

Informe Económico Mensual



USAL
UNIVERSIDAD
DEL SALVADOR

Instituto de Investigación

Nº 219 Año 23 – 28 de agosto de 2023

Escriben: Adolfo Bosch, Leandro Marcarian, Juan Massot y Jorge Viñas.

EL DATO DEL MES

Tipo de cambio. El 14 de agosto el BCRA incrementó el dólar oficial 21,8% llevándolo al récord histórico de \$350.

LO QUE HAY QUE SABER

Argentina: estabilización en zona de crisis. Las elecciones primarias del 13 de agosto cambiaron radicalmente el escenario económico y político, tanto por el triunfo sorpresivo del candidato liberal Javier Milei como por el tercer puesto del frente oficialista que impulsa la candidatura del Ministro de Economía Sergio Massa. La devaluación del 14 de agosto seguida de una fuerte suba de tasas de interés y un programa de impulso de la demanda conduce a una dinámica de aguda estanflación y conflictividad social para los próximos meses.

Nuevos nubarrones en la economía global. En EE.UU. los datos más recientes no sugieren ninguna desaceleración de la actividad, poniendo en duda la continuidad del proceso de desinflación. Esto ha reducido las expectativas de baja de tasas de interés de la Fed para 2024, atemperando el optimismo en los mercados financieros y, junto con las dificultades económicas de China, está frenando el “viento de cola” para los países latinoamericanos.

China y su desaceleración. El mercado inmobiliario recibió dos golpes de los cuales aún no se recupera: la caída abrupta de la demanda por la pandemia, y una serie de regulaciones que ha desacelerado el crecimiento del sector. El resultado es una crisis de confianza que ha obligado al gobierno a adoptar medidas expansivas para sostener un mercado interno que crece menos de lo esperado.

LO QUE VIENE

Calendario electoral. En septiembre se celebrarán elecciones a gobernador en las provincias de Santa Fe y Chaco.

La economía china podría complicarse más. La desaceleración china ha alertado a inversores y funcionarios de otros países, y Goldman Sachs y Morgan Stanley ya han recortado sus objetivos de inversiones en acciones chinas. Una profundización de la caída de la demanda de importaciones chinas del resto del mundo podría tener un efecto significativo en la economía global.

PRINCIPALES INDICADORES HASTA FIN DE JULIO DE 2023

	2023 Abril	Mayo	Junio	Julio	Tendencia hasta julio 2023
IPC Var. % mensual	8,4%	7,8%	6,0%	6,3%	
IPC Var. % interanual	108,8%	114,2%	115,6%	113,4%	
Industria % uso capacidad instalada	68,9%	67,8%	68,6%	s.d.	Estable
	2023 Abril	Mayo	Junio	Julio	Tendencia hasta julio 2023
LELIQ Tasa de interés anunciada por el BCRA para Letras Liquidez (LELIQ) a 28 días	91,0%	97,0%	97,0%	97,0%	
EMBI Arg. Riesgo país en puntos básicos al último día del mes	2.656	2.590	2.037	1.980	
IVA DGI Recaudación Mensual Var. % interanual.	130,6%	148,7%	164,9%	155,9%	
Dólar \$/U\$S mayorista promedio bancos al último día del mes	222,6	239,3	256,7	275,3	
Depósitos en pesos Sector privado Var. % mensual de saldos promedios mensuales	5,4%	3,5%	7,7%	6,7%	
Depósitos en dólares Sector privado Var. % mensual de saldos promedios mensuales	-3,3%	- 3,1%	1,0%	0,2%	

PRECIOS, ACTIVIDAD Y COMERCIO EXTERIOR

INDICADORES MÁS RECIENTES

Adolfo Bosch

I. PRECIOS

VARIABLE		FUENTE	Período	Unidad	Valor	Período anterior		
PRECIOS	IPC Nacional	INDEC	Julio 23	Var. % mensual	6,3%	6,0%		
				Var.% interanual	113,4%	115,6%		
	IPC G.B.A		Julio 23	Var. % mensual	6,2%	5,8%		
				Var.% interanual	114,6%	117,0%		
	IPC C.A.B.A		Dirección General de Estadística y Censos. GCBA	Julio 23	Var. % mensual	7,3%	7,1%	
					Var.% interanual	117,9%	118,6%	

II. ACTIVIDAD

VARIABLE		FUENTE	Período	Unidad	Valor	Período anterior	
DEMANDA INTERNA	Ventas en Shoppings	INDEC	Mayo 2023	Var. % i.a. acumulado vs. acum. año anterior a precios constantes	13,2%	13,4%	
	Ventas en Supermercados		Mayo 2023	Var. % i.a. acumulado vs. acum. año anterior a precios constantes	1,9%	2,3%	
	Patentamiento autos 0 Km	ACARA	Julio 2023	Var.%interanual	8,8%	11,2%	
ACTIVIDAD	Estimador Mensual de Actividad Económica	INDEC	Junio 2023	Var.% mensual (sin estacionalidad)	-0,6%	-0,2%	
				Var.% interanual	-4,4%	5,5%	
PBI	1 er Trimestre 2023		Var. % ene-mar '22 vs ene-mar '23	1,3%	1,9%		
ACTIVIDAD INDUSTRIAL	IPI Manufacturero		Junio 2023	Var.% interanual	-2,3%	1,1%	
	Uso capacidad instalada		Junio 2023	% uso capacidad instalada	68,6%	67,8%	
CONSTRUCCIÓN	Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción		Junio 2023	Var.% interanual	-2,8%	-2,9%	
INGRESOS TRIBUTARIOS RELACIONADOS CON LA ACTIVIDAD INTERNA	IVA DGI (Bruto)	AFIP	Julio 2023	Var % mensual	4,5%	17,9%	
				Var. interanual	155,9%	164,9%	
	Sistema Seguridad Social			Var. % mensual	44,7%	2,3%	
	Créditos y Débitos en Cta.Cte.			Var. interanual	127,2%	113,9%	
				Var. % mensual	10,5%	4,9%	
Var. interanual	107,2%	108,3%					

