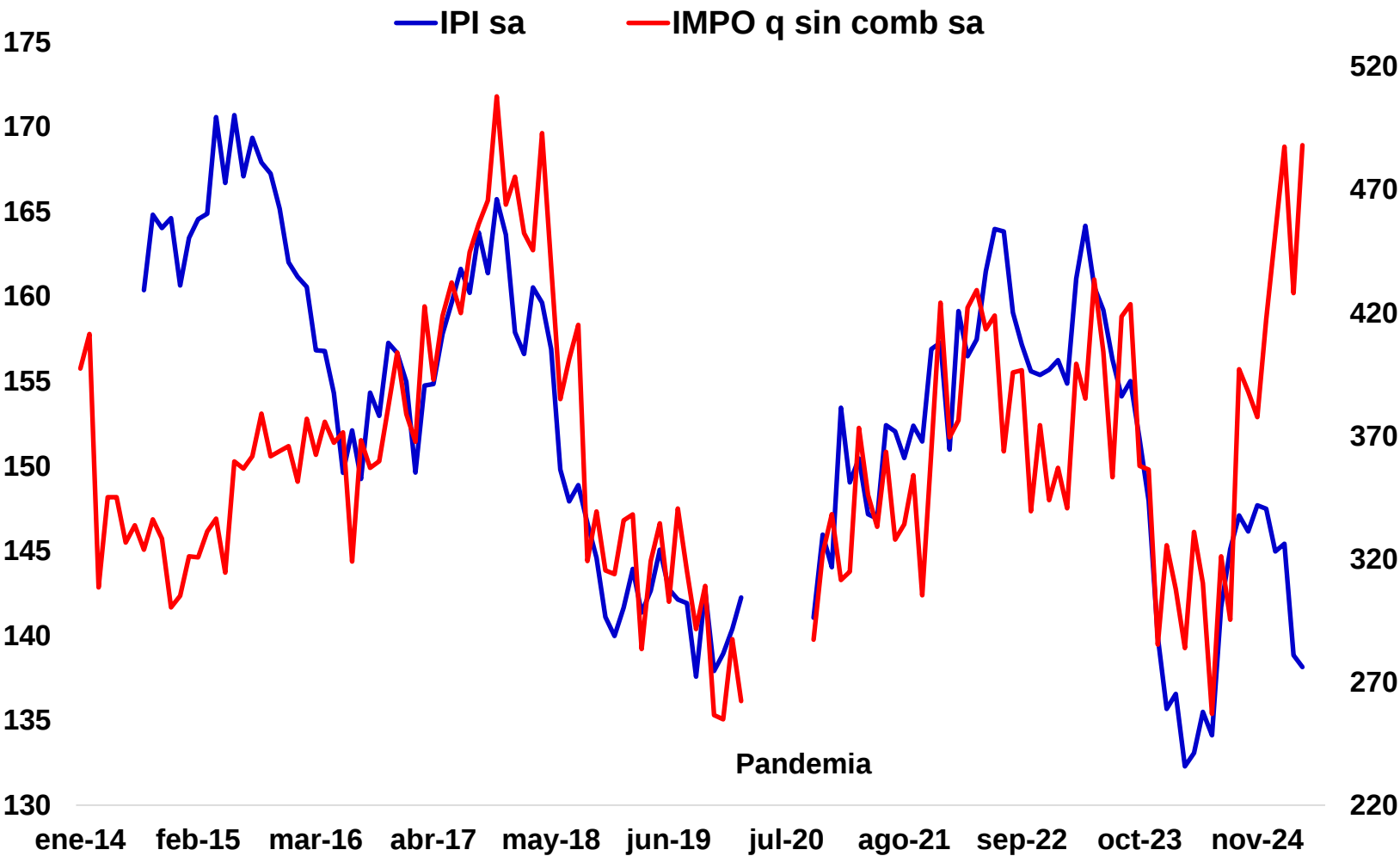
El salario real se quedó y el consumo se estabiliza

Datos reales - Base nov/2023



La demanda de importaciones crece y la actividad industrial está amesetada

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



Actividad Económica: Gran dispersión sectorial

	EMAЕ - INDEC Variación % a/a	Mar-25 vs.	
		mar-24	mar-23
520	EMAЕ (Proxy PBI)	5.6	0.6
470	Agricultura, ganadería, caza y sil	6.0	13.9
	Electricidad, gas y agua	-4.3	-1.5
	Explotación de minas y canteras	5.7	15.4
	Transporte y comunicaciones	1.5	1.9
420	Enseñanza	0.6	2.3
	Servicios sociales y de salud	-0.3	0.7
	Admin. pública y defensa; y otros	-1.1	-0.6
	Act.inmobiliaria, empresarial y otros	4.0	2.4
370	Otras act. comunitarias y otros	-0.8	-3.7
	Hoteles y restaurantes	-3.6	-4.2
	Intermediación financiera	29.3	11.0
320	Pesca	7.0	15.2
	Comercio mayorista, minorista y repar	9.3	0.0
	Industria manufacturera	4.2	-9.3
	Construcción	9.9	-15.9
270	% de Sectores con variación % >0	67%	60%

I. Claves del Escenario Económico

II. Salida (parcial) del cepo: ¿TMAP?

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

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

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

IV. Escenario 2025-27 y Riesgos

V. Conclusiones

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

Gobierno	Resto (FMI)
• Con TC flotante ya no es tan necesario contar con Reservas en el BCRA. Por tanto, no es necesario acumular RIN. • Si tengo equilibrio fiscal, cae D/PBI y el riesgo país. Por tanto, tarde o temprano se recupera el acceso al crédito externo voluntario. • Encima, tras el acuerdo hay reservas, lo cual ayuda en la transición.	• Con acumulación de RIN y cuando los acreedores vean muchos dólares en las reservas, van a volver a ofrecer crédito externo.

I. Claves del Escenario Económico

II. Salida (parcial) del cepo: ¿TMAP?

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

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

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

V. Escenario 2025- ¿y ahora qué?

VI. Conclusiones

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

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

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

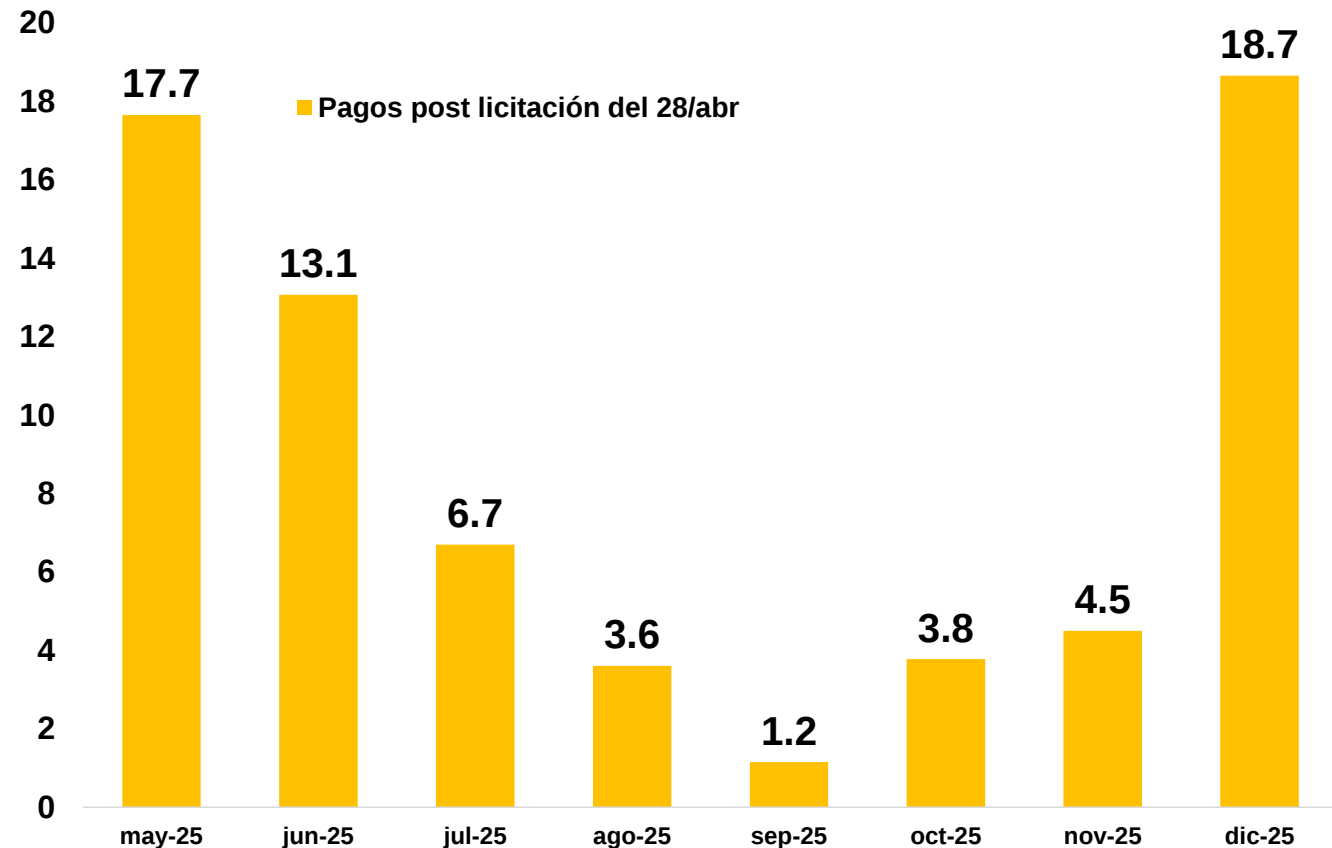
Últimas licitaciones del Tesoro

Fecha	Monto colocado	Vencimientos	Rollover		Plazo promedio	Tasa de interés LECAP	
			\$ B	%		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

