

FORMOSA
CFI
SEGUIMIENTO MACRO MONETARIO E IMPACTO FEDERAL
Segunda Revisión de ESCENARIO BASE DE PROGRAMACIÓN MONETARIA
INFORME FINAL (IF)
MARZO DE 2024

Grupo de Expertos: Miguel Pesce, Pablo Moldovan, Daniela Bossio y Germán Feldman.

ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN	3
2. ESCENARIO BASE	4
2.1. Supuestos del Modelo	4
2.2. Resultados de la revisión	6
2.2.1. PRECIOS	6
2.2.2. ACTIVIDAD	10
2.2.3. RESULTADO FISCAL	13
2.2.4. SECTOR EXTERNO	18
2.2.5. AGREGADOS MONETARIOS	23
3. RESULTADOS DEL EJERCICIO DE PROGRAMACIÓN	30
3.1. Cierre monetario	30
3.2. Cuadro Escenario Base (2da revisión)	35
4. CONCLUSIONES DEL EJERCICIO DE PROGRAMACIÓN	36
4.1. Conclusiones	36

1. INTRODUCCIÓN

A continuación, se presenta el informe final (IF) del ejercicio de PROGRAMACIÓN MONETARIA. En el mismo se desarrolla la segunda revisión de las proyecciones que surgieron a partir de la elaboración de la metodología de análisis macro-monetario y el escenario base presentados en la primera entrega en el mes de agosto de 2024, y de la primera revisión llevada a cabo en diciembre pasado. La presente revisión del escenario base incorpora los desvíos observados en los meses previos entre proyecciones y realizaciones de las variables bajo análisis, las novedades de política económica y da cuenta de la materialización de ciertos riesgos anticipados en informes previos.

El ejercicio de programación monetaria se trata del diseño de un esquema de interrelación entre las variables monetarias, financieras, cambiarias, externas, fiscales, de actividad, de precios y de ingresos, que, mediante la utilización de herramientas econométricas y considerando el juicio experto, permite proyectar escenarios macro monetarios para el corto y mediano plazo, donde el último eslabón del ejercicio es verificar su consistencia a través del “cierre monetario” (oferta =demanda de dinero). (Ver ANEXO Metodológico de 1 IP).

El seguimiento de las variables macroeconómicas que surge de los Monitores Mensuales opera como punto de partida a considerar en el ejercicio de programación monetaria (ver Monitores mensuales para el seguimiento de las variables macroeconómicas). La dinámica observada de dichas variables, las medidas de política implementadas y anunciadas para el futuro cercano y su interrelación nos brindan información clave para la elaboración de un escenario base y su actualización.

El ESCENARIO BASE proyectado parte de la premisa de continuidad de las políticas económicas actuales, y bajo esos supuestos -que hoy pueden considerarse muy optimistas-, busca obtener conclusiones respecto de la viabilidad del programa de gobierno, las debilidades y los factores de riesgo que conducirían al agotamiento del esquema macroeconómico vigente, teniendo en cuenta los tiempos y magnitudes.

La revisión del ESCENARIO BASE consta de un ejercicio de identificación de desvíos de lo proyectado en las entregas previas respecto de lo efectivamente observado, de análisis de los factores explicativos de esos desvíos, y de corresponder, de corrección, asimilando los datos observados actualizados y

perfeccionando los modelos predictivos mediante ajustes econométricos, respecto de los que fueron presentados en el primer y segundo informe preliminar (1 IP y 2 IP).

El objetivo de esta última entrega es perfeccionar las proyecciones sobre las tendencias de la macroeconomía y sus efectos sobre la evolución de la economía de las provincias (por ejemplo, sobre los recursos tributarios coparticipables), y fundamentalmente destacar las inconsistencias y riesgos de estrés macroeconómico derivados de los desequilibrios externo y monetario, poniendo en duda la sostenibilidad del sendero de desinflación y de crecimiento para 2025.

2. ESCENARIO BASE

2.1. Supuestos del Modelo

El escenario base parte del supuesto optimista del sostenimiento del plan de estabilización que lleva adelante la administración actual desde diciembre de 2023, con un horizonte de proyección hasta diciembre de 2025, basado en las siguientes premisas:

- **Ancla fiscal:** brusca reducción del gasto real del Estado Nacional con el fin de alcanzar el equilibrio fiscal en 2024 y mantenerlo durante 2025. Si bien la consolidación fiscal de 2024 está explicada por la fuerte caída del gasto público, en 2025 se prevé que tanto los ingresos tributarios como los diversos componentes del gasto se readecúen para preservar el déficit cero, e incluso alcanzar superávit. Se adoptan los supuestos del Presupuesto 2025 presentado por el gobierno. El equilibrio fiscal elimina la necesidad de financiamiento del Banco Central al Tesoro, ya sea directo vía emisión monetaria y/o indirectamente a partir de la compra de títulos públicos en el mercado secundario.

- **Ancla monetaria:** en 2024 se llevó adelante un esquema de canje de instrumentos remunerados del BCRA por instrumentos del Tesoro, a suscribirse solo por los bancos, que se utilizan para administrar la liquidez del mercado (LeFi); se eliminaron los pasivos remunerados del Banco Central (Leliqs y Pases Pasivos), y con ello, los intereses que devengaban (llamada emisión endógena); se absorbió

liquidez mediante la emisión de Letras del Tesoro (Lecaps), que permitió constituir un colchón de liquidez disponible para el Tesoro en el BCRA.

Está previsto que el colchón de liquidez disponible se irá reduciendo para abastecer las necesidades de la demanda de dinero –crecimiento de la base monetaria- y de crédito al sector privado, que crece sostenidamente hacia 2025. Las compras del BCRA en el mercado de cambios y el desarme de las posiciones de LEFI de los bancos operan como factores expansivos de la oferta monetaria. Las tasas nominales de política monetaria se ajustaron a la baja en noviembre de 2024 y se prevén bajas adicionales en el segundo trimestre y a mediados de 2025 -consistente con un escenario de crawling peg a la baja y siguiendo la evolución de las operaciones de carry trade-.

- **Ancla cambiaria:** Para 2025, considerando el sendero de menor inflación mensual, se prevé que el TCN varíe 1% por mes hasta diciembre 2025, manteniéndose el sendero implementado en febrero 2025. En este sentido, se espera que continúe el proceso de apreciación real del tipo de cambio.

El Mercado de cambios mantiene los siguientes supuestos:

- Dadas las necesidades de divisas según las proyecciones del balance cambiario de 2025, el escenario base considera una modificación en el esquema de liquidación de las exportaciones de bienes y servicios, pasando a 90% MLC - 10% mercado paralelo (CCL-MEP), desde abril de 2025.

- Se sostienen las regulaciones cambiarias sobre la formación de activos externos (FAE), la distribución de utilidades, la repatriación de inversiones y el pago de servicios a empresas vinculadas.

- No se incorpora al escenario el impacto de un nuevo acuerdo con el FMI, de condiciones aún desconocidas en materia de cronograma de desembolsos y compromisos de política, en especial en materia cambiaria.

- Se prevé el aporte de organismos internacionales, en un monto algo mayor que en los últimos años, si bien podría potenciarse con el acuerdo con el Fondo.

- Se mantiene el escenario de toma de deuda comercial para financiar exportaciones, por el incremento de la capacidad prestable en moneda extranjera; y se prevé cancelación de deuda comercial por importaciones dados los elevados ratios deuda/importaciones registrados a la fecha.

- Se supone que la brecha entre el tipo de cambio oficial y el paralelo (CCL/MEP) se mantiene estable, con intervenciones del BCRA en ese mercado para contenerla en caso de eventos de incertidumbre. Se entiende que una brecha

cambiaría que no supere el umbral de 50% evita dinámicas financieras disruptivas que alteren el normal funcionamiento del mercado de cambios.

2.2. Resultados de la revisión

La presente revisión del ESCENARIO BASE parte de supuestos que hoy pueden considerarse muy optimistas respecto de la posibilidad de sostener en lo que resta del año un esquema de políticas que puede considerarse como “inercial”, identifica los desvíos respecto de las proyecciones elaboradas en diciembre (segunda entrega) y reestima el sendero de las variables relevantes a partir de las herramientas econométricas desarrolladas y el juicio de experto.

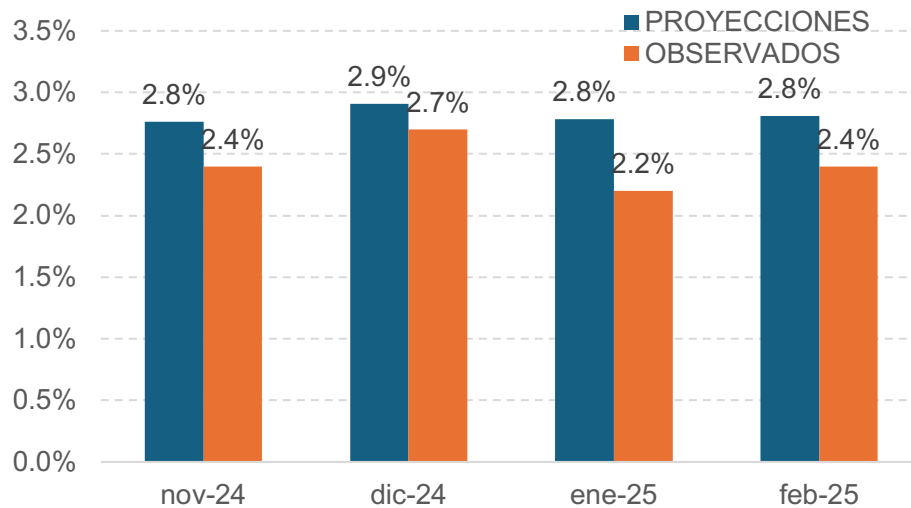
En los resultados del ejercicio pueden observarse las tendencias de las variables macro-monetarias hasta fines de 2025, y permite dar cuenta respecto de las inconsistencias del programa económico actual, y los principales focos de tensión y de riesgo macroeconómico que conducen a una eventual crisis y/o cambio de régimen.

2.2.1. PRECIOS

Revisión de la estimación previa

- Al cierre de este informe las estimaciones de inflación se mostraron ligeramente por encima de los registros observados en el período comprendido entre noviembre de 2024 y febrero de 2025. El nivel promedio de los desvíos mensuales se ubicó un 0,4% por encima de los valores finales observados.

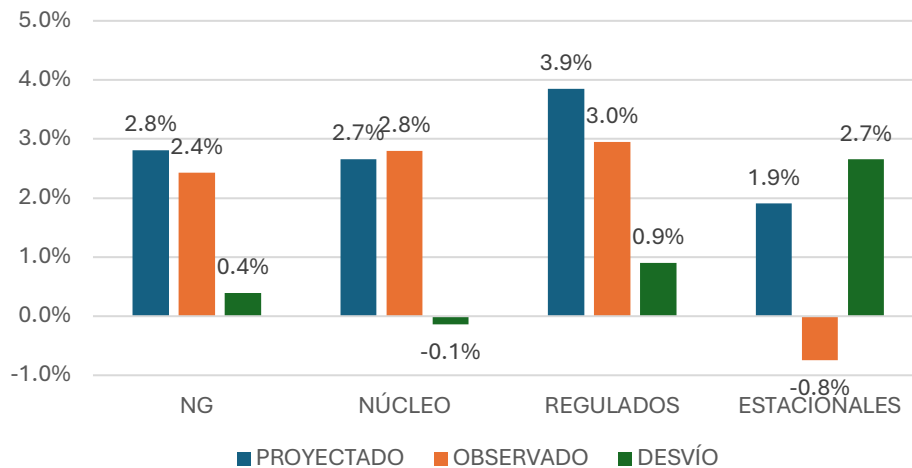
Inflación mensual promedio nov-24 a feb25.