III. COMERCIO EXTERIOR

VARIABLE		FUENTE	Período	Unidad	Valor	Período anterior	
COMERCIO EXTERIOR	Exportaciones	INDEC	Junio 2023	Nivel (U\$S M)	5.450	6.203	
				Var. % interanual	-35,4%	-24,8%	
	Importaciones			Nivel (U\$S M)	7.177	7.357	
				Var. % interanual	-17,2%	-6,7%	
	Saldo balanza comercial			Nivel (U\$S M)	-1.727	-1.154	

PANORAMA DE ARGENTINA

ARGENTINA, CON PRONÓSTICO RESERVADO

Juan Miguel Massot

Las primarias del 13 de agosto cambiaron radicalmente el escenario económico y político, tanto por el triunfo sorpresivo del candidato liberal Javier Milei como por el tercer puesto del frente oficialista que impulsa la candidatura del Ministro de Economía Sergio Massa. La devaluación del 14 de agosto seguida de una fuerte suba de tasas de interés y un programa de impulso de la demanda conduce a una dinámica de aguda estanflación y conflictividad social para los próximos meses.

1. Panorama político

No era ningún secreto que el tránsito hacia diciembre sería muy difícil desde lo económico, social y político. Aun así, el gobierno parece haberlo empeorado con las medidas cambiarias y comerciales adoptadas en los últimos días. ¿Cuál es su razonabilidad cuando está de salida y sin capacidad de acción gracias a la acumulación de errores? La única explicación a la mano es que se está haciendo todo lo sugerido por el FMI para lograr los desembolsos que permitan llegar a diciembre habiendo cumplido con el pago de los servicios al mismo organismo. **Ahora bien, todo esto se hace a costa de disparar la incertidumbre y, con ello, profundizar la crisis macroeconómica: acelerar la inflación y el dólar, y empeorar la recesión, la pobreza y la angustia social.** A pesar de la experiencia y dedicación del equipo económico, **lo cierto es que el proceso iniciado el lunes 14 es de muy difícil gestión.** De hecho, sería de lejos el mayor logro de su historia profesional si evitan que la Argentina culmine en una altísima o hiperinflación y en una dolarización caótica de hecho, con la convulsión social y política que esto implica.

Este período solo podrá ser comparado por los memoriosos que peinan muchas canas con 1989. En aquella oportunidad, un gobierno agotado política y económicamente procuró cumplir con el mandato constitucional de entregar el poder a otro gobierno elegido por las urnas, algo que logró a su manera y bajo condiciones extremas. Cabe señalar, trayendo a cuento tal experiencia, que los costos en materia de pobreza y desigualdad de aquellos trimestres se pagaron por mucho tiempo, y que algunos sectores de clase media y vulnerables nunca lograron reponerse. Esto es importante señalarlo porque, salvando las diferencias entre ambos casos, los costos de una crisis de doce años no podrán atribuirse a las medidas más o menos acertadas de la próxima administración, sino a aquellos que diseñaron y aplicaron las políticas públicas que nos condujeron a esta situación. No significa que los próximos funcionarios no tengan responsabilidad por sus propios errores, sino que la sociedad deberá ser cuidadosa a quién debe atribuir las tribulaciones que todavía faltan sufrir.

Levantando la vista y haciendo votos para que las decisiones que se tomen de aquí en más no estén tan erradas como las del pasado, sería muy conveniente que haya una verdadera integración entre el programa de estabilización macroeconómica, un proyecto de desarrollo económico y social a largo plazo, y una estrategia clara y acorde a los tiempos en el plano internacional. En ese sentido, si los nuevos funcionarios se centrasen exclusivamente en el corto plazo, su fracaso estará sellado, porque no podrán dar respuestas consistentes a los desafíos que enfrentarán. Por eso sería muy interesante conocer más detalles sobre la propuesta de desarrollo y de inserción internacional por parte de los potenciales candidatos a ocupar las carteras más relevantes (Economía -si concentrase todas las áreas que le corresponden-, Cancillería, Defensa, etc.) para poder así evaluar la factibilidad de que las elecciones de 2025 no sean un mero trámite de eyección del próximo presidente.

2. La macro después de las PASO

La negociación con el FMI entró en su etapa final luego de la segunda semana de junio. El domingo 23 de julio el FMI y el ministerio de Economía anunciaron un preacuerdo que todavía no ha sido formalmente suscripto¹. La conducción económica aplicó a su vez, un nuevo cambio en la política económica que no es más que una minidevaluación de alcance parcial:

- a) **La generalización del impuesto PAIS para importaciones de servicios: 25% más 45% de percepción de Impuesto a las Ganancias para las compras de dólares.** Se exceptúa la percepción de ganancias a la compra de divisas para pagos por fletes (paga 7,5%), salud y educación (siguen exentos) y recitales (ya paga 30%).
- b) Generalización del impuesto PAIS para importaciones de bienes: 7,5 % **salvo para: (i) Medicamentos y material para combatir el fuego, exentos por art. 36 de Ley 27.541, (ii) Suntuarios, que ya pagan 30%, (iii) Combustibles,**

¹ Al cierre de este informe el ministro de Economía, Sergio Massa, se encontraba en Washington para destrabar finalmente los desembolsos del FMI.

lubricantes, bienes vinculados a la generación de energía, e insumos y bienes intermedios vinculados a la canasta básica alimentaria, que seguirán exentos. Además, no se aplica la bancarización de su pago si las importaciones se pagan con dólares propios. Tampoco se cobrará para las importaciones posteriores al cobro de exportaciones relacionadas, o si se financia con prefinanciaciones o fondos propios.