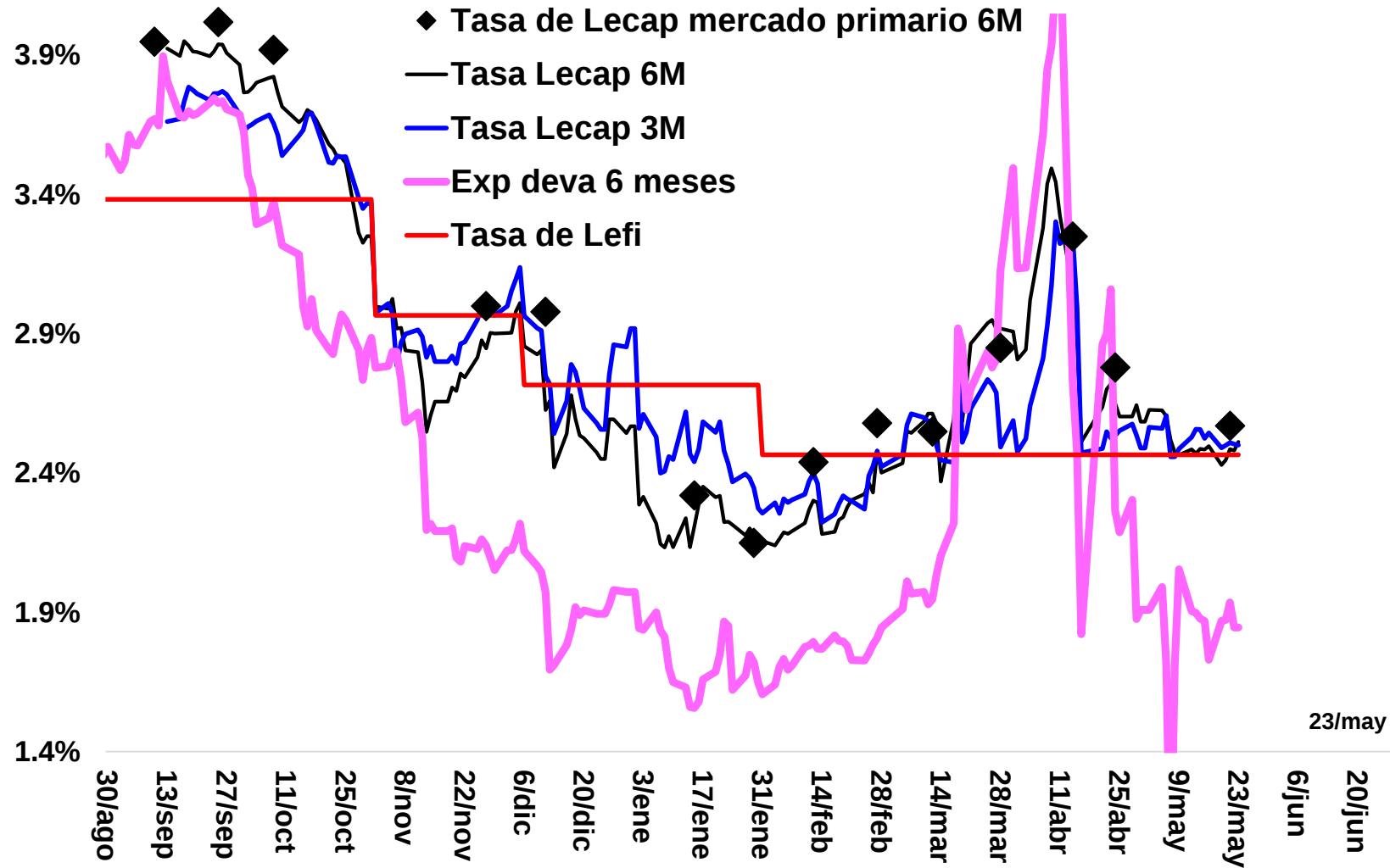
Vencimientos de deuda local del Gobierno Nacional

Datos en billones de pesos



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

Tasas de interés en pesos vs Tasa de devaluación esperada
TEM



I. Claves del Escenario Económico

II. Salida (parcial) del cepo: ¿TMAP?

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

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

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

V. Escenario 2025- ¿y ahora qué?

VI. Conclusiones

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

Balance del Sistema Financiero

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

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

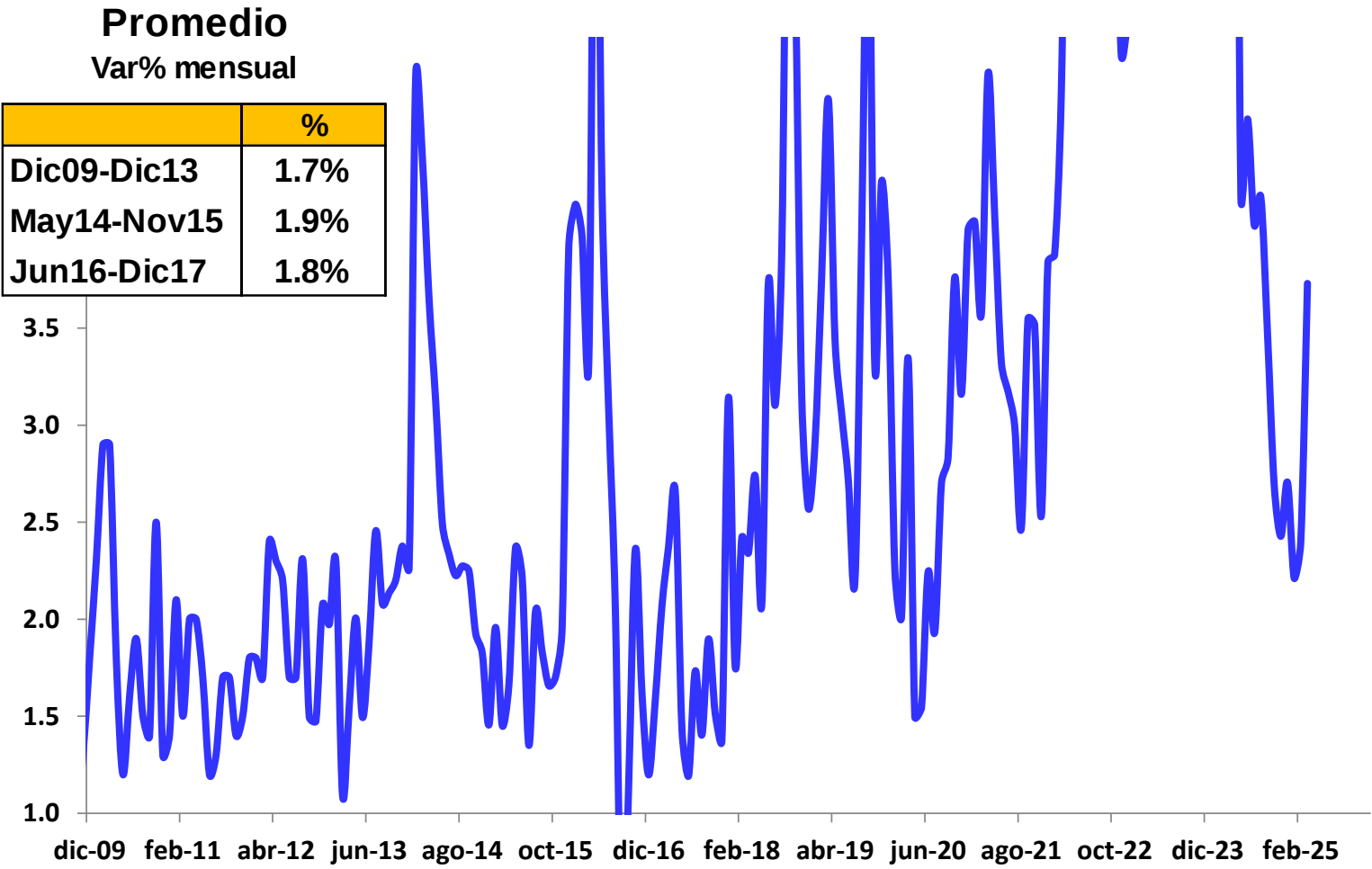
Reservas Brutas, Netas y Líquidas del BCRA