Fuente: elaboración propia sobre la base de datos de Indec

- El análisis por componente permite identificar que los desvíos se explican por la evolución de los precios regulados y los precios estacionales, en tanto la estimación de la inflación núcleo se mostró más precisa.
- En el caso de los precios regulados, los mismos vienen funcionando como una variable “discrecional” que se alejó de las fórmulas de actualización de tarifas planteadas por el gobierno a principios de su gestión. Se trata de una pieza fundamental de la estrategia de desinflación del gobierno que aprovecha los márgenes que ofrece la apreciación cambiario para defender el precio de las tarifas en dólares, al tiempo que se las usa como ancla del nivel de precios general. En vistas de los resultados observados se modificaron ligeramente a la baja las previsiones para el resto del 2025

Inflación mensual promedio nov-24 a feb-25

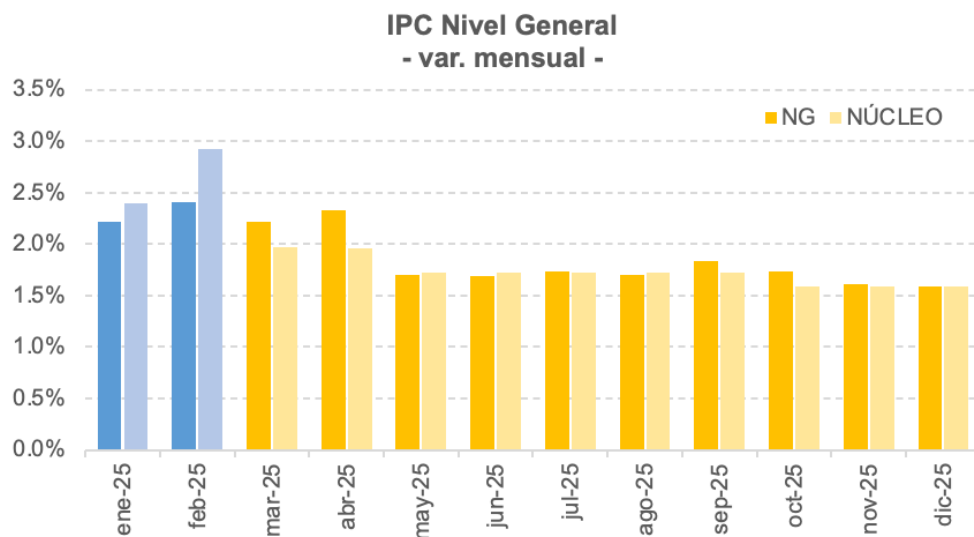


Fuente: elaboración propia sobre la base de datos de Indec

- En el caso de los precios estacionales, llama la atención los bajos niveles observados. Los resultados de los últimos siete meses (desde agosto 2024 hasta febrero 2025) la dinámica de los precios estacionales se ubicó sistemáticamente por debajo de la inflación núcleo y del nivel general, realizando un aporte significativo a la desaceleración de los precios. Los resultados observados tendieron a quebrar patrones de relación general respecto de la evolución de la inflación núcleo que suelen signar su dinámica estacional y que son a su vez la base del esquema utilizado para realizar las proyecciones.
- En el caso del componente núcleo de la inflación las estimaciones arrojaron un margen de desvío ínfimo. Los resultados se obtuvieron en el contexto de un supuesto de reducción del ritmo de depreciación mensual del tipo de cambio más lento del observado (el crawl pasó al 1% en lugar del 1,5%) y un mayor dinamismo de los salarios registrados privados respecto de lo esperado.
- A lo largo del período se sostuvo el patrón de precios observado en los meses previos, según el cual el ritmo de desinflación de los precios de los bienes resultó muy superior respecto de los servicios (en particular si se descuenta el efecto de los precios regulados por el gobierno). Tal como se mencionó en el informe anterior este comportamiento se corresponde con la estrategia cambiaria oficial, que tendió a utilizar el tipo de cambio como ancla de los precios, cuyo efecto es más potente sobre la dinámica de los precios transables.

Actualización de las estimaciones

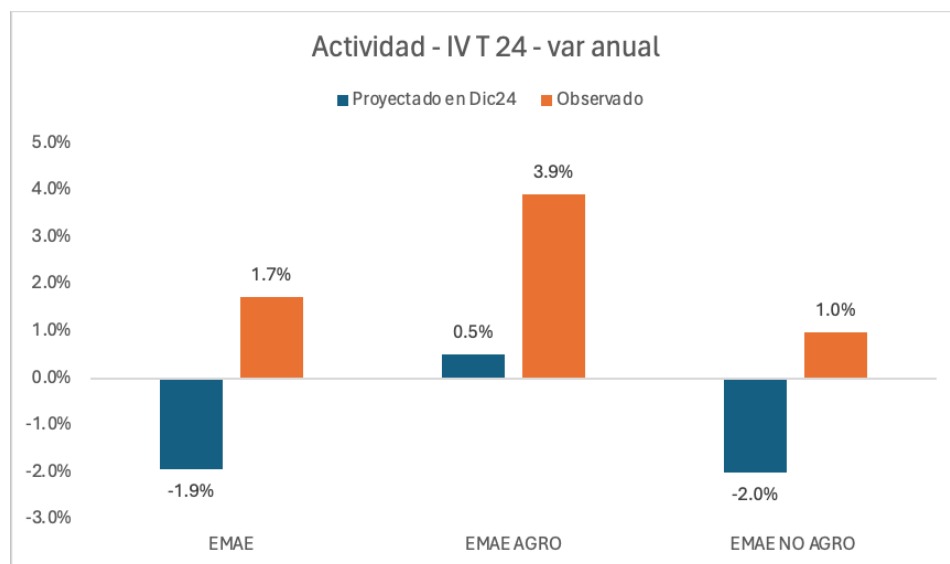
- En esta revisión se asume que no se llevan adelante cambios significativos sobre la política cambiaria y que se mantiene el ritmo de depreciación. Así, se asume que la evolución del tipo de cambio oficial continúa aportando al proceso de desinflación a partir del establecimiento de una tasa de depreciación mensual (“crawling peg”) que se ubica sistemáticamente por debajo de la inflación mensual.
- Por su parte, en lo que refiere a la dinámica salarial del sector privado registrado se asume una alta efectividad de la estrategia de “techos a las negociaciones paritarias” promovida por el gobierno, en vistas de sostener el proceso de desinflación en curso. En este sentido, el sendero de salarios nominales propuesto tiende a superar en el margen las metas informalmente señaladas por el gobierno (tal como ocurrió en el segundo trimestre de 2024), acompañando el proceso de desinflación.
- Finalmente, a diferencia de lo planteado en las revisiones previas, la dinámica de los precios regulados refleja la utilización de estos precios como anclas en línea con los márgenes que ofrece la apreciación cambiaria para sostener tarifas en dólares y atrasarlas en moneda local.
- A partir de la revisión de los supuestos de programación realizados en la versión anterior, los precios de la economía sostendrán en lo que resta de 2024 y 2025 un sendero de desinflación gradual, hasta romper la barrera del 2% mensual en el mes de mayo de 2025. El mayor crecimiento de los precios estacionales y algunos comportamientos específicos observados sobre los rubros de alimentos y bebidas en las estimaciones de corto plazo explican la persistencia en niveles por encima del 2% hasta dicha fecha.



2.2.2. ACTIVIDAD

Revisión de la segunda estimación

- Al cierre de este informe las estimaciones del EMAE realizadas en diciembre exhibieron un desvío respecto de lo observado para el IV trimestre de 2024 de -3.6 p.p., siendo que en lugar de registrar una caída de -1.9% tal como fuera estimado, el EMAE mostró una suba de 1.7% en el período.

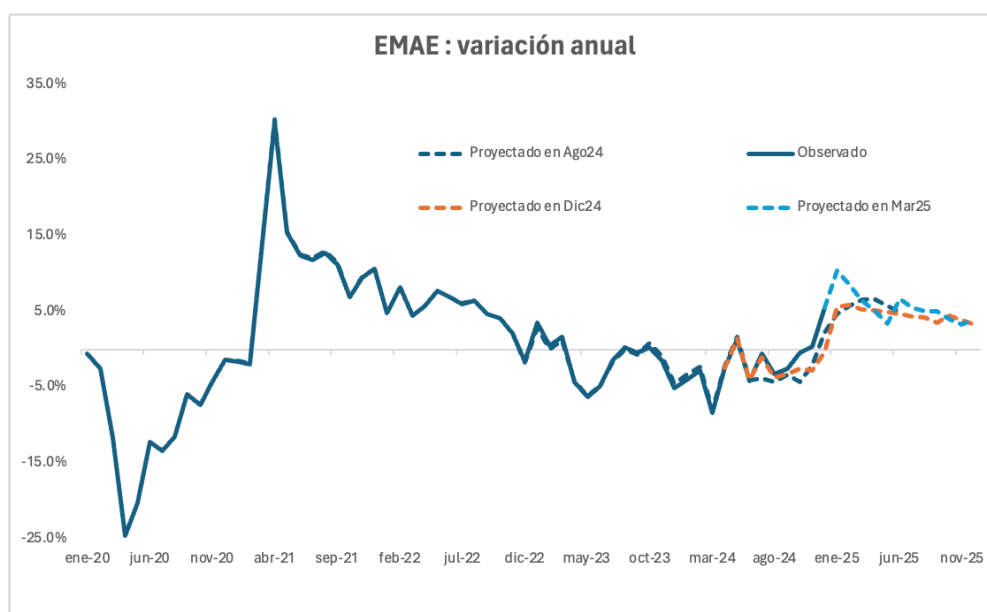


- El desvío se concentró fundamentalmente en diciembre de 2024, tanto en la estimación del EMAE Agropecuario como en el resto de los sectores de la actividad (EMAE NO AGRO), y con mayor preponderancia de este último. Se predijo que la actividad caía en el último trimestre, con un crecimiento casi nulo para diciembre de 2024. Se observó una recuperación en el margen. Ahora bien, por los diferentes factores explicativos que a continuación se detallan, el crecimiento casi nulo se dio los meses de octubre y noviembre, con un alza de 5.5% i.a. en diciembre de 2024.
- En términos de las variables que explican la evolución de la actividad no agropecuaria, la recuperación del **salario real** del sector privado que mes a mes se registró desde abril de 2024, se manifestó en variaciones interanuales positivas desde septiembre. Octubre y noviembre acumularon 4 puntos de crecimiento de salario real del sector privado, que se compensó con la caída de diciembre. Mientras que, según la estimación, la caída del salario real de ese sector acumulaba -2.1% en el trimestre. Por su parte, el salario real del sector público se estimó en línea con la continuidad de la política de achicamiento del Estado y ajuste del gasto (en personal) en torno de -22% i.a. en el trimestre -promedió -23%i.a. en ene-sep24-, mientras que en promedio se redujo -7% el IV trimestre, exhibiendo un crecimiento del salario real del sector público en diciembre respecto del mismo mes del año anterior -por efecto base de comparación-. En suma, y al considerar la evolución del empleo privado registrado y público, la masa salarial que se estimó en -6.1% en el IV trim 24, alcanzó +2% en ese período.
- El **gasto primario real**, que representa el componente de la demanda del sector público en el modelo predictivo, se estimó en más de -20% en el trimestre, y efectivamente resultó en esos valores (-21.5%).
- Respecto de la variable que representa la demanda externa, que es la **evolución del PBI de Brasil**, el principal socio comercial de la Argentina, los datos dan cuenta de una subestimación de la demanda del país vecino. En la primera revisión de diciembre se ajustaron las estimaciones en línea con el mayor crecimiento observado. En esa misma línea, para el IV trim 2024, el crecimiento de Brasil se estimaba en 1.7% en diciembre y alcanzó 4.6% i.a., contribuyendo a impulsar la dinámica de la actividad en la Argentina.
- Con el objetivo de corregir estos desvíos, se ajustó brevemente el modelo, utilizando la misma metodología (regresión lineal múltiple) agregando las observaciones recientes de las variables explicativas, para predecir el comportamiento de la actividad económica en 2025.

Estimación del nivel de actividad – Marzo 2025

- Para la estimación de las variables explicativas se tiene en cuenta la información publicada en el Presupuesto 2025, información respecto de la evolución de las negociaciones paritarias, el contexto político de elecciones legislativas previstas para fines de año, la decisiones de política económica que se tomaron hasta el momento, y el efecto rebote que surge de una base de comparación con caídas muy significativas de algunas de las variables especialmente concentradas en la primera mitad de 2024.
- Así, la masa salarial total se prevé que crezca en torno de 4.6% para 2025 (3% en el último reporte), siendo que la masa salarial privada crece 8.4%, en línea con el proceso de desinflación y con las solicitudes de recomposición salarial de los gremios referentes del sector privado, y con dinamismo en el empleo traccionado por la recuperación prevista en la actividad; y la masa salarial pública, asociada a la política de ajuste del Estado, cae -3.4% real -el empleo continúa cayendo y el ajuste salarial continúa con un pauta del 1% mensual para todo el año-.
- La dinámica del gasto primario, dada la inflación de nuestro modelo, resultará en una suba de 2.7% i.a. para 2025, consistente con mantener el equilibrio fiscal – se ajusta respecto de la entrega anterior que previó una caída en torno de -0.4% para 2025- .Ver apartado Fiscal.
- El PBI de Brasil se prevé que crezca entre 2.3% que estima el gobierno del país vecino y 1.8% según fuentes privadas de ese país. Así, se mantiene la estimación propia entorno a 2%, registrando una desaceleración respecto del año anterior que se profundiza en la segunda mitad del año.
- En este sentido, las proyecciones revisadas, considerando la actualización del modelo y teniendo en cuenta las novedades de política que definen las proyecciones de las variables que lo explican, dan cuenta de una masa salarial y un gasto primario que impulsan hacia arriba la estimación del EMAE para 2025, con un crecimiento de 5.6%.