- c) **Un dólar oficial más alto (\$ 340) para exportaciones de maíz y productos regionales no especificados a ser liquidadas hasta e próximo 31 de agosto.**

El impacto directo fue un aumento del tipo de cambio de importaciones de 7,5% de partes para partes importadas, lo que implicó un traslado a precios directo, que en general (y no sólo para automotores y motocicletas) redondeó un 3%-4%. A esto se sumó una decisión del Ministerio de Economía de restringir el otorgamiento de permisos de importación (las licencias no automáticas conocidas como SIRA y SIRASE) para frenar la caída diaria de reservas internacionales del BCRA y la presión alcista sobre los diversos tipos de cambio paralelos. La decisión no fue bien recibida: **fue una devaluación “fiscal” por la cual el Estado se apropia de la suba del tipo de cambio.** El traslado a precios es directo, perjudicando a los consumidores, pero no hay beneficio alguno para los productores de bienes exportables no comprendidos en las excepciones del punto b) antes mencionado. Más aún varios de esos conceptos soportan por esta medida incrementos en sus costos por insumos importados y el efecto traslación directo o preventivo habitualmente impulsado por las devaluaciones. **Resultado: más inflación y perspectivas de nivel de actividad a la baja.** Por otro lado, el gobierno uruguayo consideró esta medida como una decisión unilateral, inconsulta, de aumentar así un 7,5% el costo de importaciones y fletes, además de la suba en el costo de la importación de servicios por el impuesto PAIS.

A todo esto, se sumó la incertidumbre sobre el acuerdo con el FMI que llevó al gobierno a solicitar un préstamo de U\$S 1.000 M al Banco de Desarrollo CAF y poco más de U\$S 700 M en DEGs al gobierno de Qatar. La medida inicialmente no fue efectiva, y el 2 de agosto se observaron cambios en los requisitos de la AFIP para aprobar las condiciones de capacidad económica financiera que exige para acceder a los permisos de importación SIRA, lo que dejó a decenas de empresas fuera del acceso a la compra de divisas en el mercado oficial. La presión compradora de dólares no cedió, y ese mismo día la Comisión Nacional de Valores emitió la Resolución 969 según la cual para comprar un bono del gobierno argentino en dólares que se liquidaba en moneda extranjera en menos de 48 horas, se pasó a exigir al inversor que demuestre que en los 15 días previos no vendió bonos soberanos en dólares a ser liquidados en moneda extranjera, y que no se comprometa a hacerlo en los 15 días subsiguientes.

Resultado: postergación de liquidación de exportaciones y una presión compradora de dólares que se trató de contener con allanamientos a casas de cambio y “cuevas” del microcentro, antes de las PASO del 13 de agosto. Pero el triunfador, derrotando además a la casi totalidad de las encuestadoras privadas, fue el candidato libertario Javier Milei con el 30% de los votos. La otra sorpresa fue que el oficialismo kirchnerista, tercero, siendo la primera vez en varios años que el justicialismo quedó debajo de su “piso histórico” de 30% de votos.