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

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

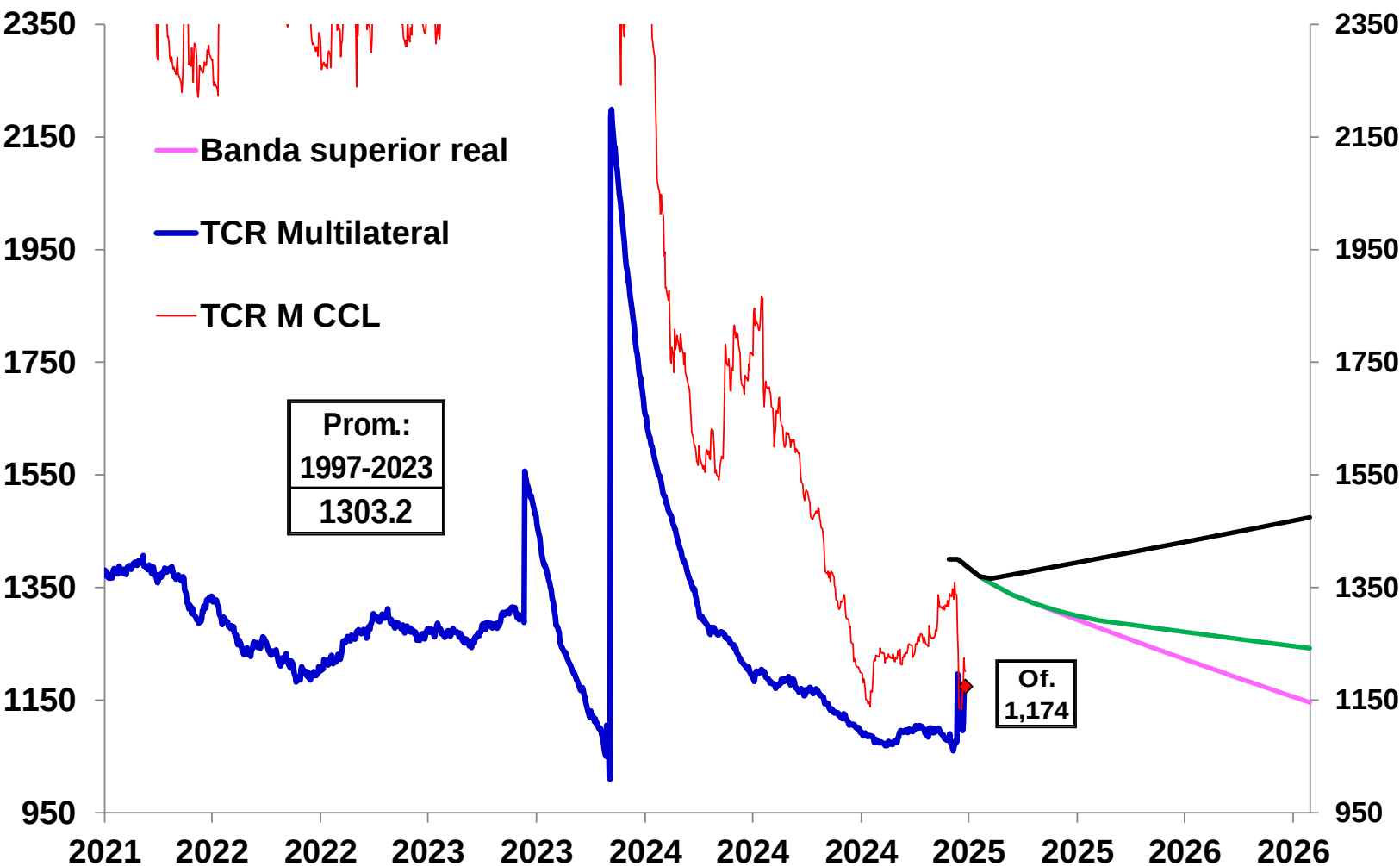
¿Con la nueva política monetaria y cambiaria, puede bajar más la tasa de inflación?

Tasa de inflación mensual
Datos 2009 - 2025 - Var% m/m



Un escenario de estancamiento inflacionario condicionaría el éxito del programa

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



Techo de la Banda con inflación ... Simulaciones 2025

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



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

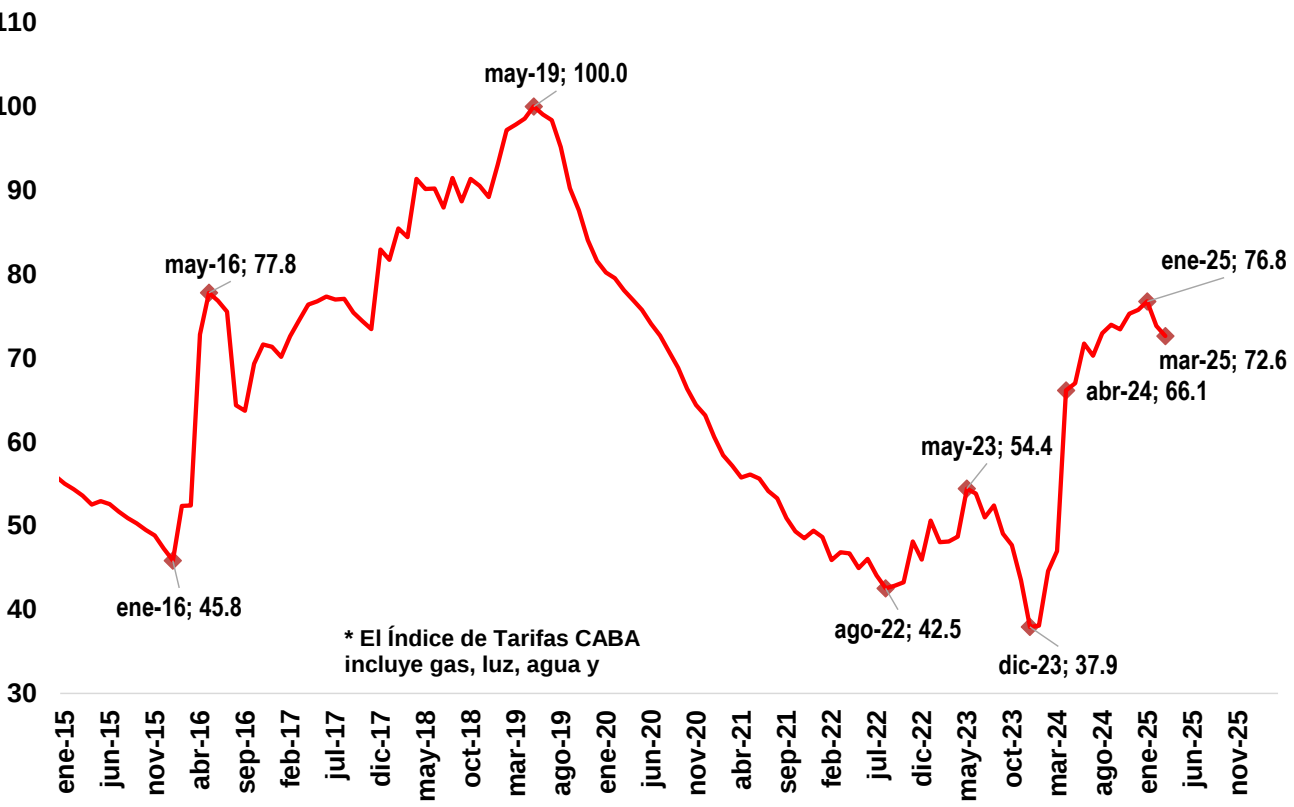
POLÍTICA SALARIAL: El ritmo de recuperación salarial se modera en el margen