	Q1 24	Q2 24	Q3 24	Q4 24	Q1 25	Q2 25	Proyección Ago24		2024	
EMAE	-4.7	-1.5	-3.8	-1.4	5.7	5.8			-2.8%	
EMAE AGRO	10.2	67.6	4.9	3.7	4.3	4.3			26.4%	
EMAE NO AGRO	-5.5	-6.6	-4.2	-1.7	5.8	6.0			-4.5%	
	Q1 24	Q2 24	Q3 24	Q4 24	Q1 25	Q2 25	Q3 25	Q4 25	2024	2025
EMAE	-4.7	-1.5	-2.1	-1.9	5.6	4.9	4.7	3.9	-2.8	4.8
EMAE AGRO	10.2	67.6	14.7	0.5	0.0	-3.6	1.4	-0.1	29.7	-1.3
EMAE NO AGRO	-5.5	-6.6	-2.6	-2.0	6.0	6.0	4.9	4.1	-4.6	5.2
	Q1 24	Q2 24	Q3 24	Q4 24	Q1 25	Q2 25	Q3 25	Q4 25	2024	2025
EMAE	-5.2	-1.7	-2.1	1.7	8.5	5.0	5.2	3.8	-1.8	5.6
EMAE AGRO	9.2	65.5	14.7	3.9	-4.2	-11.2	-3.0	0.9	27.6	-6.0
EMAE NO AGRO	-5.5	-6.9	-2.6	1.0	9.3	7.2	5.7	4.0	-3.5	6.5



2.2.3. RESULTADO FISCAL

Revisión de la estimación

Recaudación Nacional

- Respecto a la proyección fiscal elaborada en bases de febrero para el año 2025 y el cierre 2024 podemos observar la Recaudación Nacional (incluye coparticipación a las provincias), como muestra el siguiente cuadro:

	2022		2023		2024		2025p	
	% PIB	i.a. real%	% PIB	i.a. real%	% PIB	i.a. real%	% PIB	i.a. real%
Ganancias	5,6%	15,7%	4,7%	-17,3%	4,3%	-10,4%	4,5%	1,2%
IVA neto	6,8%	4,8%	7,5%	9,1%	7,0%	-8,6%	7,6%	14,1%
Seg. Social	5,1%	5,2%	5,1%	-1,5%	4,7%	-7,9%	5,3%	16,6%
IDCB	1,6%	4,0%	1,7%	0,7%	1,6%	-7,3%	1,6%	6,2%
D. Expo	2,0%	-2,0%	0,8%	-61,9%	1,0%	31,7%	1,0%	-1,3%
D Impo	0,8%	1,0%	0,7%	-10,8%	0,6%	-10,0%	0,7%	13,0%
Combustible	0,5%	-28,8%	0,3%	-45,4%	0,4%	33,8%	0,4%	15,7%
Resto	1,6%	-3,5%	1,9%	-10,3%	2,1%	14,8%	1,2%	-39,8%
Total	24,0%	5,4%	22,6%	-7,1%	21,8%	-5,4%	22,2%	7,2%
Pais*	0,4%	84,6%	0,7%	63,7%	1,1%	56,0%	0,0%	-100,0%

Fuente: Elaboración propia en base a información del MECON e INDEC

- Se prevé un aumento de la presión tributaria y como también se estima un importante crecimiento del PIB la recaudación real i.a., se proyecta una suba real de 7,2%.
- Se revierte el proceso iniciado en 2023 de caída real en la recaudación, lo que permite que aún con un incremento real de 7,2%, la presión tributaria nacional sea más baja en 0,4% del PIB que en el año 2023.
- El incremento de la presión tributaria en el Impuesto a las Ganancias de 0,2% del PIB, no logra alcanzar los niveles de 2023, el IVA neto de reintegros y devoluciones aumenta 0,6% del PIB respecto de 2024, ubicándose en su nivel máximo de los últimos cuatro años. Los aportes y cargas patronales también alcanzan el máximo de presión tributaria de la serie con 5,3% del PIB, pero todavía se ubican en niveles bajos en términos históricos (desde comienzos de siglo el ratio del pib se ubicaba cerca del 7% del PIB). Estos aumentos logran revertir la pérdida de presión tributaria del 1,1% del PIB por la eliminación del Impuesto PAIS.

Recursos del Sector Público Nacional no Financiero (SPNnF)

- Respecto a los Recursos del SPNnF, proyectamos una reducción en la presión tributaria de 0,2% del PIB, debido a la eliminación del Impuesto PAIS que no era coparticipable (100% al SPN), que es en parte compensada con la suba en el IVA y fundamentalmente en los Tributos de la Seguridad Social.
- Los recursos No Tributarios, que en el SPN incluyen el impuesto a los combustibles, mantendrían su relación respecto del PIB, que en un contexto

de crecimiento del producto, significa que el resto de los ingresos no tributarios caerían en términos interanuales.

	2022	2023	2024	2025p
IVA	3,2%	3,5%	3,3%	3,6%
Ganancias	2,0%	1,7%	1,6%	1,6%
Aportes y Contribuciones	5,2%	5,2%	4,9%	5,4%
IDCB	1,6%	1,6%	1,5%	1,6%
BBPP	0,2%	0,2%	0,1%	0,0%
Internos	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Derechos de Expo	1,8%	0,8%	1,0%	0,9%
Derechos de Impo	0,6%	0,6%	0,5%	0,6%
Resto Corrientes	1,3%	1,4%	1,9%	0,8%
No Tributarios	0,5%	0,6%	0,4%	0,4%
Transferencias Corrientes	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%
Resto de R. Corr.	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%
Ingresos de Capital	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Total sin Renta	17,0%	16,1%	15,6%	15,3%
Rentas netas FGS	0,2%	0,3%	0,2%	0,1%
Rentas netas Resto SPN	1,1%	0,7%	0,5%	0,3%
Total	18,3%	17,1%	16,4%	15,7%
Total Tributarios (1)	16,2%	15,2%	15,0%	14,8%

Fuente: Elaboración propia en base a Mecon e Indec

- (1) Para el sector Público Nacional la parte correspondiente al impuesto a los Combustibles, se registra como No Tributario y se destina al Fondo Fiduciario del Sistema Integral de Transporte (FF-SIT)

Erogaciones del Sector Público no Financiero

El siguiente cuadro presenta la ejecución fiscal del año 2024 y las proyecciones del escenario base para el año 2025:

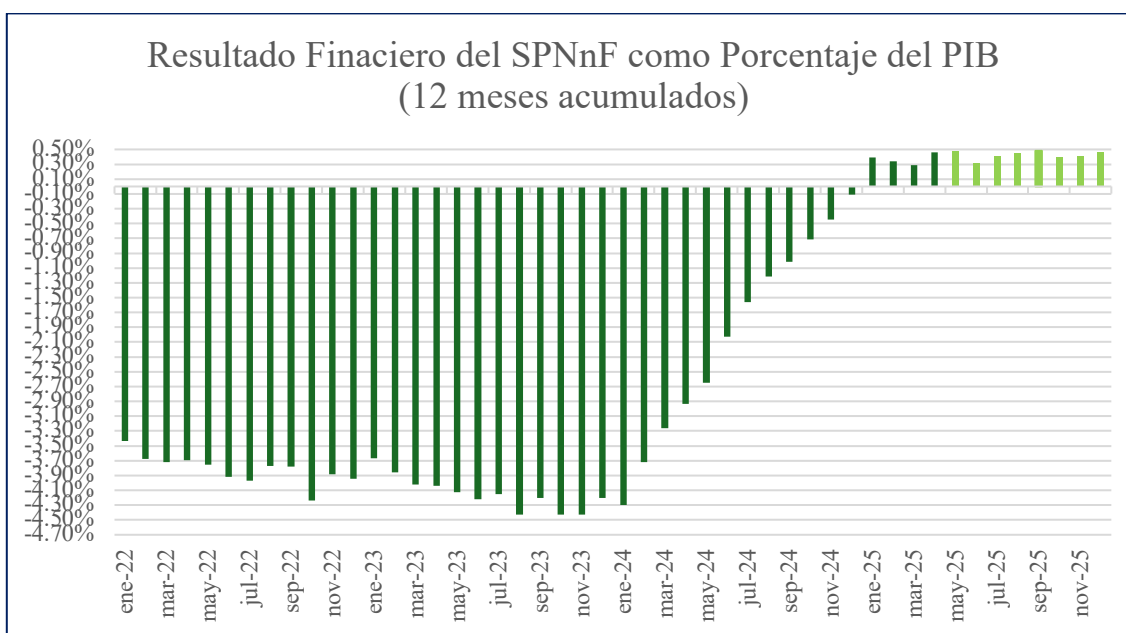
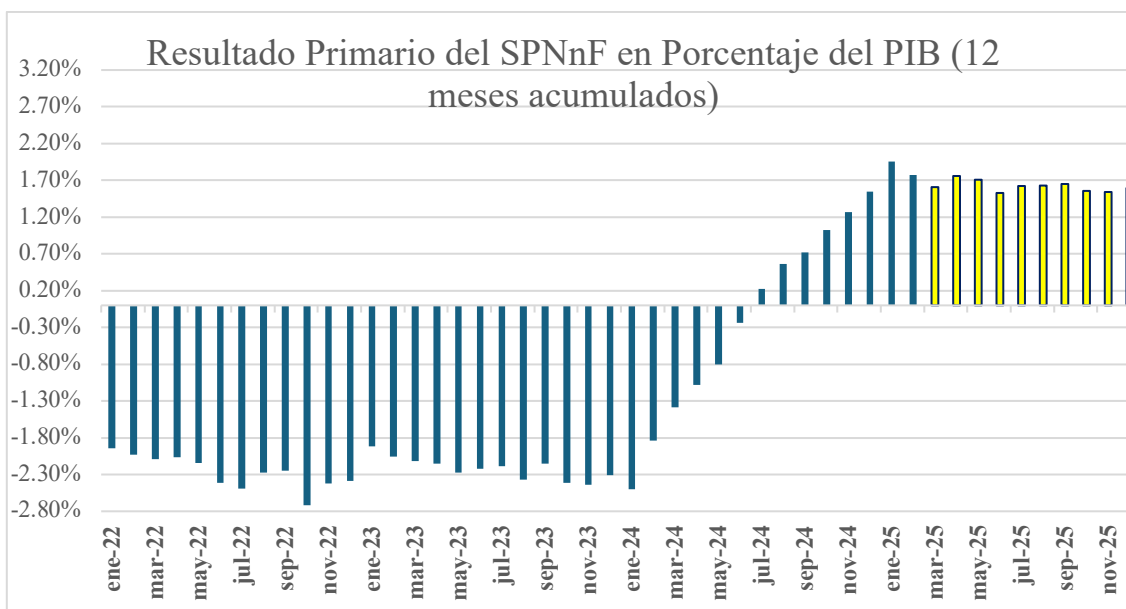
	2022	2023	2024	2025p
Gasto Primario	20,24%	19,55%	14,43%	14,08%
Salarios Bienes y Servicios	3,11%	3,25%	2,59%	2,41%
Prestaciones Sociales	11,26%	10,70%	9,11%	9,42%
Jubilaciones y Pensiones	8,32%	7,74%	6,73%	6,35%
Asignaciones familiares	1,19%	0,85%	0,93%	0,99%
Resto	1,75%	2,11%	1,45%	2,08%
Transferencias Corrientes a provincias	0,67%	0,70%	0,23%	0,55%
Transferencias a UUNN	0,61%	0,69%	0,53%	0,50%
Subsidios Económicos	2,63%	2,13%	1,44%	0,81%
Otros Gastos Corrientes	0,36%	0,37%	0,09%	0,01%
Gasto de capital	1,60%	1,71%	0,44%	0,38%
Inteses	1,92%	2,50%	1,95%	1,12%

Elaboración propia en base a Mecon e INDEC

- El sostenimiento del equilibrio fiscal en 2025 requeriría de un ajuste adicional del gasto público primario del orden de 0,35% del PIB, de manera de compensar la caída en los ingresos del SPNF generada por los menores recursos tributarios (ver más arriba). En base a los lineamientos de política que se desprenden del Proyecto de Presupuesto Nacional 2025, dicho ahorro se obtendría fundamentalmente a través de una reducción de los Subsidios Económicos de alrededor de 0,5% del PIB. Por su parte, el gasto en Prestaciones Sociales aportaría un 0,41% del PIB de suba por efecto de la actualización por IPC que hacen que no se licúen más los haberes

Resultados del SPNnF

- Tal como fue descripta la política de gastos y la estimación de recursos, se mantiene un apreciable superávit Primario, mejorando aún levemente respecto al año anterior. El año 2025 finalizará con un resultado fiscal antes del pago de intereses de 1,59% del PIB vs el cierre de 2024 en 1,55%.
- La mejora en el Resultado Financiero se manifiesta en que cada vez más existen intereses que no se registran en el estado de Resultado y se pasan a Aplicaciones Financieras como Amortizaciones (las actualizaciones de capital que se comportan como intereses, títulos actualizados por cer, dólar link, etc.).