CUADRO 1: RESULTADO ELECCIONES PRIMARIAS ABIERTAS SIMULTÁNEAS Y OBLIGATORIAS DEL 13 DE AGOSTO DE 2023

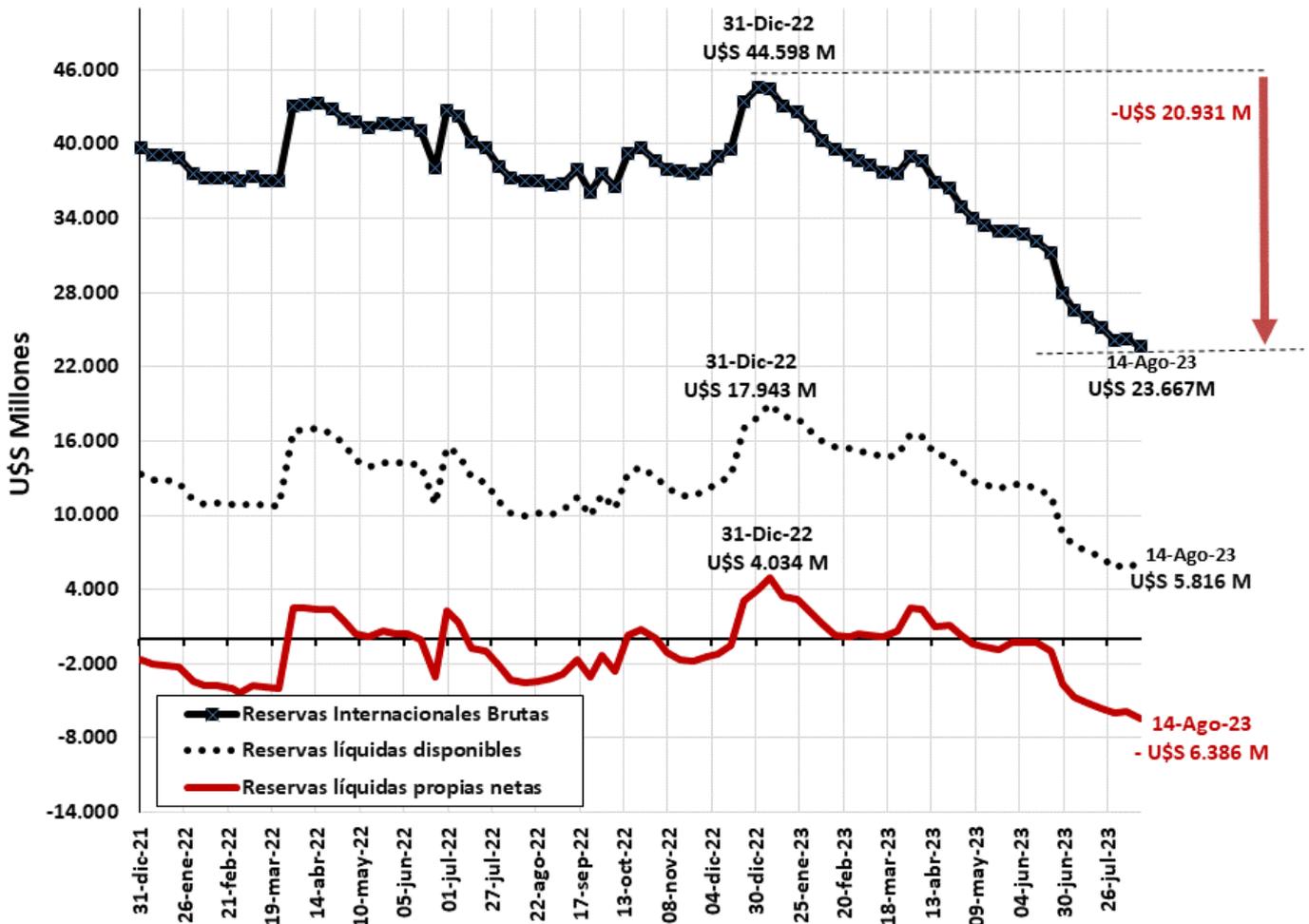
Frente	Precandidato a Presidente	Cantidad de votos válidos	% sobre el total votos válidos por candidato	% sobre el total votos válidos por frente/agrupación política
La Libertad Avanza	Javier Gerardo Milei	7.162.352	30,2%	30,2%
Juntos por el Cambio	Patricia Bullrich	4.022.466	17,0%	28,2%
	Horacio Antonio Rodríguez Larreta	2.675.563	11,3%	
Unión por la Patria	Sergio Tomás Massa	5.070.104	21,4%	27,2%
	Juan Grabois	1.390.585	5,9%	
Hacemos por Nuestro País	Juan Schiaretti	907.437	3,8%	3,8%
Frente de Izquierda	Myriam Teresa Bregman	442.085	1,9%	2,7%
	Gabriel Esteban Solano	186.808	0,8%	
Otros		725.067	3,1%	3,1%
Votos afirmativos		22.582.467	95,2%	
Votos en blanco		1.148.342	4,8%	
Total votos válidos		23.730.809	100,0%	
Votos nulos		293.041		
Votos recurridos, impugnados y comando		35.850		
Participación		24.059.700		
Total del padrón de electores		35.405.013		
			% ausentismo	
Personas que optaron por no votar:		11.345.313	32%	

Fuente: Presidencia de la Nación. Dirección Nacional Electoral. <https://www.argentina.gob.ar/elecciones-2023>

El gobierno reaccionó al día siguiente: dispuso a través del BCRA una devaluación del peso en el mercado oficial, de 22%, preanunciando que mantendrá el dólar oficial fijo en \$ 350 hasta la elección presidencial del próximo 22 de octubre, junto con una suba de la tasa de política monetaria de 21 puntos porcentuales, de 97% anual a 118% anual (tasa efectiva: 209% anual).

A esto siguió la creación por Resolución 1182 del Ministerio de Economía de la Unidad de Negociación de Acuerdos de Precios, a cargo del titular de la Aduana, Guillermo Michel, para endurecer los controles de precios y evitar un traslado a precios de la devaluación. Sin embargo, las remarcaciones de precios continuaron, tornando inocua la decisión del BCRA de fines de julio de postergar la publicación de Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) de agosto hasta el 15 de agosto. **Luego se anunció la suspensión de exportaciones de carnes y lácteos que fue leído, junto con las medidas anteriores como una señal de visible desorientación de las autoridades.** La contrapartida inevitable ha sido la continuidad de la caída de las reservas internacionales del BCRA, aun con la utilización del swap del Banco Popular Chino (que significa, por otro lado, aumento de la deuda pública externa).

GRÁFICO 1. RESERVAS INTERNACIONALES DEL BCRA. EVOLUCIÓN SEMANAL (2022-2023)



Fuente: BCRA

La suba de precios y las expectativas de mayor inflación deterioraron las expectativas del público, y entre el sábado 19 y el miércoles 23 de agosto se registraron lamentables **episodios de saqueos a supermercados y comercios en diversas localidades de varias provincias**: a) Mendoza (Guaymallén, Las Heras, Godoy Cruz y Tunuyán), b) Córdoba (Córdoba y Río Cuarto), c) Neuquén (Neuquén), d) Río Negro (San Carlos de Bariloche), e) Chaco (Resistencia), f) Santa Fe (ciudad de Santa Fe y amagues en Rosario), y g) Gran Buenos Aires (La Reja, José C. Paz, Merlo, Pilar, Escobar, Rincón de Milberg, Don Torcuato, El Talar, Loma Hermosa, Tres de Febrero, y Derqui). A esto se sumó una serie de intimidaciones y falsos rumores en la Ciudad de Buenos Aires, y robos y ataques a camiones en la zona de Luján.