Salarios - var% mensuales recientes

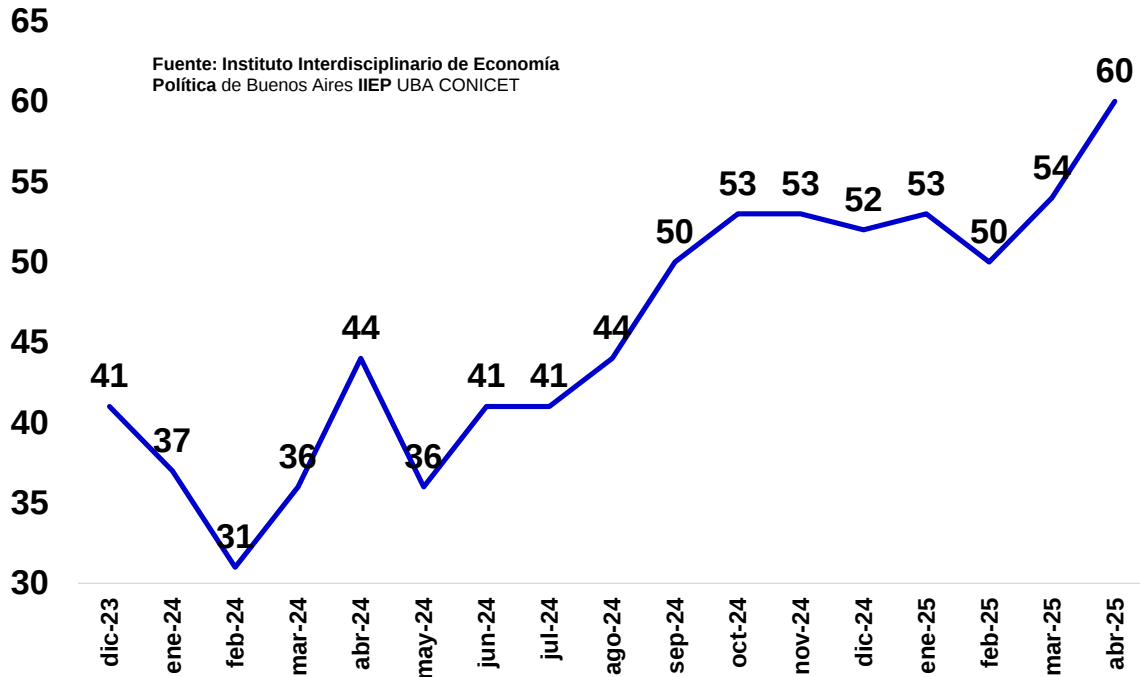
	IPC	Salarios RIPTE			Salario privado formal				Salario públicos			Salarios en dólares (TCN Oficial)		
	Var%	Nivel real	Var% nom	Var% real	Nivel real	Var% nom	Var% real	Var% u\$s	Nivel real	Var% nom	Var% real	RIPTE	Privado Formal	Público Formal
nov-23	12.8%	100.0	6.3%	-5.8%	100.0	9.9%	-2.5%	8.9%	100.0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

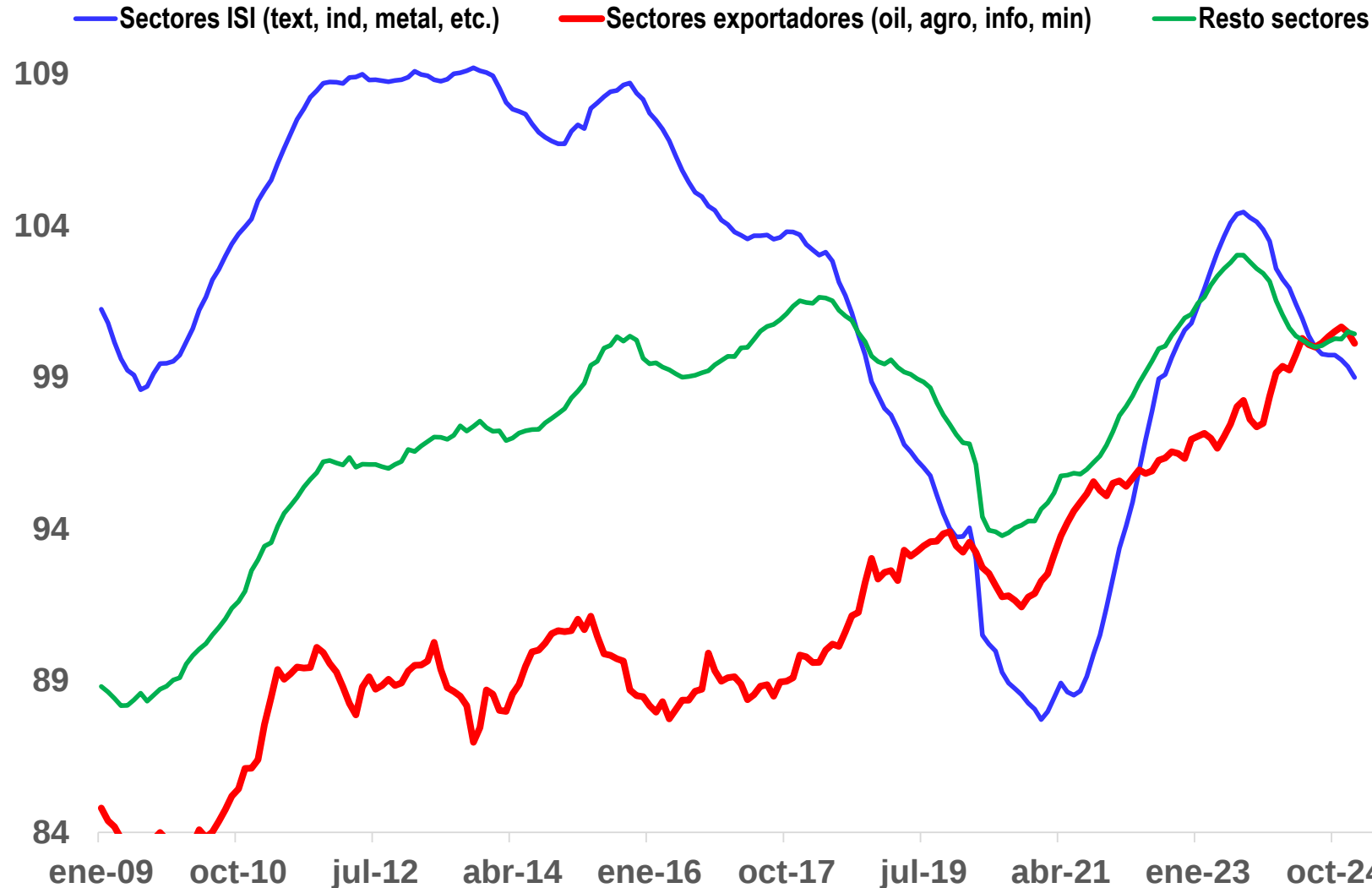


Fuente: Instituto Interdisciplinario de Economía
Política de Buenos Aires IIEP UBA CONICET

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

Demanda de empleo formal

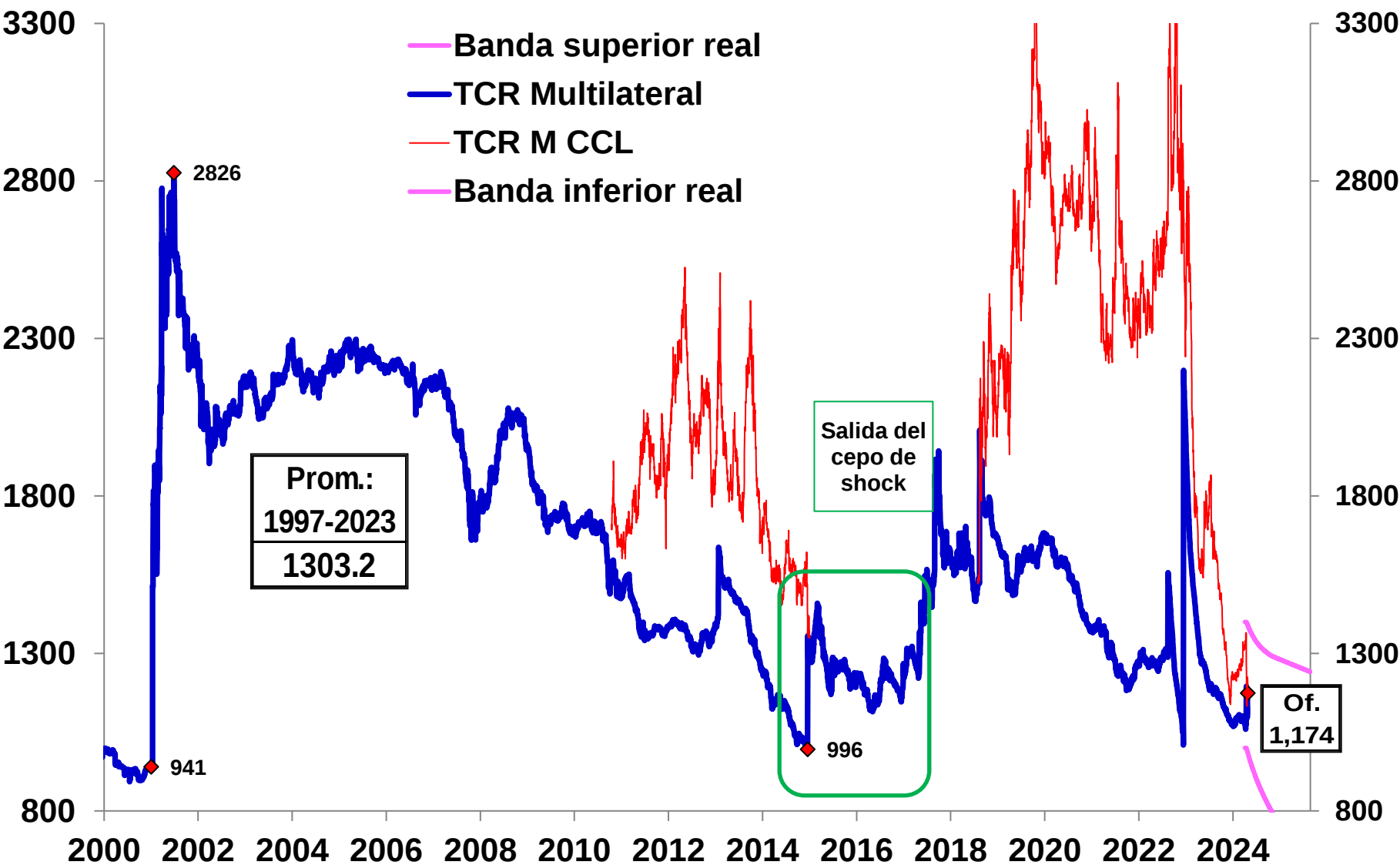
base julio 2024 = 100, datos s.e.