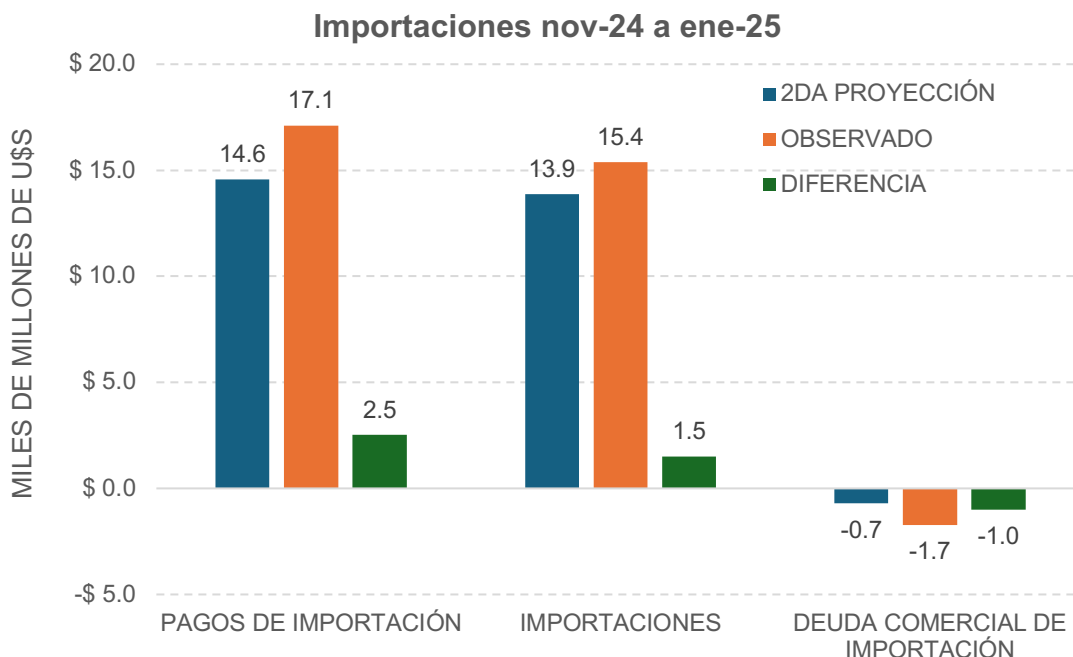


- En términos de riesgos fiscales, cabe destacar que el objetivo de reducir los subsidios económicos en medio punto adicional del PIB durante el año conlleva una aceleración del ajuste tarifario, con implicancias sobre las condiciones de vida de los sectores de menores ingresos. Tampoco puede soslayarse, como fuera mencionado en agosto, que el 2025 es un año electoral, y en general el ciclo político sugeriría presiones para un mayor dinamismo del gasto de capital y de las transferencias corrientes a provincias.

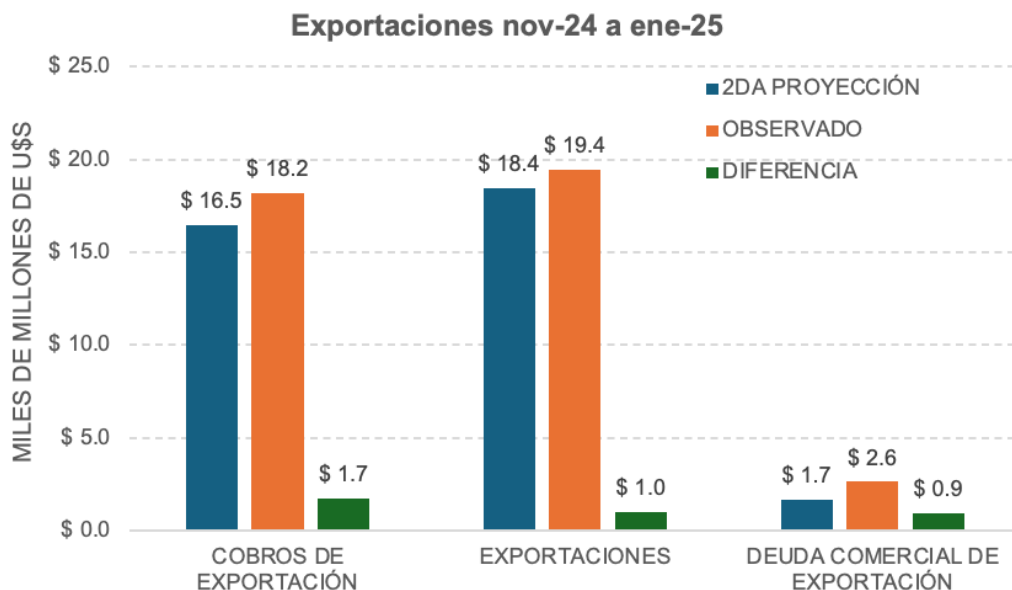
2.2.4. SECTOR EXTERNO

Revisión de la primera estimación

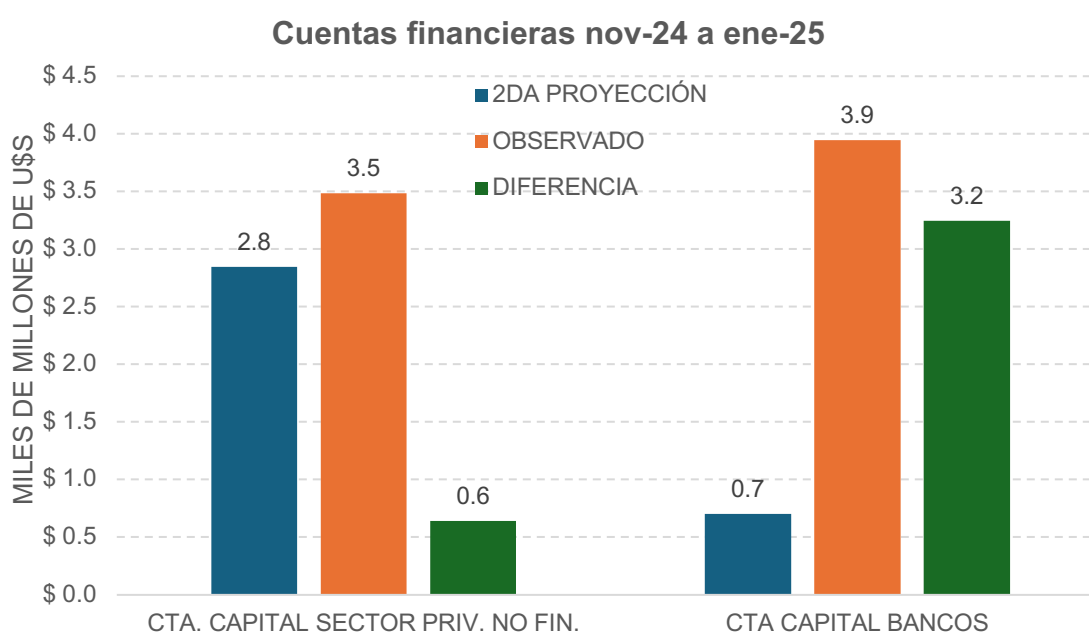
- Las proyecciones cambiarias presentaron en esta oportunidad desvíos muy inferiores a los de la revisión anterior. La incorporación al escenario base del dinamismo financiero en moneda extranjera que trajo consigo el blanqueo de capitales permitió mejorar significativamente la precisión de las estimaciones vinculadas a las cuentas financieras.
- Tal como se esperaba, los aportes del financiamiento en moneda extranjera del sector privado en la última parte del año permitió al gobierno sostener el clima positivo y minimizar la incertidumbre cambiaria, retroalimentando un ciclo de inversiones en activos en moneda local (*carry-trade*), que potenció la oferta de divisas y el ciclo financiero hasta finales del mes de febrero. Los resultados de las últimas ruedas en el mercado de cambios tras la confirmación de las negociaciones de un nuevo acuerdo con el FMI modificaron drásticamente el escenario.
- En el trimestre comprendido entre noviembre 2024 y enero 2025, los pagos de importaciones resultaron superiores a los estimados debido a un mayor monto de importaciones (+U\$S1.500 millones respecto de las proyectadas) y una mayor cancelación de deuda de importaciones que acompañaron las novedades regulatorias en materia de calendarización de pagos (+U\$S1.000 millones). El mayor crecimiento de las importaciones respecto de los registros esperados se condice con el proceso de apertura y desregulación de los flujos comerciales que, aunque se incorporó en el escenario, es difícil de predecir de antemano.



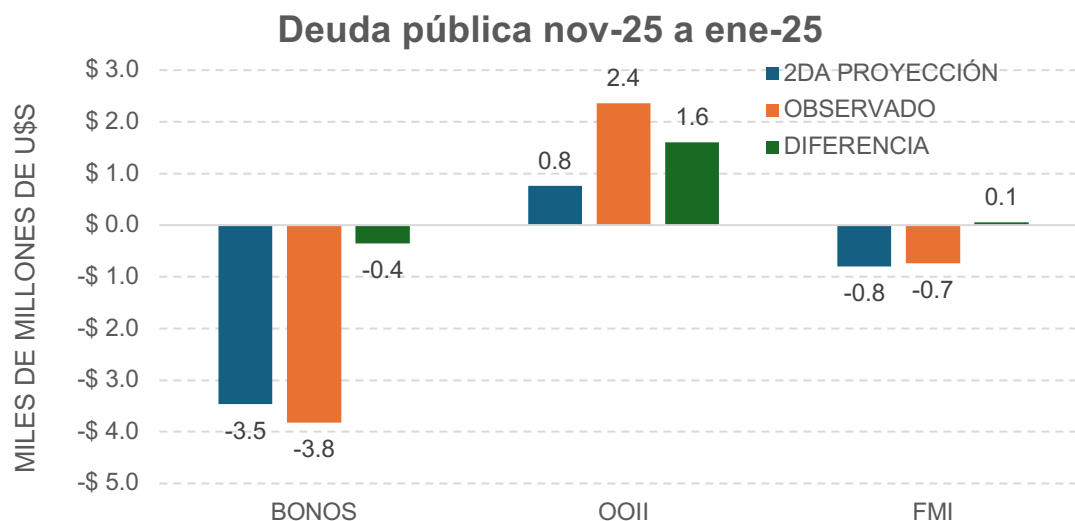
- Por su parte, los cobros de exportación también tendieron a sobrestimar los registros esperados (+U\$S1.700 millones) en el trimestre, en donde también destaco un mayor dinamismo de los volúmenes exportados y de las prefinanciaciones de exportaciones asociadas al carry-trade. Estos desvíos tendieron a neutralizarse con los registrados en el caso de las importaciones dando por resultado una discrepancia en el saldo cambiario del comercio de bienes de apenas U\$S700 millones acumulado en el trimestre bajo revisión.



- En el caso de las cuentas financieras del sector privado, los desvíos resultaron relativamente bajos para el sector privado no financiero (+US\$600 millones respecto de los proyectados en el trimestre). Contrariamente el desarme de posiciones de los bancos resultó muy superior al esperado (+US\$3.200 millones). Cabe señalar que en este dato conviven decisiones financieras de las propias entidades con el impacto del pago de operaciones de turismo con dólares propios de los consumidores. La información provista por el BCRA no permite diferenciar el motivo, pero dado el crecimiento de en el volumen relativo de estas operaciones hacia el mes de enero cabe especular con que se concretaron operaciones de *carry-trade* de las propias entidades que reforzaron la venta de dólares provenientes de los pagos de tarjetas de los clientes.