La situación revela un visible contexto para el accionar organizado de grupos violentos en un escenario inflacionario y con probable caída de la actividad en lo que resta del año. Un panorama por demás complicado que le espera al próximo Presidente: **cualquiera sea el ganador, carecerá de mayoría propia en el Congreso, pero también de divisas en el BCRA y una acumulación de deuda pública a cancelar en el próximo año todavía indeterminada.** Todo indica que 2024 será tan o más complicado que este año, y que **al menos en los primeros 12-18 meses la futura nueva administración no tendrá margen para financiar el nivel actual de gasto público y serias dificultades para lograr el apoyo político necesario para aplicar programas fiscales con impacto recesivo.**

Mientras tanto, el domingo 27 de agosto el ministro de economía anunció una serie de medidas de expansión de la demanda agregada por las redes sociales:

a) Control de precios

1. Acuerdo hasta fin de octubre de suba de 5% de precios para 50.000 productos de higiene y alimentos de primera necesidad,
2. Congelamiento en ese período de precios de combustibles y de medicamentos.
3. Suspensión por 90 días de aumento de prepagas para hogares con ingresos inferiores a \$ 2 M.

b) Subsidios

1. Suma adicional de \$10.000 mensuales en septiembre y octubre a beneficiarios de Plan Potenciar Trabajo.
2. Prefinanciación de exportaciones vía cupo de créditos de U\$S 550 M del Banco de la Nación Argentina y U\$S 220 M del BICE.
3. Entrega de hasta 5 toneladas de fertilizantes para productores en emergencia agropecuaria para siembra de trigo y maíz.
4. Descuento de aportes patronales para titulares de PyMEs y microempresas.
5. Créditos por hasta \$ 4 M para monotributistas a tasa inferior en un 50% de “la tasa bancaria” y con 100% garantía del Estado.
6. Créditos por hasta \$ 400.000 a 24, 36 y 48 cuotas para trabajadores a tasa inferior en un 50% a la que se paga por tarjetas de crédito.

c) Impuestos

Reducción a cero de retenciones a las exportaciones de ciertos productos regionales.

d) Política de ingresos

1. Pago de suma fija (“bono”) mensual de \$ 25.000 para empleados de casas particulares (450.000 beneficiarios) por 90 días. El Gobierno (en realidad el próximo gobierno) reembolsaría el 50% a los empleadores con ingresos inferiores a \$ 2 M.
2. Los beneficiarios de la Tarjeta Alimentar recibirán un incremento en sus cuotas mensuales de 30% en dos meses.
3. Pago de suma fija (“bono”) mensual de \$ 37.000 en septiembre, octubre y noviembre a jubilados y pensionados, elevando así el haber mínimo a \$ 124.000, beneficiando así a 7 millones de personas.
4. Reintegro a jubilados por hasta \$ 18.000 en concepto de IVA por las compras que realicen con tarjetas.
5. Aumento nominal de salarios (privados y estatales) de suma fija por \$ 30.000 mensuales en septiembre y octubre (el FMI había pedido un recorte de 5% de los salarios estatales).

e) Mercado de divisas

Liberación de 25% de divisas para industrializadoras de soja para la compra de granos de soja.

Esta suerte de nuevo “Plan Primavera” pretende compensar el efecto estanflacionario de las medidas parciales anunciadas el 14 de agosto y atraer votantes hacia el oficialismo, pero conduce a un inequívoco deterioro de las cuentas fiscales e inestabilidad de precios e ingresos relativos.

Si bien el potencial efecto compensatorio podría observarse hacia octubre-noviembre, **este tipo de medidas exacerba aún más las expectativas de una disparada inflacionaria hacia el último trimestre del año.** En consecuencia, difícilmente logre estabilizar la inflación, ya el pago de la cuenta de buena parte de este programa **se trasladaría a la administración que asuma el próximo 10 de diciembre.** Sin financiamiento interno ni externo en los mercados de capitales, **ésta podría verse forzada a admitir inicialmente una fuerte expansión monetaria, que puede llevar la inflación de todo el año a niveles superiores al 190% que pronostican algunos bancos de Wall Street.**