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

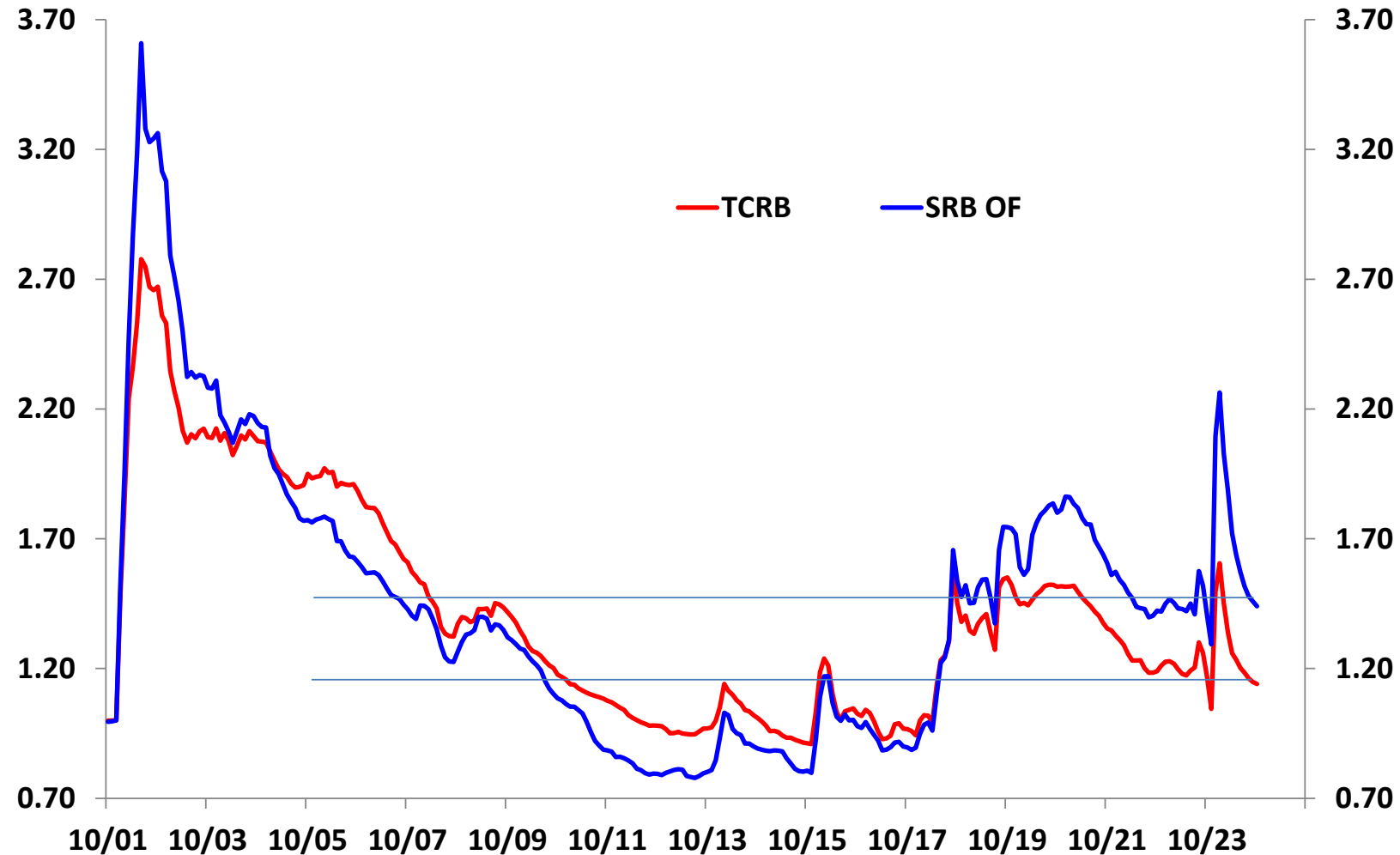
blanqueo

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)

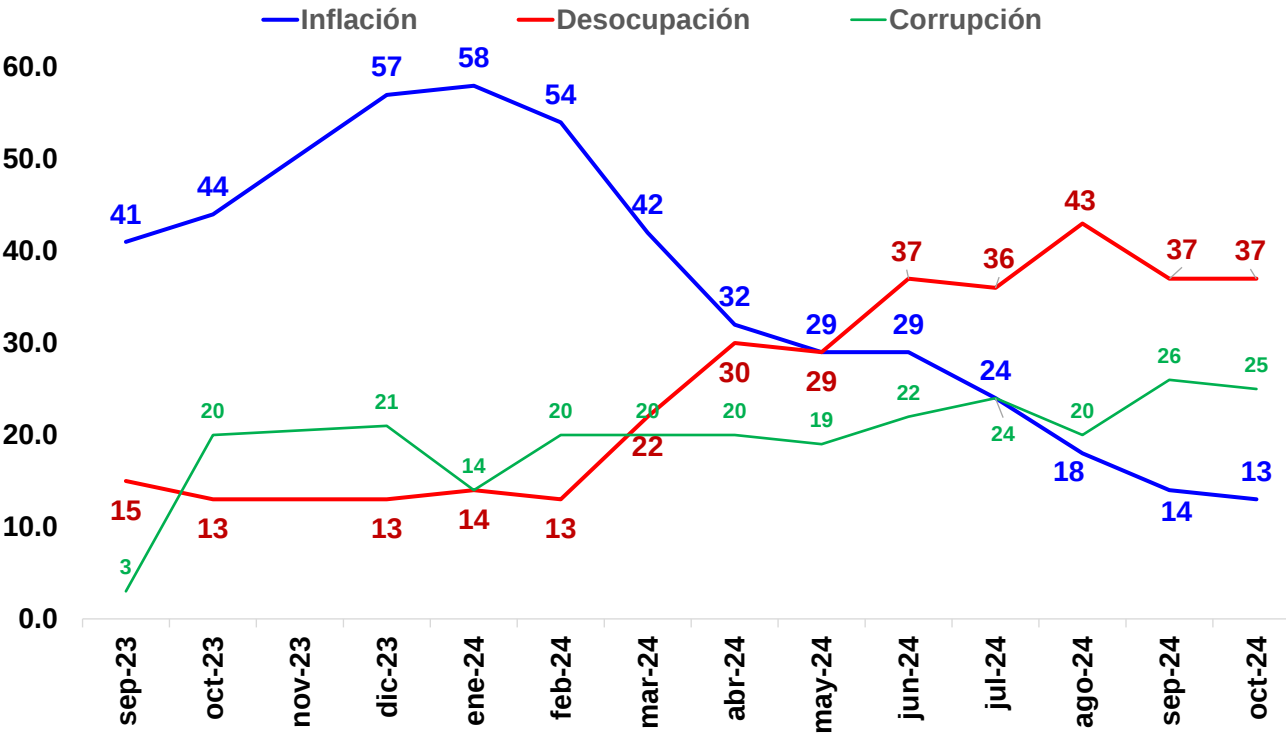
Salario Real Bilateral Arg / EE.UU.