- En el caso de los flujos de deuda pública las diferencias resultaron mínimas en el caso de los compromisos con acreedores privados y con el Fondo Monetario Internacional. En el caso de los flujos con otros organismos internacionales, los ingresos netos resultaron US\$1.600 millones superiores a los esperados, en línea con la aceleración de desembolsos que no se registraron en los meses previos.



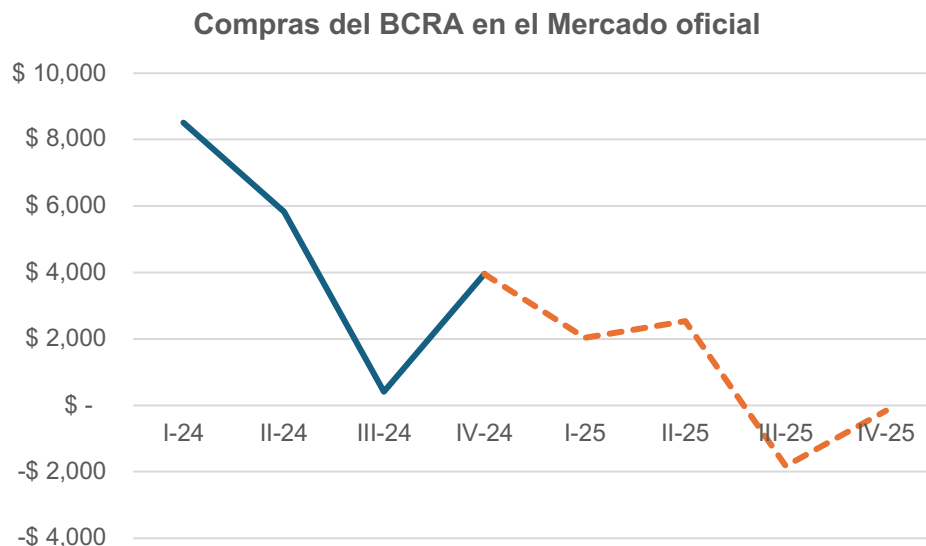
- Por fuera de lo mencionado sobresalen también los desvíos en los rubros IED (-U\$S1.051 millones), donde el desarme de inversiones del sector energético generó un saldo negativo mayor al esperado. También se intensificaron las intervenciones directas del BCRA sobre los mercados de dólar financiero que generaron un flujo de salida de divisas de U\$S857 millones en el trimestre.
- En este contexto, las estimaciones del resultado del mercado de cambios se mantuvieron en línea con lo proyectado y arrojó un resultado de U\$S3.944 millones (vs. U\$S4.346 proyectado). Los mayores desembolsos de organismos sumados al REPO realizado por el BCRA con bancos privados permitieron que la dinámica de las reservas netas resultara más positiva que la esperada manteniéndose relativamente estables.

Actualización de las estimaciones

- Para actualizar las proyecciones se construyó un escenario de sostenimiento del *status-quo* cambiario que se nutre además de las restantes estimaciones del proyecto. En este sentido, se sostiene la dinámica de apreciación cambiaria y el ritmo de depreciación mensual del 1%. Por otra parte, en tanto el sostenimiento del blend de exportaciones tal como funciona en la actualidad (80-20) arroja resultados en el mercado oficial en exceso deficitarios, se incorporó en las proyecciones una reconfiguración de los parámetros (90-10) a partir del mes de abril.
- Adicionalmente se proyecta la continuidad de los aportes de la cuenta capital privada para los próximos meses, a partir de una dinámica que gradualmente va perdiendo fuerza en línea con el agotamiento de los recursos aportados por el

blanqueo y la proximidad de las elecciones de medio término. Las tensiones generadas en las últimas ruedas por la noticia de un nuevo acuerdo con el FMI podría adelantar la reversión del ciclo financiero.

- En lo que refiere a la evolución de la deuda pública se proyecta un aporte positivo de organismos internacionales con desembolsos netos por U\$S4.000 millones de dólares. No se incorpora al escenario el acuerdo con el FMI de condiciones aun desconocidas.
- Por su parte, se mantiene en el un escenario una cancelación de deuda comercial de importaciones por U\$S2.600 millones, en línea con los valores elevados que presenta el ratio de endeudamiento sobre el flujo de importaciones. Contrariamente, en el caso del financiamiento de exportaciones se estima la acumulación de nueva deuda por U\$S3.800 millones, favorecidos por el crecimiento de la capacidad prestable en dólares local.
- El superávit comercial de bienes FOB-FOB se mantiene elevado (+U\$S15.000 millones). De sostenerse el dinamismo de las importaciones de bienes del primer bimestre del año, la estimación deberá ser revisada a la baja.
- Bajo los anteriores supuestos, las compras del BCRA en el MLC se proyectan en USD 2.000 millones en 2025, con ventas importantes en el tercer trimestre del año (U\$S1.800 millones)



- El saldo levemente positivo del mercado de cambios oficial contrasta con una pronunciada caída de reservas propiciada por los cuantiosos pagos de intereses y capital de la deuda pública (con acreedores privados, FMI y BOPREAL). De

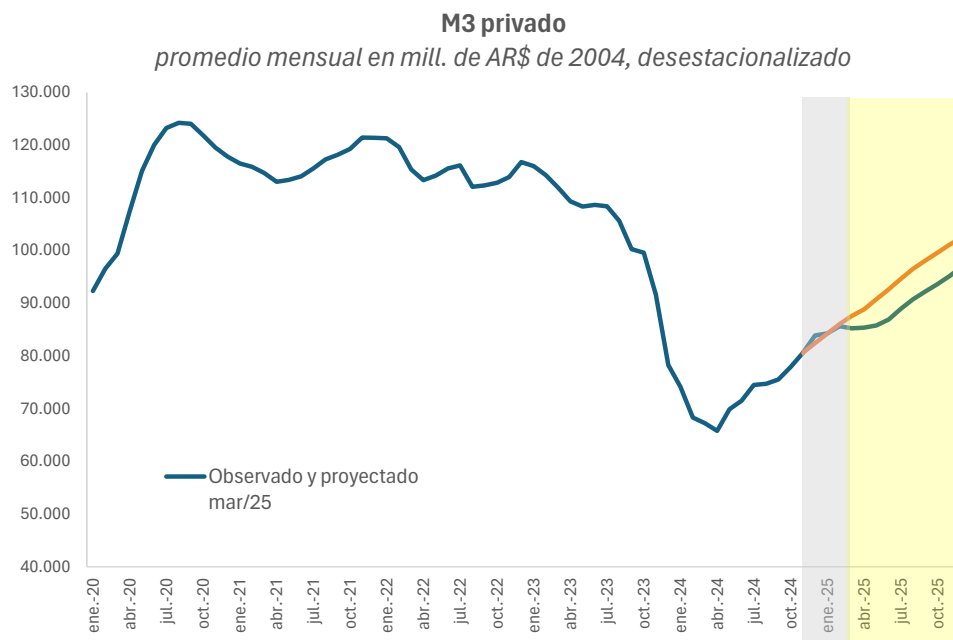
esta forma, luego de una nueva recomposición hacia finales de 2024, se inicia un proceso de deterioro que ubica las reservas netas por debajo de los – U\$S14.500 millones, aún sin considerar los vencimientos 12 meses vista de Bopreales.

- El crítico nivel de reservas que se alcanzaría ratifica el faltante de divisas que enfrenta el gobierno en para transitar el año electoral sin alteraciones significativas de la estrategia cambiaria. En este contexto, no debe sorprender la urgencia que asume la negociación con el organismo luego de que el menor apetito de riesgo global frustrará los planes de avanzar en la colocación de deuda en moneda extranjera que permitiera refinanciar los vencimientos del mes de julio.
- En resumen, la programación cambiaria del año arroja señales de inconsistencia que explican la urgencia que asume para el gobierno las negociaciones con el FMI y las dudas respecto de la continuidad del esquema cambiario que se instaló en el mercado desde principios del mes de marzo.

2.2.5. AGREGADOS MONETARIOS

Revisión de la primera estimación

- Las proyecciones de agregados monetarios elaboradas en el mes de noviembre de 2024 indicaban en el marco de un escenario base de expansión de la actividad económica y continuidad del proceso de desinflación, el sostenimiento del proceso de fuerte recuperación de la demanda de dinero iniciado en el segundo trimestre del año pasado. En términos generales puede decirse que las estimaciones, basadas en modelos econométricos y juicio de experto, fueron corroboradas por los registros observados en los últimos meses.
- Los desvíos respecto a los valores observados entre noviembre y febrero para el caso del M3 privado (área sombreada gris) pueden considerarse poco significativos, cayendo dentro de un intervalo de dos desvíos en relación con la proyección central.



Fuente: elaboración propia sobre la base de datos de BCRA e INDEC

- En el caso del circulante en poder del público, los valores observados han estado apenas por encima de los valores proyectados en noviembre, lo cual refleja una fuerte recuperación del uso del efectivo dentro de la demanda transaccional de dinero. Es decir, a diferencia de lo que uno podría haber esperado, el circulante ha liderado el proceso de remonetización de la economía iniciado con la mayor estabilidad macroeconómica alcanzada desde mediados de 2024, en detrimento de los depósitos a la vista.



Fuente: elaboración propia sobre la base de datos de BCRA e INDEC

- En el caso del otro componente del M2 privado, los depósitos a la vista, la proyección ha registrado una sobrestimación muy significativa, del orden del 34% en promedio para los valores reales.



Fuente: elaboración propia sobre la base de datos de BCRA e INDEC

- La sobrestimación del dinamismo de los depósitos a la vista se ha trasladado al M2 privado, como puede apreciarse a continuación:



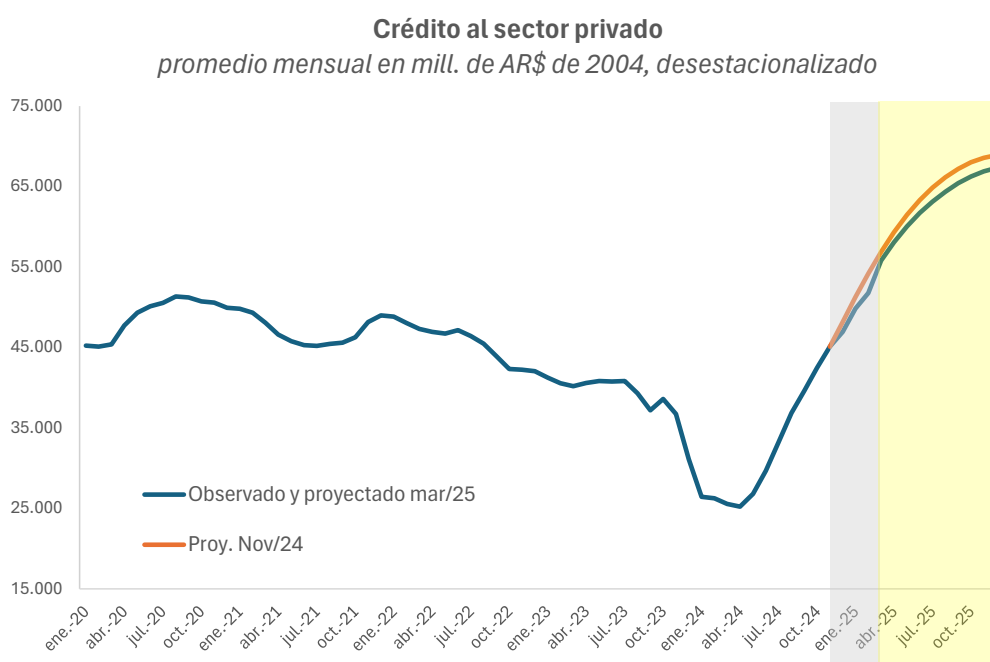
Fuente: elaboración propia sobre la base de datos de INDEC

- Como contracara de lo anterior, las colocaciones a plazo han registrado un dinamismo superior al proyectado en noviembre (del orden del 6% en promedio para los valores reales), lo cual reflejaría varios efectos. Por un lado, el crecimiento del patrimonio de los fondos comunes de inversión, que reciben el fondeo de empresas y familias que logran generar una tasa de interés sobre sus fondos sin perder liquidez, mientras que los FCI han girado sus carteras desde depósitos a la vista remunerados hacia plazos fijos. Por el otro, los incentivos del “carry trade” han llevado especialmente a las empresas que se han apalancado con las entidades financieras en dólares a colocar parte de sus fondos excedentes en colocaciones a plazo.