PANORAMA INTERNACIONAL

NUEVOS NUBARRONES EN EL ESCENARIO GLOBAL

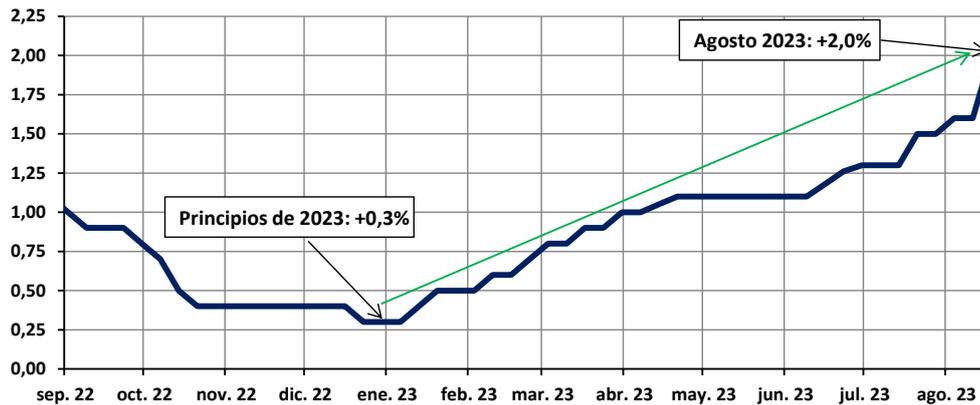
Jorge Viñas

En EE.UU. los datos más recientes no sugieren ninguna desaceleración de la actividad, poniendo en duda la continuidad del proceso de desinflación. Esto ha reducido las expectativas de baja de tasas de interés de la Fed para 2024, atemperando el optimismo en los mercados financieros y, junto con las dificultades de China, está frenando el “viento a favor” para los países latinoamericanos.

1. EE.UU.: Dudas respecto a la desinflación.

Los datos más recientes muestran que la actividad económica se mantiene firme en terreno expansivo, impulsando revisiones al alza de las proyecciones de crecimiento del PIB. Tanto las ventas minoristas como la producción industrial registraron en julio un incremento del 1% mensual, superando ampliamente las estimaciones del consenso compilado por Bloomberg. Este arranque auspicioso del tercer trimestre está dando lugar a nuevas revisiones al alza de las proyecciones de crecimiento del PIB del tercer trimestre y del año 2023. En el relevamiento de agosto que realiza Bloomberg entre economistas y analistas, el crecimiento del PIB estimado para el tercer trimestre subió a 1,8% trimestral anualizado, desde 0,5% en el relevamiento de un mes atrás. Para el año 2023, la proyección de crecimiento subió de 1,6% a 2,0%. En el gráfico 2 se presenta la evolución a lo largo del último año de la proyección de crecimiento del PIB para el año 2023 según la encuesta de Bloomberg, donde se aprecian las sucesivas revisiones al alza desde principios de año, cuando habían alcanzado un mínimo de 0,3% y se anticipaba que para esta altura del año la economía ya estuviera en recesión. También se observa que el ritmo de revisión al alza se acelera desde mediados de año, ya que a principios de junio todavía se ubicaba en 1,1%.

GRÁFICO 2. EE.UU. EVOLUCIÓN DE LAS PROYECCIONES DE CRECIMIENTO DEL PIB PARA 2023 EN EL ÚLTIMO AÑO (%)



Fuente: Bloomberg

Pese a la reciente desaceleración en la creación mensual de empleo, las condiciones del mercado laboral permanecen sólidas, con la tasa de desempleo en torno a mínimos históricos. En julio se crearon 187.000 empleos, ubicándose por segundo mes consecutivo por debajo de los 200.000, ya que en junio se habían creado 185.000 empleos según la última revisión. Esto compara con un promedio mensual de 270.000 en el primer semestre de 2023 y de 354.000 en el segundo semestre de 2022. Sin embargo, hasta el momento la desaceleración en la creación de empleo ha sido insuficiente para que la tasa de desempleo se aleje del piso de los últimos 50 años en el que se ha mantenido desde principios de 2022. En efecto, en julio la tasa de desempleo bajó de 3,6% a 3,5%, apenas por encima del mínimo de 3,4% de enero de 2023. Desde principios de 2022 se ha mantenido en un rango acotado entre 3,4% y 3,7%. Como referencia, en el período 1970-2020, el registro mínimo de la tasa de desempleo había sido de 3,5% en febrero de 2020, justo antes de la pandemia. La solidez del mercado laboral se refleja en el comportamiento de los salarios. Los ingresos laborales promedio por hora se han mantenido creciendo por encima del 4% interanual desde principios de 2023 y no muestran una tendencia a continuar la desaceleración que se había iniciado en 2022, a pesar de que todavía se sostienen claramente por encima del rango de 2-3% anual que predominó en los 15 años previos.

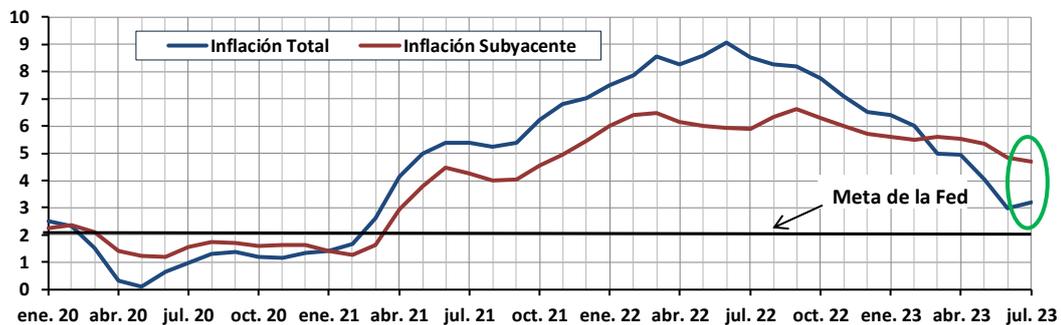
El comportamiento de la inflación minorista en julio se mantuvo dentro de lo esperado, pero se abren interrogantes respecto a la continuidad del proceso de convergencia de la inflación a la meta oficial del 2% anual. En julio, la inflación minorista repuntó a 3,2% interanual (de 3,0% en junio) en la medición total del índice, mientras que en la medición subyacente

continuó con la desaceleración gradual a 4,7% interanual del 4,8% en junio. Estos datos estuvieron en línea con el consenso de Bloomberg, mostrando en general un comportamiento benigno de la inflación, que en términos mensuales mantuvo el ritmo de 0,2% mensual del mes anterior tanto en la medición total como en la subyacente. Sin embargo, al analizar los distintos componentes del índice, así como los determinantes de su comportamiento hacia adelante, aparecen algunas luces amarillas respecto a la evolución de la inflación en los próximos meses:

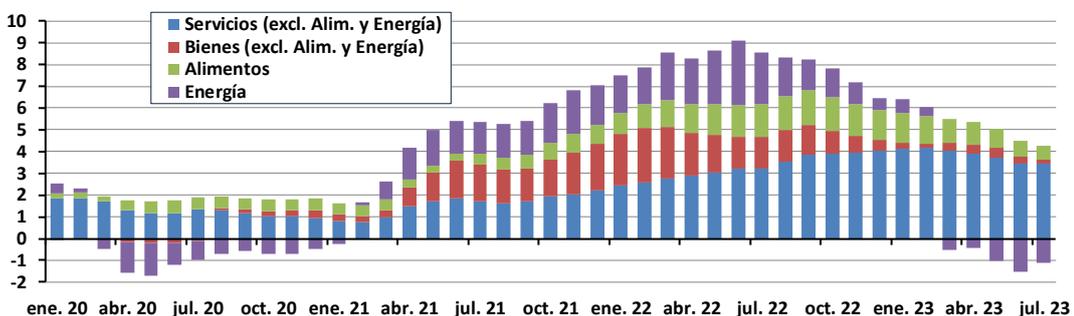
- 1) En primer lugar, algo que ya se advertía el mes anterior, está el hecho de que el principal factor que contribuyó a la desinflación del último año, la baja del precio de los combustibles ya no está presente porque el precio del petróleo ha repuntado casi u\$s 15 desde los mínimos de u\$s 67 por barril de junio, lo que repercute en el precio de las naftas. La contribución negativa de los precios de la categoría Energía a la inflación interanual se redujo en julio respecto al mes anterior.
- 2) En segundo lugar, las revisiones al alza de las estimaciones de crecimiento del PIB alejan la posibilidad de que un enfriamiento en la demanda ponga un freno a los precios, especialmente de los servicios, que en julio no continuaron con la tendencia gradual a la baja de los meses anteriores.
- 3) Dentro de las categorías de servicios, la de mayor peso en los índices es la de servicios de vivienda (principalmente alquileres y renta imputada de los propietarios), cuyos precios están correlacionados con un rezago con los precios de las propiedades. Hasta principios de 2023, los precios inmobiliarios sufrieron el impacto de la suba de tasas, registrando caídas mes tras mes. Pero en los últimos meses se han estabilizado y empiezan a mostrar un incipiente repunte, lo que no favorece la continuidad de la desinflación en los servicios de vivienda.
- 4) Luego, está el riesgo de que la fortaleza del mercado laboral se traduzca en presiones salariales persistentes, mencionado en el párrafo anterior.
- 5) Finalmente, el dato de inflación mayorista de julio, que mostró una aceleración mayor a lo esperado (de 0,1% interanual en junio a 0,8% en julio), podría estar anticipando que los beneficios de la superación de los cuellos de botella de oferta en muchas industrias integradas globalmente, que ayudaron a la baja de la inflación en las categorías de bienes en el último año luego del pico post-pandemia, se están agotando.

GRÁFICO 3. EE.UU. EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN Y CONTRIBUCIÓN POR CATEGORÍA

a) Evolución de la inflación interanual vs. la meta de la Fed (%)



b) Contribución de las principales categorías a la inflación interanual (p.p.)



Fuente: Bloomberg

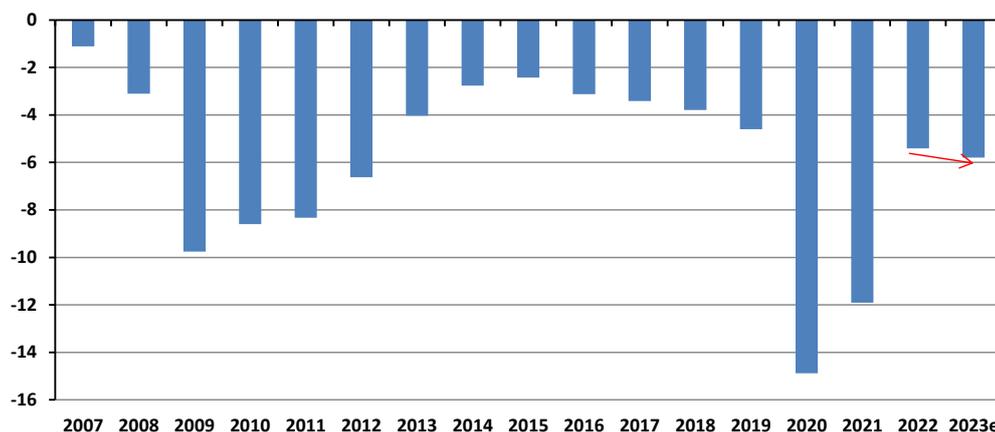
Las dudas respecto a la continuidad del proceso de desinflación implican un desafío para la política monetaria y generan incertidumbre sobre la trayectoria futura de las tasas de interés. La baja pronunciada de la inflación hasta junio había alimentado expectativas no sólo de que el final del ciclo de suba de tasas era inminente sino que además la Fed comenzaría pronto con un proceso de baja de tasas que llevaría la tasa de Fondos Federales debajo del 4% a principios de 2025 desde el 5,5% que alcanzó tras la suba de 25 p.b. en la reunión de julio. Los datos más recientes que apuntan a un nivel de