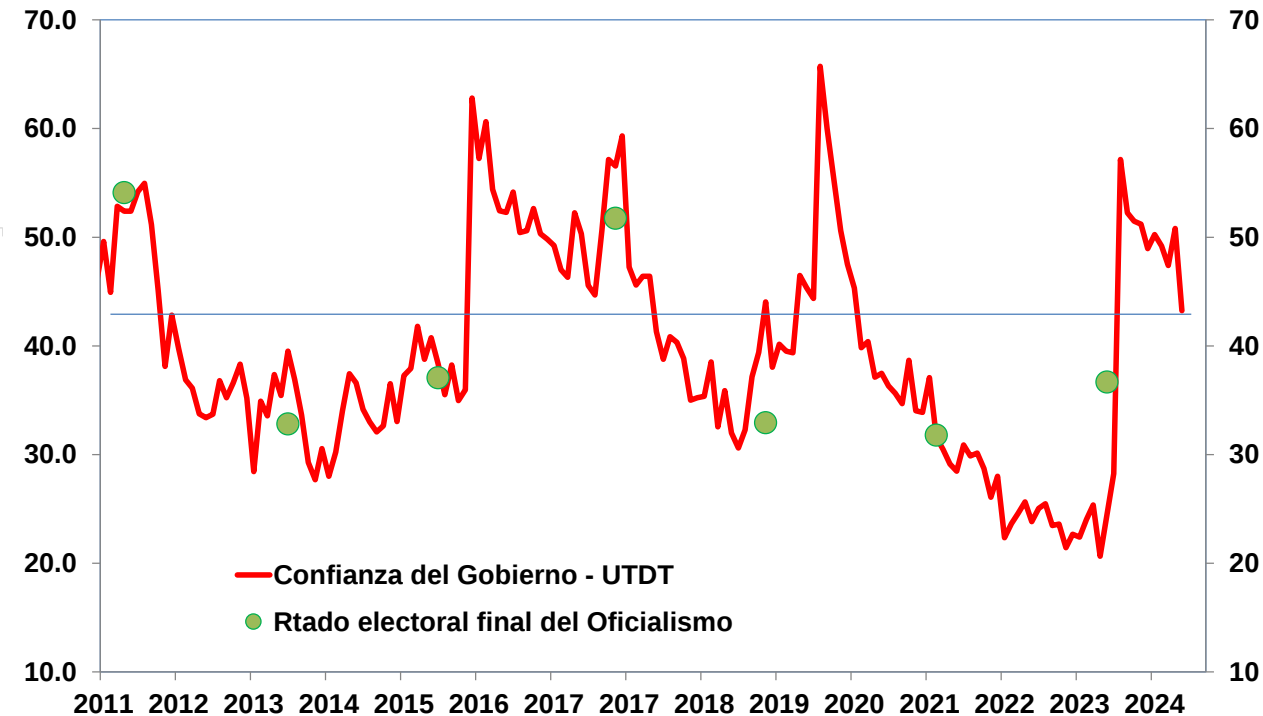
Cambian las principales preocupaciones de la población y luna de miel política inicial comienza a ceder

Principales preocupaciones de la población

Sondeo Opina Argentina



Proxy Imagen Positiva Gobierno (UTDT) y Elecciones



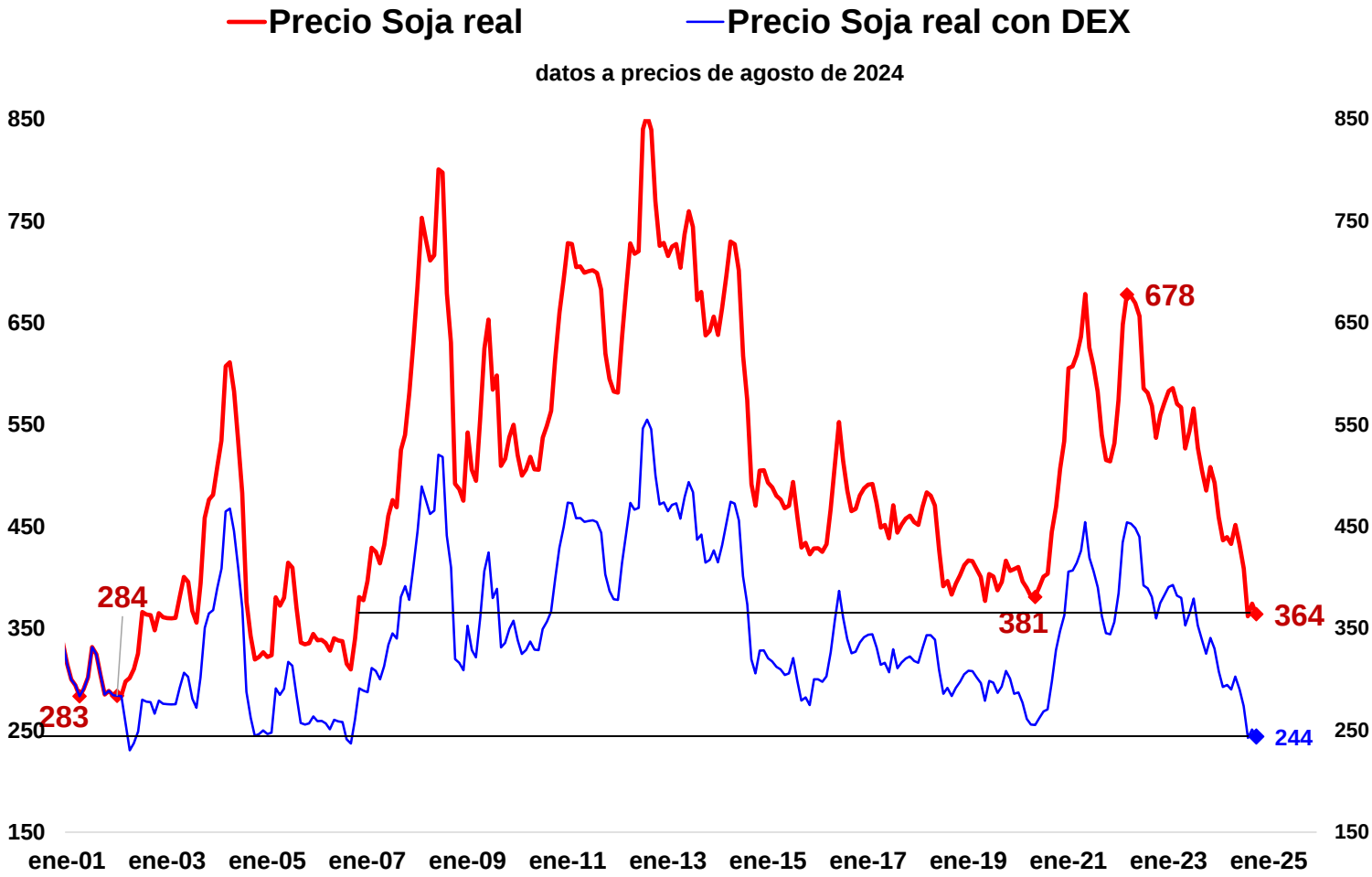
¿Es este el TCR que puede ser el de equilibrio “para el sector productivo”? Si lo depuramos por productividad ...