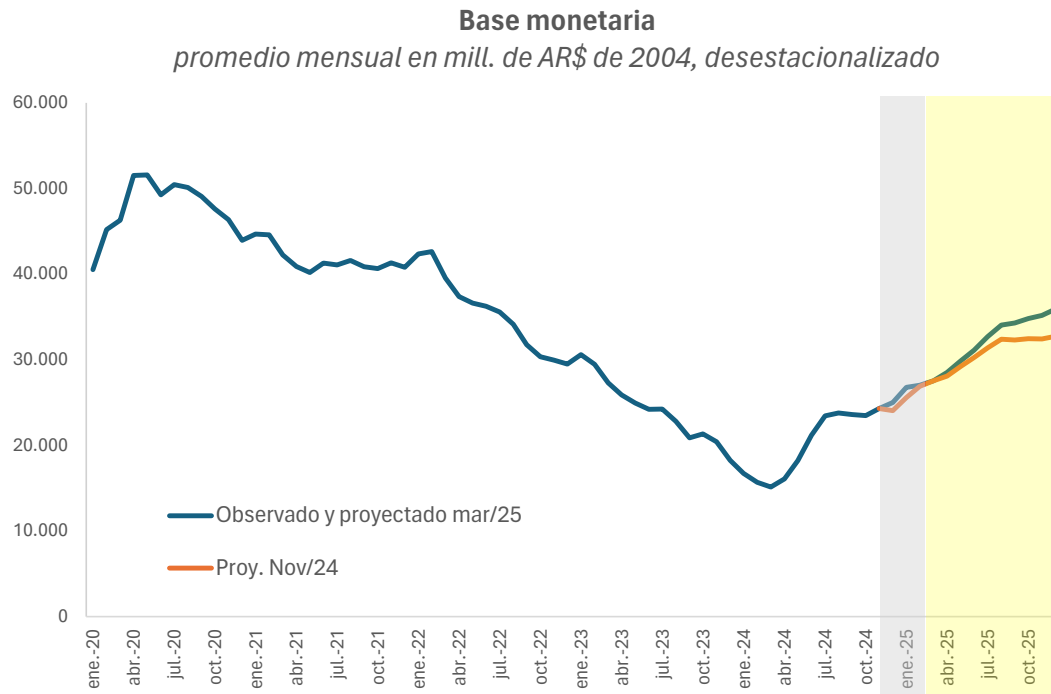
Fuente: elaboración propia sobre la base de datos de INDEC

- A su vez, el crédito al sector privado ha exhibido un dinamismo apenas por debajo del proyectado, traccionado por la recuperación de la actividad económica y la baja de las tasas de interés activas, sumado al impulso que la estabilidad macroeconómica ha brindado a ciertas líneas de crédito de mediano y largo plazo tales como los créditos hipotecarios.



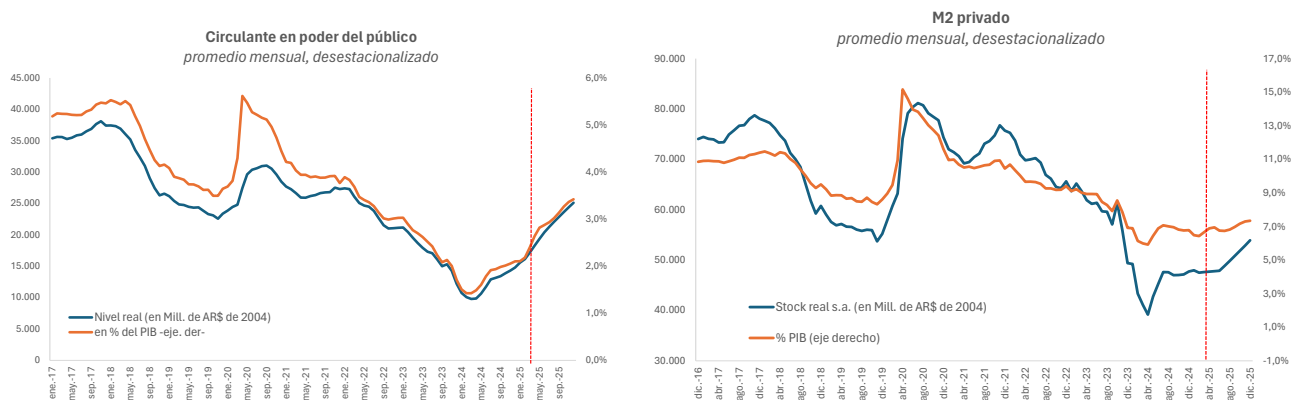
Fuente: elaboración propia sobre la base de datos de INDEC

- Finalmente, la base monetaria se ha comportado en línea con las proyecciones, en función del mayor dinamismo observado del circulante en poder del público, que compensó el menor dinamismo de los depósitos a la vista respecto de lo esperado.

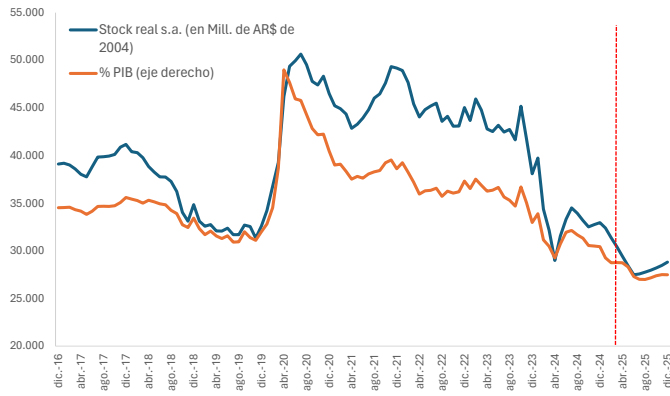


Fuente: elaboración propia sobre la base de datos de INDEC

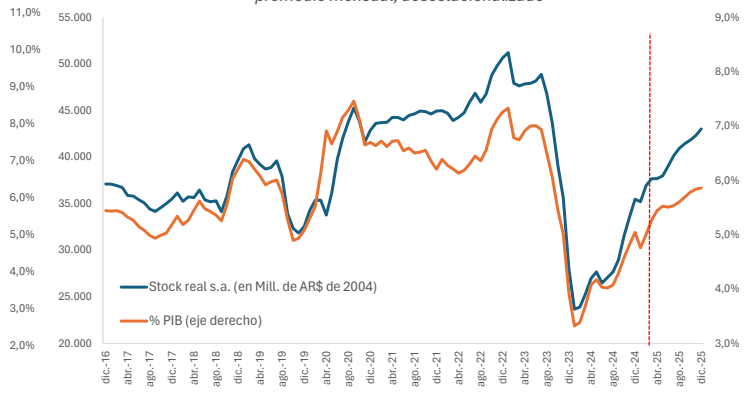
- A continuación, se presentan las proyecciones monetarias revisadas a marzo de 2025. Las mismas incorporan los desvíos observados en los últimos tres meses y los cambios en el margen introducidos en el escenario base, que dan cuenta de un mayor crecimiento del producto, menor inflación y tasas de interés nominales a la baja, acompañando la menor nominalidad de la economía.



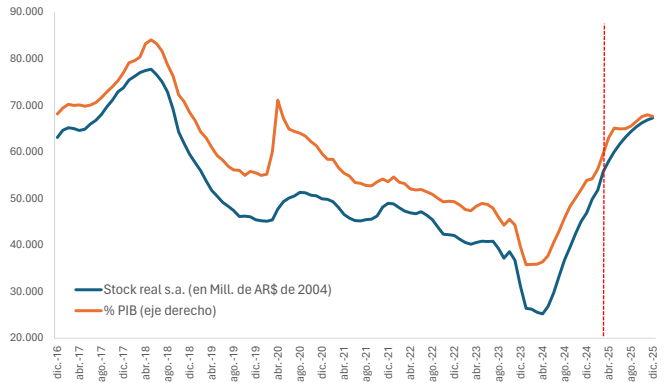
Depósitos a la Vista del sector privado
promedio mensual, desestacionalizado



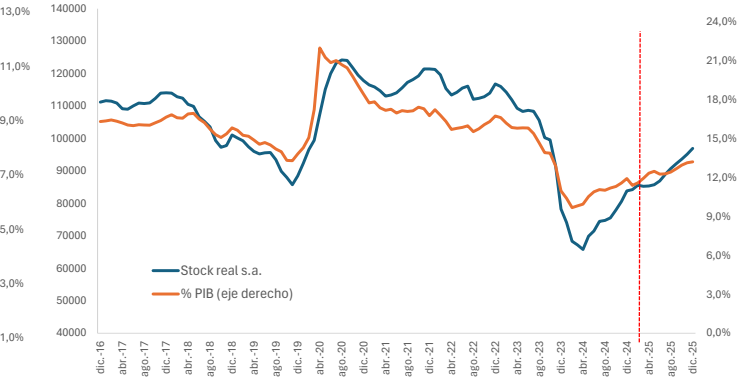
Depósitos a plazo fijo en pesos
promedio mensual, desestacionalizado



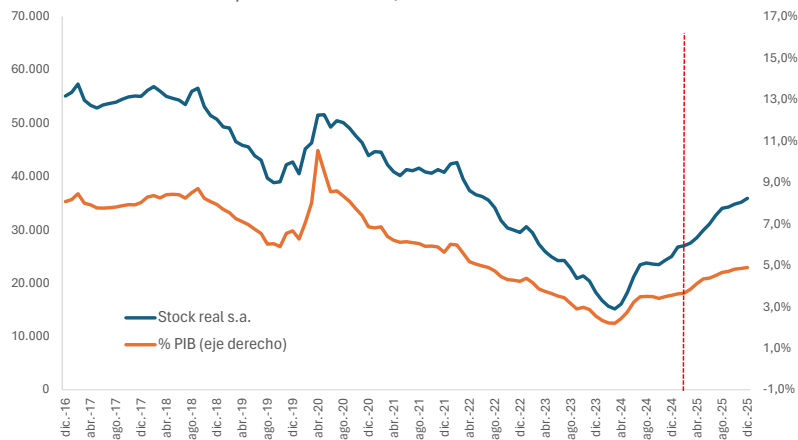
Crédito al sector privado en pesos
promedio mensual, desestacionalizado



M3 privado
promedio mensual, desestacionalizado



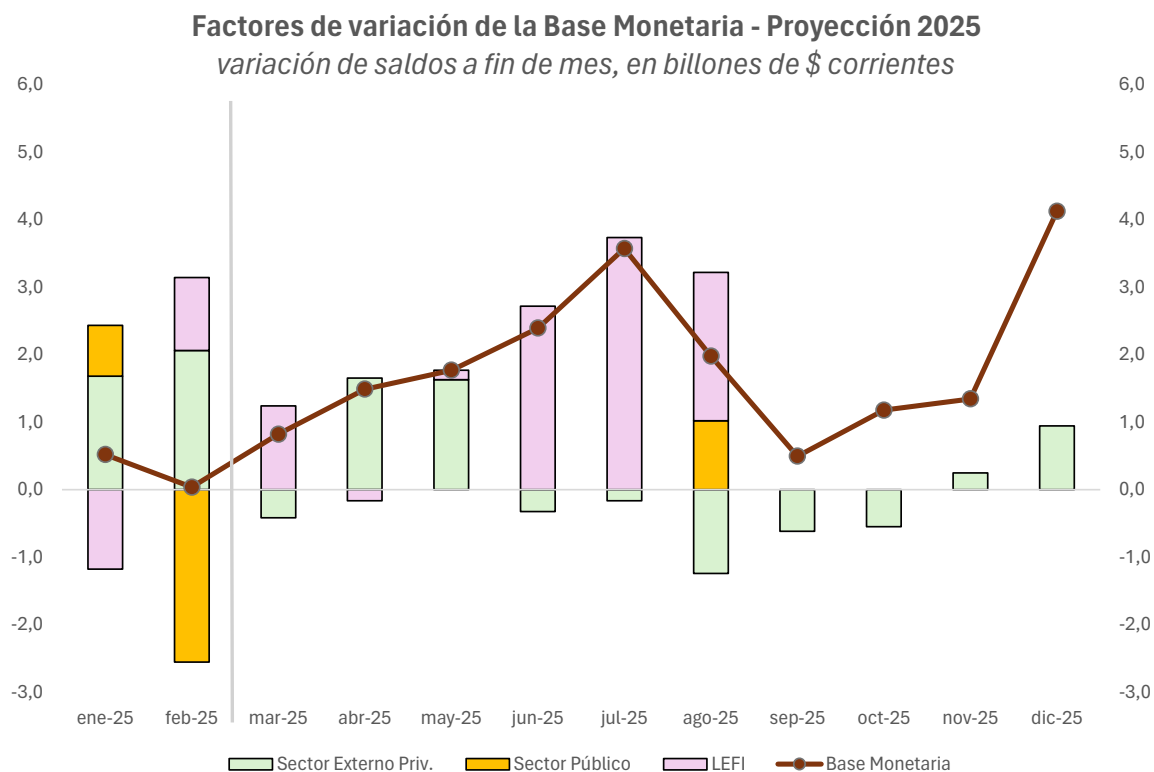
Base Monetaria
promedio mensual, desestacionalizado



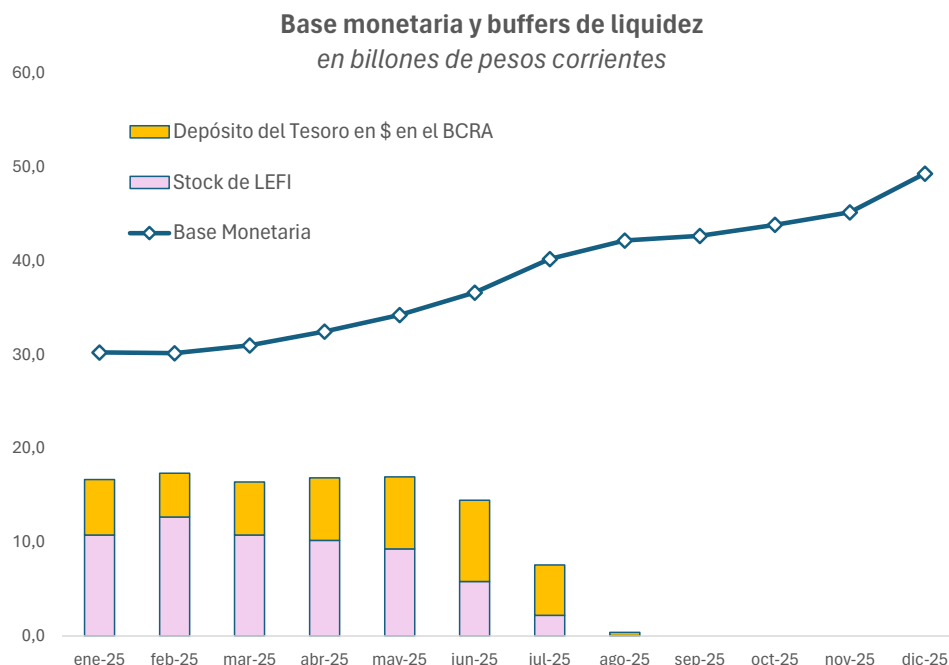
3. RESULTADOS DEL EJERCICIO DE PROGRAMACIÓN

3.1. Cierre monetario

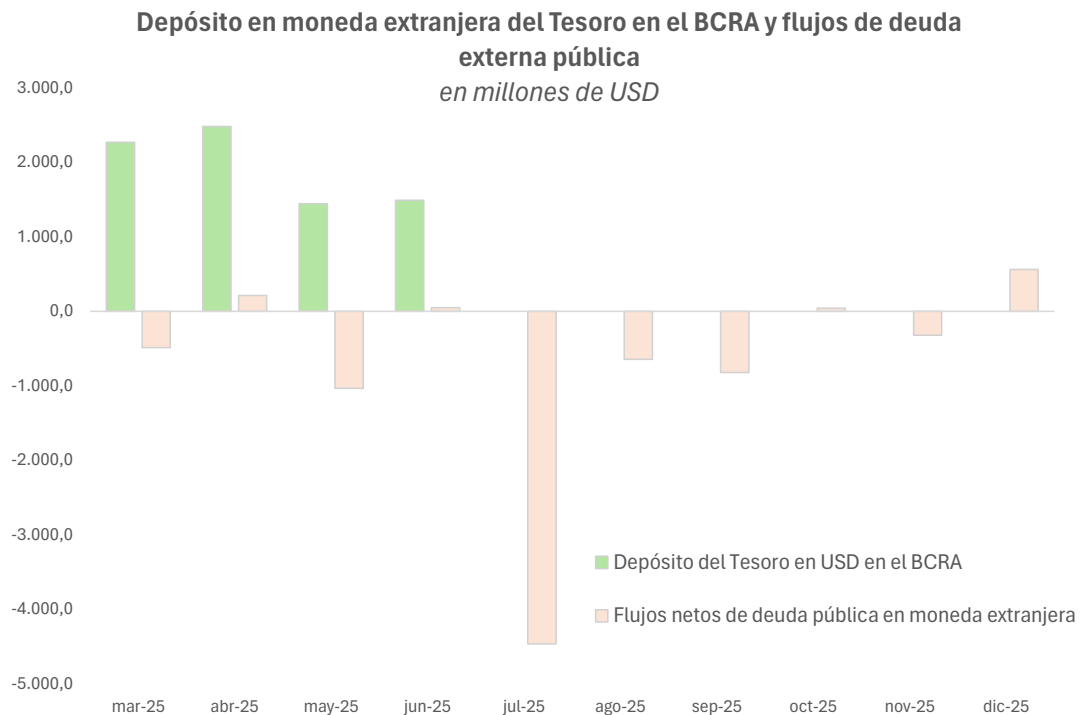
- El Cierre Monetario es el último eslabón del proceso de programación monetaria. Por un lado, se calculan las fuentes de expansión de la oferta de base monetaria (BM), las cuales en el actual régimen macroeconómico están determinadas fundamentalmente por las compras netas del BCRA en el mercado de cambios (recordemos que el equilibrio fiscal elimina la necesidad de financiamiento monetario al Tesoro). Por otro lado, se computa la base monetaria consistente con las proyecciones de demanda de dinero.
- Así, la diferencia entre oferta y demanda de base monetaria produce el pronóstico sobre necesidades de esterilización, cuando la oferta excede a la demanda, o bien de desarme de instrumentos del Tesoro en tenencia de las entidades financieras (LEFI y LECAPs), cuando la demanda de BM excede a los factores de oferta.
- En este caso, el escenario base de la segunda revisión para el período marzo 2025-diciembre 2025 refleja un crecimiento mensual promedio de la base monetaria (demanda) de alrededor de 1,9 billones de pesos corrientes, apenas por encima del escenario proyectado en noviembre pasado (1,6 billones mensuales). Dicha demanda se cubriría fundamentalmente a través del desarme de instrumentos del Tesoro en cartera de las entidades financieras, ya que las compras netas en el mercado de cambios por parte de la autoridad monetaria apenas aportarían una expansión mensual de la base monetaria (oferta) de 0,1 billones de pesos corrientes. La expansión por sector externo es consistente con compras acumuladas en el mercado libre cambios desde marzo hasta diciembre de USD 1.085 millones, que se concentran en los meses de abril, mayo y diciembre, reflejando la estacionalidad típica del mercado de cambios. Cabe destacar que ello supone que desde abril en adelante el BCRA introduce cambios en la regulación cambiaria tendientes a reducir el BLEND de exportaciones, el cual se reduce en el ejercicio del 20% al 10% y permite capturar en el MLC una mayor proporción de las exportaciones totales de bienes y servicios. En caso de no adoptar dicha medida, el estrés sobre la liquidez en pesos sería aún mayor, en tanto el sector externo no resultaría expansivo en lo que resta de 2025.



- En términos de gestión de la liquidez en el mercado monetario, se asume que las entidades financieras optarían por desarmar su stock de LEFI para abastecerse de liquidez en un contexto de expansión de la demanda de circulante y de depósitos, antes que dejar de renovar LECAPs al vencimiento, o bien emplearlas como garantía en operaciones de pases activos. Ello, dada la configuración actual y esperada de retornos de las LEFI y la LECAPs (a fines de febrero la tasa efectiva mensual de la LEFI era de 2,4%, mientras que la LECAP rendía 2,6%), y los incentivos que genera el esquema de efectivo mínimo vigente, en el que 56% de la exigencia total puede integrarse con títulos públicos excluyendo LEFIs.
- Como puede apreciarse en el gráfico de abajo, el buffer de liquidez compuesto por el stock de LEFI en cartera de los bancos (\$12,7 billones en promedio en febrero de 2025) y el depósito en pesos del Tesoro en el BCRA (con un saldo de \$ 4,7 billones en febrero) serían insuficientes para cubrir las necesidades de liquidez asociadas al crecimiento esperado de la base monetaria (\$1,9 billones mensuales), en particular desde agosto en adelante. En efecto, en el ejercicio base las LEFI en manos de las entidades financieras se agotarían en agosto, mientras que el depósito de liquidez del Tesoro tendería a cero un mes más tarde.

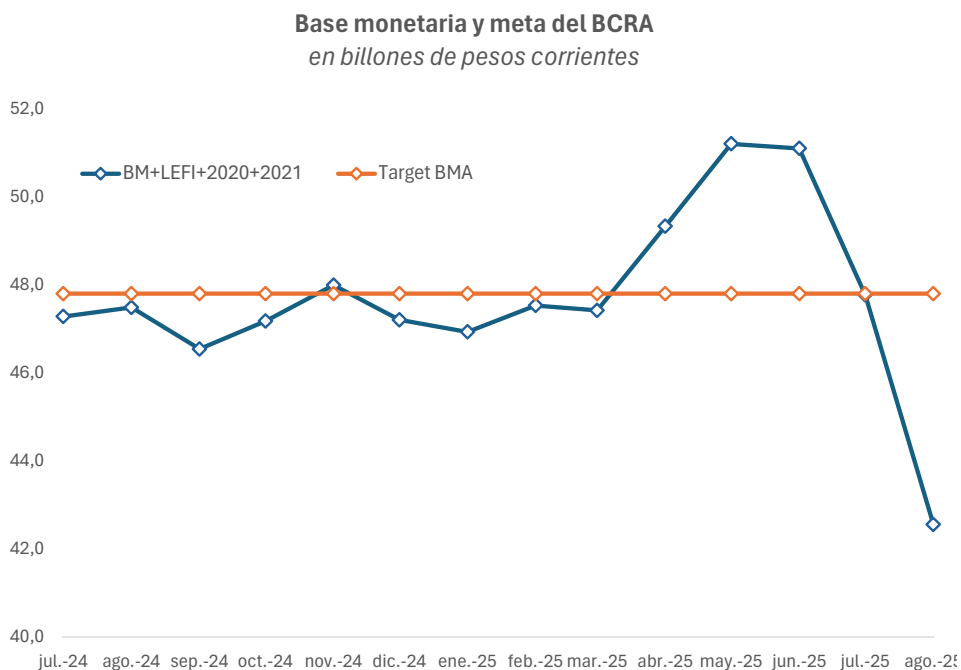


- El evento que termina de gatillar el estrés de liquidez en moneda local sería el pago de los servicios de la deuda en dólares con bonistas en julio próximo por USD 4.300 millones. De no contar con un financiamiento en moneda extranjera para cubrirlo, el Tesoro afrontaría el pago comprando los dólares contra pesos que tiene depositados en el BCRA, lo que terminaría por consumir dicho saldo. En este sentido, si bien el Gobierno Nacional se encuentra próximo cerrar un nuevo acuerdo de facilidades extendidas con el FMI que aportaría “fondos frescos”, el uso anunciado para los mismos, esto es, la cancelación de Letras Intransferibles en tenencia de la autoridad monetaria, no resolvería la brecha financiera del Tesoro en moneda extranjera. Para ello, los fondos frescos deberían computarse como apoyo presupuestario.
- Cabe notar que entre marzo y diciembre de 2025 se proyectan pagos netos a organismos multilaterales y bilaterales y a privados por casi USD 7.000 millones (esto siempre antes de suponer el efecto de un nuevo acuerdo con el FMI, que típicamente trae asociado mayores desembolsos de los otros IFIs). Teniendo en cuenta que el depósito del Tesoro en moneda extranjera en el BCRA ascendía a fines de febrero a USD 2.760 millones, y aún asumiendo que continúe hasta mediados de año la estrategia vigente de buscar financiamiento neto en el mercado de deuda en pesos para comprarle los dólares al BCRA, dicho depósito también se agostaría hacia mediados de año.