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



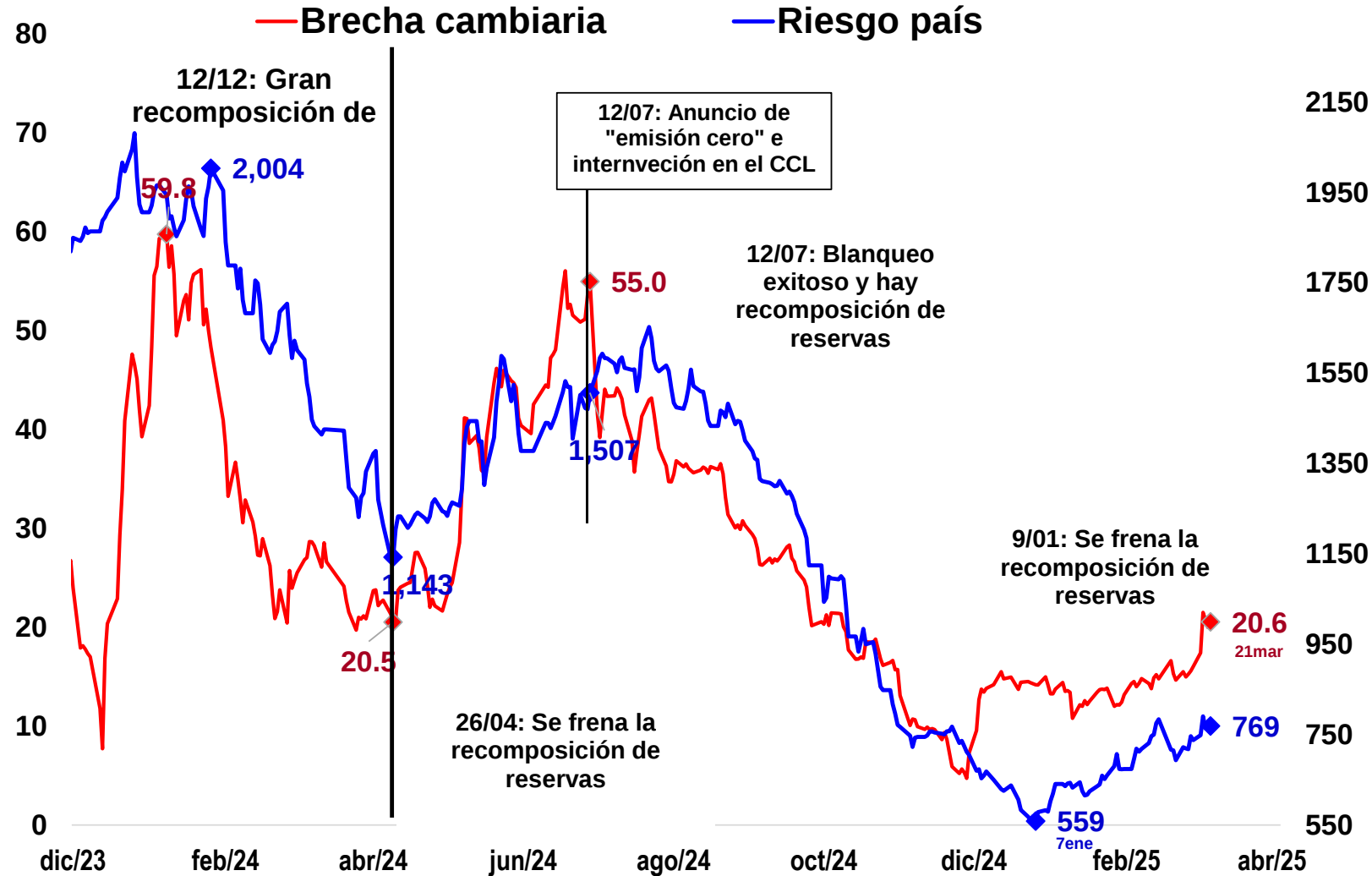
Clave II: El Gobierno tiene pánico a un *Money overhang* (lo cual puede gatillar una crisis cambiaria)

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.**

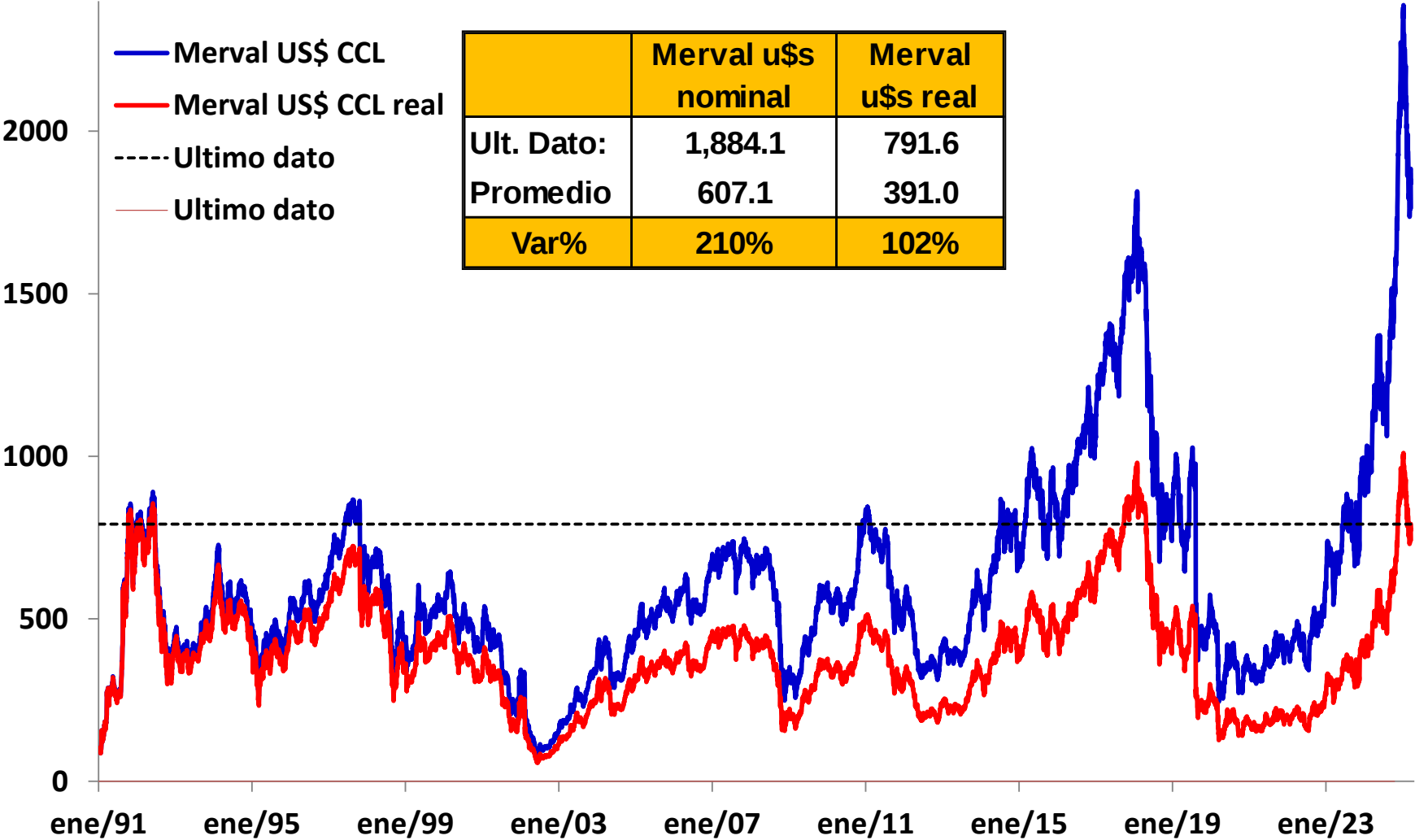
Boom financiero local: Se derrumban la brecha y el riesgo país

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)

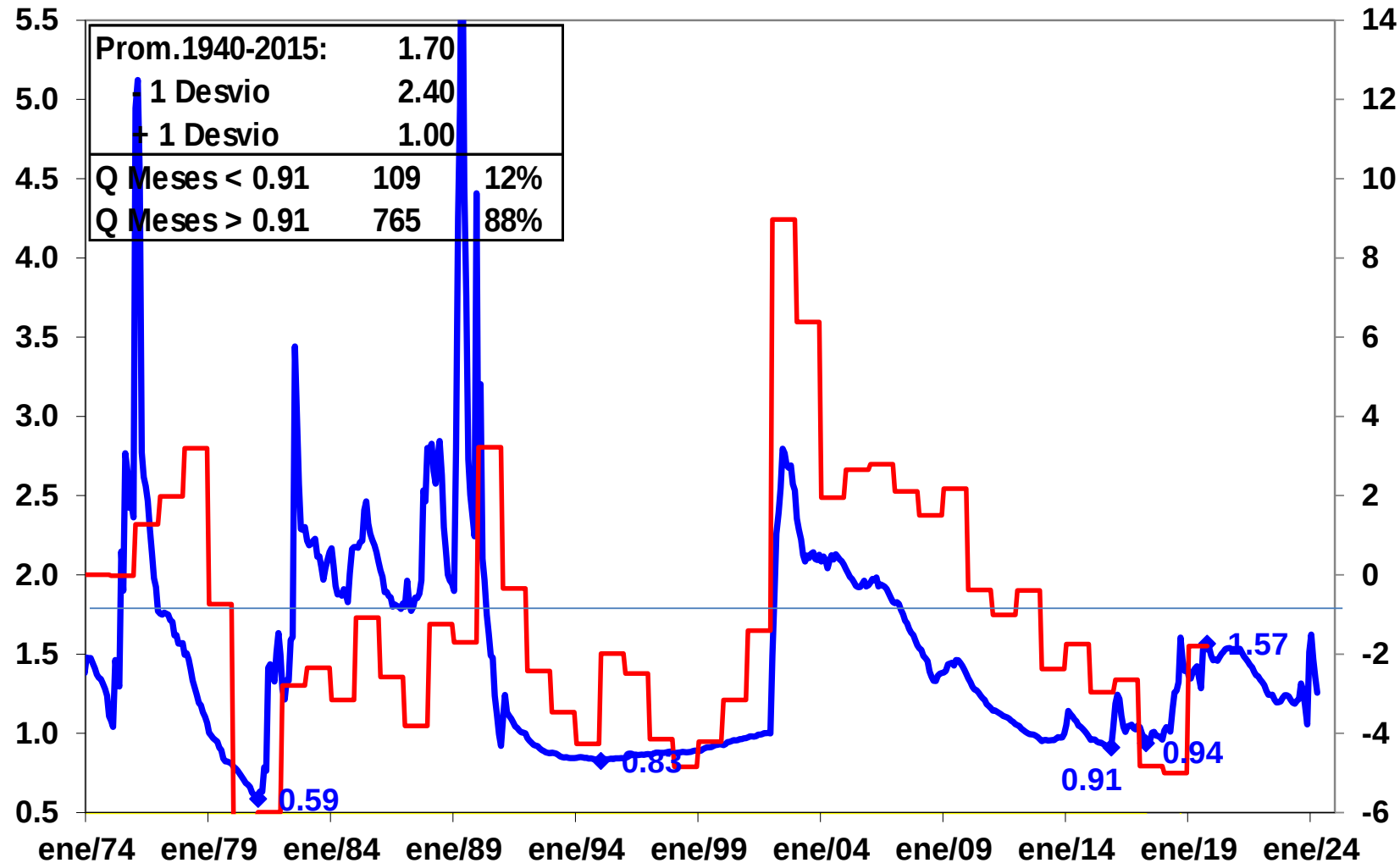
POLÍTICAS	OBJETIVOS / EFECTOS
✓ Se reafirma la política déficit cero y emisión cero. ✓ Se reafirma la política del blend y del crawl al 2% yendo al 1% cuando la inflación alcance el 2%. ✓ Se decide la intervención en el CCL para reducir la brecha esterilizando los pesos emitidos por compra de dólares (\$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

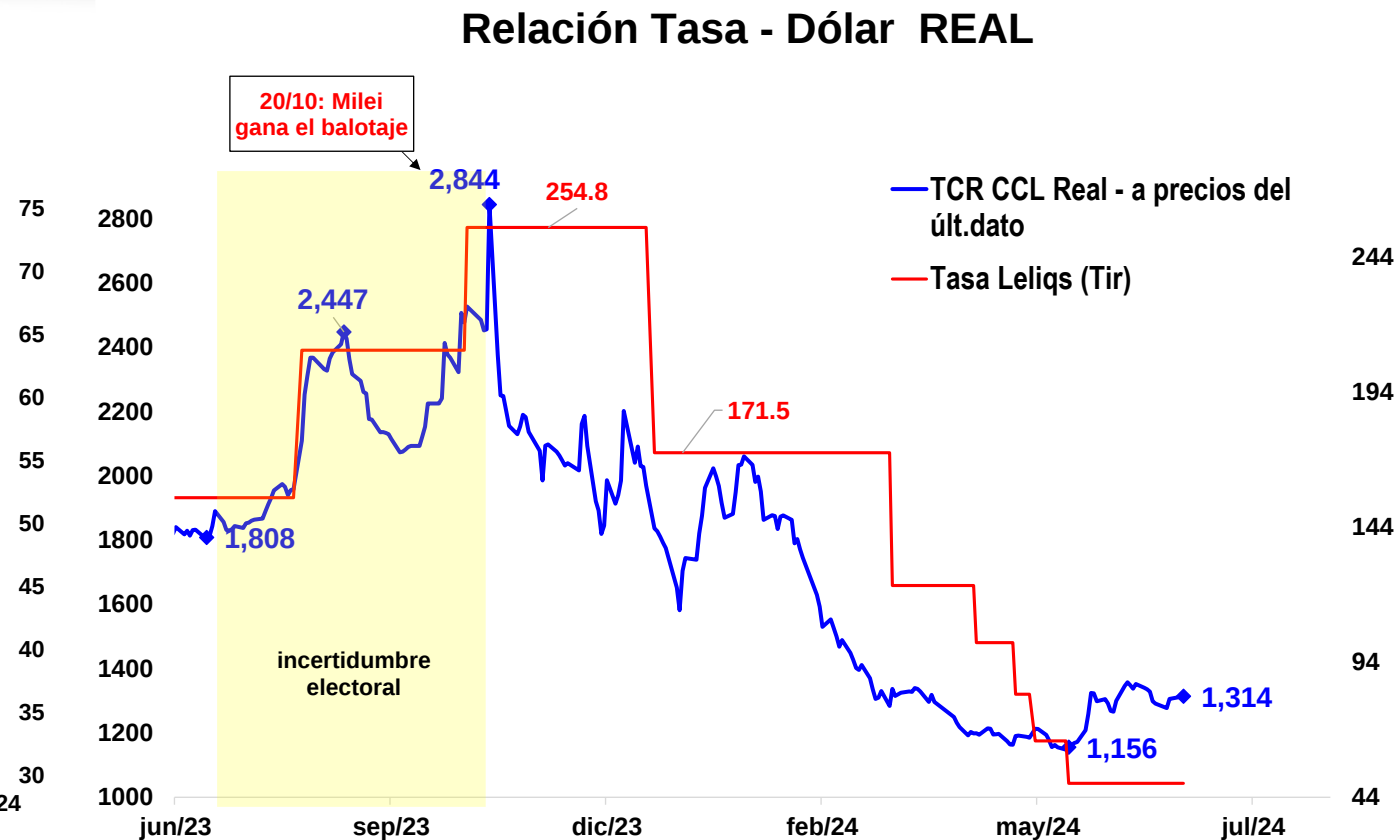
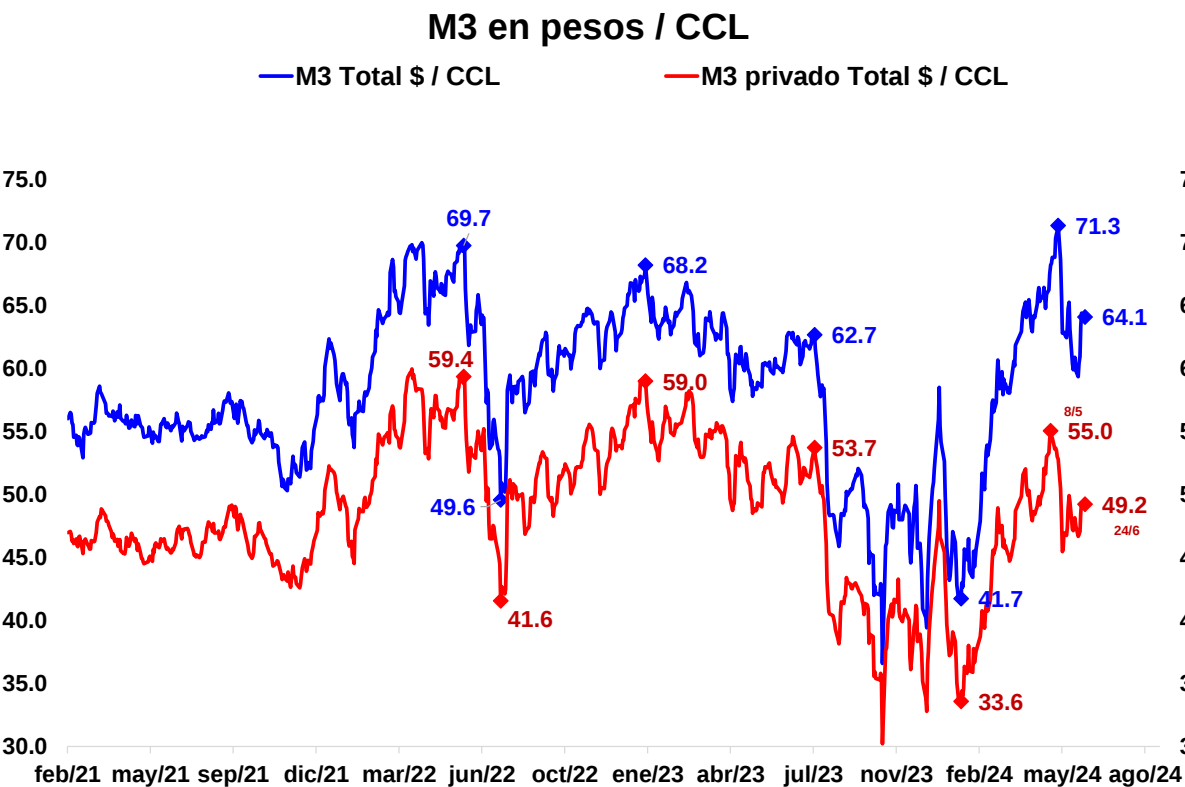
TCReal EE.UU. - Base dic/2001- Cuenta Corriente en % PBI (eje der)



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

Un Gobierno que por cuarta vez sale de una encerrona macro

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

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