- Lo anterior da cuenta de un mercado monetario muy estresado. Si en el primer informe de revisión ya notábamos que los buffers de liquidez llegarían a niveles mínimos hacia fin de año, lo que sugería un escenario 2026 muy desafiante para el equilibrio monetario, en el contexto actual el estrés de liquidez tendría lugar mucho antes, hacia mediados de este año.
- Cabe destacar que el nivel del depósito en pesos del Tesoro en el BCRA es un indicador relevante para el respaldo de los títulos en pesos y, por lo tanto, para la capacidad de rollear los vencimientos de la deuda pública en moneda local. Al caer a niveles mínimos, el Tesoro podría enfrentar dificultades para renovar los mismos. Ello podría poner presión sobre las tasas de interés de corto plazo, la brecha cambiaria y el nivel de reservas internacionales, acentuando los desequilibrios.
- Finalmente, una dimensión adicional del análisis monetario es el rol del target de agregados monetarios que viene fijando el BCRA desde julio de 2024. La meta está definida como la suma de la base monetaria, el stock de LEFI en manos de las EEFF, y el saldo de las cuentas en pesos del Tesoro en el BCRA (cuentas 2020 y 2021). La autoridad monetaria se ha autoimpuesto un techo nominal de \$ 47,8 billones, que cuando corre riesgos de ser superado por el dinamismo de los agregados monetarios, lleva al Tesoro a mover fondos de las cuentas en

pesos a las cuentas en dólares en el BCRA. Dado que el fondeo en pesos que se utiliza a tal fin proviene fundamentalmente del financiamiento neto obtenido en las licitaciones de deuda en moneda local, el cumplimiento de este target acentúa la escasez de pesos, al reforzar el *crowding out* con el financiamiento al sector privado. En otras palabras, en pos de cerrar la brecha de financiamiento del Tesoro a partir de fuentes locales, entraría en cuestionamiento la capacidad del sistema bancario de abastecer la demanda de crédito al sector privado proyectada en el ejercicio.



3.2. Cuadro Escenario Base (2da revisión)

SUPUESTOS MACRO- ESCENARIO BASE														
Actividad		2022	2023	2024 (p)	2025 (p)	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1 (p)	Q2 (p)	Q3 (p)	Q4 (p)	
PIB real (EMAE)	Año	5.3	-1.6	-1.7	5.5	-5.2	-1.7	-2.0	2.1	8.4	4.6	5.2	3.8	
	Año	-3.0	-23.8	31.3	-6.0	9.3	82.0	14.0	4.0	-4.2	-11.2	-3.0	0.9	
	Año	5.9	0.4	-3.7	6.5	-5.7	-7.6	-2.9	1.5	9.3	7.2	5.7	4.0	
	Año	78.8	131.6	202.6	45.5	248.2	251.1	209.5	151.0	74.5	48.3	39.4	31.7	
	Año	82.7	191.4	579.2	842.8	418.2	555.1	635.5	708.2	729.7	822.9	885.6	932.8	
	Año	629.3	647.5	627.3	755.9	501.1	626.1	674.6	707.2	685.8	750.9	784.6	802.3	
Precios	Dic.	94.8	211.2	118.9	39.0	273.5	278.7	234.2	154.4	67.2	40.8	31.2	26.5	
	Dic.	90.6	229.4	105.0	38.4	289.8	278.3	225.3	142.6	60.8	40.6	32.5	26.9	
	Dic.	172.9	642.0	1,019.4	1,088.5	834.3	885.9	942.2	999.9	1,040.3	1,071.8	1,104.3	1,137.8	
	Dic.	69.9	271.3	58.8	18.9	333.8	282.3	201.6	123.7	24.7	21.0	17.2	13.8	
	Dic.	95.2	97.0	95.7	78.5	118.1	93.5	87.0	82.2	80.3	79.1	77.9	76.7	
	Año	-16.1	1.9	-1.3	-17.5	25.0	-0.1	-13.1	-17.1	-32.0	-15.4	-10.5	-6.7	
	Dic.	93.8	165.6	168.8	52.1	229.1	256.6	219.3	169.8	95.8	58.6	41.3	32.2	
	Dic.	-0.5	-1.1	8.8	9.4	-16.2	-7.9	-6.4	6.1	17.1	12.6	7.7	4.5	
	Dic.			244.2	53.1	257.4	331.1	306.0	243.8	109.5	55.2	40.4	33.6	
	Sector Externo													
	Año	12,352.5	-5,118.5	23,321.0	15,088.7	5,023.0	7,171.7	5,507.3	4,875.0	1,935.7	1,944.4	3,306.8	7,901.8	
	Año	88,515.1	66,736.0	79,416.2	86,193.6	17,407.0	20,768.7	20,962.3	20,583.0	18,513.8	21,606.9	23,199.1	22,873.8	
Año	76,162.5	69,800.3	56,095.2	71,104.9	12,384.0	13,597.0	15,455.0	15,708.0	16,578.1	19,662.5	19,892.3	14,972.0		
Año	-6,822.9	-6,415.9	-4,702.7	-7,565.7	-198.0	-81.0	-1,746.3	-1,696.3	-2,365.2	-1,518.8	-1,698.7	-1,983.0		
Año	-4,290.1	-22,621.5	8,720.9	-4,732.0	5,599.4	4,193.2	-2,064.8	-1,838.8	-2,232.9	261.5	-4,056.4	1,295.7		
Año	5,823.8	-3,535.7	20,370.9	2,594.0	8,511.7	5,830.1	413.0	3,953.0	2,031.6	2,539.0	-1,825.6	-151.4		
Año	5,013.8	-15,864.5	-5,906.6	-12,905.0	-2,128.1	840.8	-3,975.4	-1,718.2	-6,468.7	-5,136.7	-12,957.3	-14,623.1		
Fiscal														
Año	-2.0	-5.2	8.8	14.5	3.9	3.1	2.6	0.8	4.5	3.8	4.7	0.7	0.7	
Año	-2.0	-2.7	1.5	1.7	0.9	0.6	0.4	1.6	0.6	0.4	0.5	0.1	0.1	
Año	-3.2	-8.4	-0.8	0.1	1.1	1.4	-0.1	-0.7	1.4	2.3	1.2	-0.9	-0.9	
Año	-3.8	-4.4	-0.1	0.0	0.3	0.3	0.0	-0.1	0.2	0.3	0.1	-0.1	-0.1	
Monetario														
Dic.	75.2	117.7	32.0	25.0	95.8	51.5	40.0	35.9	30.0	25.7	20.0	20.0	20.0	
Dic.			2.7	2.1	8.2	4.3	3.3	3.0	2.5	2.1	1.7	1.7	1.7	
Dic.	68.8	119.6	33.1	26.1	98.9	43.3	37.8	36.4	29.3	24.9	19.2	19.2	19.2	
Dic.			2.7	2.1	8.1	3.6	3.2	3.0	2.4	2.0	1.6	1.6	1.6	
Dic.	70.7	117.3	43.0	36.0	106.4	62.9	41.1	42.7	41.5	38.1	32.4	32.4	32.4	
Dic.			3.6	3.0	7.6	4.8	3.4	3.5	3.5	3.1	2.7	2.7	2.7	

4. CONCLUSIONES DEL EJERCICIO DE PROGRAMACIÓN

Las tendencias de las variables macro-monetarias hasta fines de 2025 permitieron dar cuenta respecto de las debilidades del plan de estabilización del gobierno, las inconsistencias del programa, y los principales focos de tensión y de riesgo, que conducen a un agotamiento del esquema económico actual, y encienden luces de alerta al gobierno.

4.1. Conclusiones

- El ejercicio de programación monetaria realizado **permitió anticipar los efectos desinflacionarios de la estrategia de ancla cambiaria y salarial establecida por el gobierno**. En este sentido, a pesar de los desvíos registrados en las proyecciones de los componentes estaciones y regulados del IPC, la evolución de la inflación núcleo tendió a ubicarse en el rango de las proyecciones.
- Hacia adelante se espera que de no mediar grandes cambios en el esquema de política económica (escenario poco probable dadas las señales de alarma que arroja la programación externa y monetaria), la velocidad del proceso de desinflación tienda a desacelerarse. **Se anticipa así, una etapa en la que se enfrentarán mayores dificultades para romper niveles de inercia que ubican a los precios con una variación mensual apenas por debajo del 2% mensual.**
- Por otra parte cabe destacar que el ejercicio permitió identificar de forma anticipada los **problemas y tensiones que acumuló el esquema de política económica en materia de su consistencia externa**.
- Aunque la magnitud del blanqueo de capitales de finales de 2024 implicó una sorpresa que requirió la recalibración del escenario y la postergación en el tiempo de las tensiones, una vez incorporadas las novedades, las proyecciones lograron captar la evolución de las cuentas financieras del sector privado.
- Así, **se anticiparon los problemas en el saldo de divisas que caracterizaría al 2025 y que explican la agenda urgente que mantiene en la actualidad el gobierno con el FMI.**
- El faltante de divisas identificado permite asegurar que incluso bajo un acuerdo con el FMI que no modifique significativamente la política cambiaria, existen

riesgos elevados de que los recursos aportados por el organismo sean utilizados para el sostenimiento de un esquema cambiario insostenible, repitiendo errores de experiencias pasadas.

- A su vez, los resultados cambiarios del mes de marzo tienden a confirmar los riesgos de reversión del ciclo financiero que se incluyera en la primera revisión del escenario base. En aquel entonces señalamos:

“(...) la experiencia histórica demuestra que los ciclos financieros pueden no solo agotarse, sino también revertirse. En ese contexto, las operaciones financieras que abastecieron de oferta el mercado se recienten y se transforman en un factor de presión sobre el mercado de cambios oficial. En vistas de cuantificar estos riesgos resulta fundamental caracterizar la magnitud del proceso de endeudamiento privado.

La reversión del ciclo financiero podría implicar un empeoramiento del resultado cambiario de hasta U\$S4.750 millones que se concentraría en el segundo y tercer trimestre. En particular, los malos resultados cambiarios en los meses de estacionalidad positiva del mercado de cambios podrían transformarse en un factor desestabilizante sobre la dinámica cambiaria.”

- El proceso de desinflación proyectado por el modelo, en el marco de una estrategia de anclas cambiarias, monetarias, fiscales y salariales implementadas por el gobierno, permitió la recuperación de la actividad los últimos meses de 2024, que resultó en una **caída anual del PBI inferior a la estimada para 2024 (-1,7% versus -2,8%)**.
- La recuperación del salario real del sector privado por encima del estimado, aún bajo un política de “techo a las paritarias”, junto al dinamismo del crédito al sector privado motorizado por la ampliación de la capacidad prestable que surgió del blanqueo de capitales establecido a fines de 2024, y una tracción proveniente de Brasil mayor a la prevista, dieron lugar a una **recomposición de la actividad económica concentrada en los últimos meses de 2024, luego de un escenario de caída pronunciada por las políticas de ajuste implementadas por la actual administración**.
- Para 2025, ante la continuidad del esquema cambiario -de 1% de crawl-, del equilibrio en las cuentas fiscales, y el sostenimiento de las anclas monetarias, -escenario poco probable dada la materialización de riesgos en el frente cambiario y monetario, tal como surgió de la primera revisión-, el continuo proceso de desinflación resultaría en un crecimiento de la actividad económica previsto en 5.5%. **La materialización de los desequilibrios monetarios y en las cuentas externas, con potenciales impactos sobre la evolución del tipo de cambio, el desarme de la regulación cambiaria, y el sostenimiento del**

proceso de desinflación, ponen en duda el sendero de crecimiento previsto para 2025.

- En el actual régimen macroeconómico que ha utilizado el control de los agregados monetarios como una de sus anclas nominales para estabilizar la inflación, **a la escasez estructural de divisas que ha enfrentado la economía argentina a lo largo de las últimas décadas se le suma la potencial “escasez de pesos” inducida por la propia política económica.** Mientras que el Gobierno Nacional argumenta que frente a la falta de pesos, el sector privado debería volcar al sistema los dólares atesorados por los argentinos, resolviendo de este modo el problema de la falta de dólares, un escenario más plausible y menos armonioso es que la presión sobre el mercado monetario induzca presión sobre las tasas de interés, mayor inestabilidad cambiaria, y menor dinamismo del crédito al sector privado, cortando uno de los principales drivers de la recuperación en la actividad económica en los últimos meses.
- En tanto este eventual evento disruptivo, de no implementarse medidas compensatorias en el corto plazo, ocurriría entre el segundo y el tercer trimestre del año, continuar monitoreando la dinámica macroeconómica y realizando ajustes al escenario base se vuelve un ejercicio particularmente relevante. En tanto la apuesta del Gobierno Nacional es construir un primer puente entre la actual coyuntura y las elecciones de octubre próximo, y un segundo puente entre una macro con una cuenta corriente externa estructuralmente deficitaria en condiciones de crecimiento del producto y otra con mayor dinamismo exportador, una vez que maduren las inversiones en energía y minería -algo que no ocurriría de manera sustancial antes de 2027), el periodo 2025—2026 es una etapa fundamental sobre la cual construir un ejercicio de programación macroeconómica y monetaria, que facilite comprender la evolución de la economía argentina y anticipar factores de riesgo y eventuales cambios de política.