actividad más robusto que lo anticipado y las crecientes dudas respecto a la continuidad de la desinflación plantean un escenario más incierto, en el que empieza a lucir probable que la Fed deba recurrir al menos a una suba adicional de 25 p.b. en la tasa de Fondos Federales antes de fin de año, así como que la tasa de política monetaria deba permanecer en niveles elevados por un período más largo que lo previsto hasta hace pocas semanas atrás. La valuación de mercado de los futuros de tasa de Fondos Federales aun asignan una baja probabilidad (12%) a una suba de tasas de 25 p.b. en la próxima reunión de la Fed prevista para el 20 de septiembre, pero incorporan una probabilidad cercana al 50% (46% al 21 de agosto) de que suban 25 p.b. en la reunión de noviembre. También incorporan una trayectoria de baja de tasas más suave, que recién comenzaría entre marzo y mayo de 2024 y para principios de 2025 estaría más cerca de 4,5% que del 4% que se descontaba un mes atrás.

La escasa sensibilidad que ha mostrado el nivel de actividad a la suba de tasas ha abierto el debate respecto a la tasa de interés real “neutral”, es decir la tasa real de equilibrio de largo plazo. La baja de la tasa de crecimiento potencial de la economía de EE.UU. de las últimas décadas dio lugar a revisiones a la baja respecto a las estimaciones de la tasa “neutral”, especialmente luego de la crisis financiera internacional de 2008-2009, hasta ubicarse en un rango por debajo del 2% anual e incluso en torno al 1% anual en algunos cálculos. Pero el comportamiento reciente de la actividad económica, que contradujo todos los pronósticos de que la suba agresiva de tasas que aplicó la Fed para contener el estallido inflacionario post-Covid, que ya acumula 525 p.b. en un año y medio, llevaría a una recesión, está alimentando voces que sostienen que la tasa neutral en realidad es más elevada. Se espera que J. Powell aborde este tema candente en su exposición en la convención anual de la Fed en Jackson Hole, que tendrá lugar este viernes 25 de agosto.

También la política fiscal entra en discusión, ya que el mantenimiento de un elevado déficit fiscal por parte del gobierno de Biden, cuando la economía se mantiene en expansión y con un bajo desempleo, conspira contra el objetivo de la Fed de bajar la inflación. El déficit fiscal cerró el año 2022 en 5,4% del PIB y las proyecciones para 2023 según la encuesta de Bloomberg apuntan a un déficit creciente de 5,8% del PIB. El sesgo expansivo de la política fiscal en momentos en que la economía sostiene un ritmo de crecimiento positivo que le permite mantener el desempleo en los mínimos históricos, y cuando la inflación se mantiene por encima de las meta oficial, no tiene justificación desde el punto de vista macroeconómico. La aguda recesión provocada por las restricciones de la pandemia y las políticas compensatorias adoptadas llevaron el déficit fiscal a 15% del PIB en 2020. Pero la economía de EE.UU. se recuperó rápido y ya se encuentra por encima del nivel pre-pandemia, por lo que la política fiscal debería haberse tornado mucho más neutral como mínimo. En el actual contexto, el déficit fiscal elevado y creciente es otro factor que empuja al alza las tasas reales de interés. Esto, sin entrar en el terreno de la sustentabilidad de la deuda pública, que se proyecta que termine 2023 en el 98% del PIB y supere el 100% en 2024. El deterioro de la situación fiscal y el creciente nivel de deuda pública llevó a Fitch a reducir la calificación de la deuda soberana de EE.UU. de AAA a AA+, medida que por el momento no ha tenido un gran impacto en los mercados financieros, a diferencia de lo que ocurrió cuando Standard & Poors adoptó una decisión similar en el año 2011.

GRÁFICO 4. EE.UU. EVOLUCIÓN DEL RESULTADO FISCAL DEL GOBIERNO FEDERAL - % DEL PIB

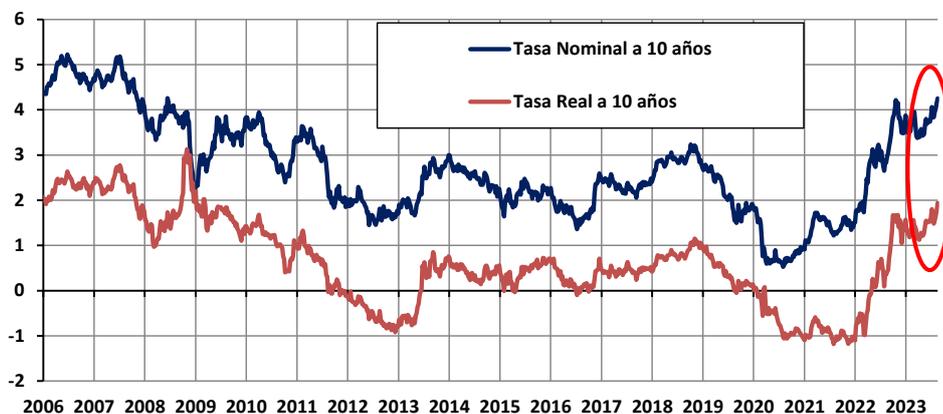


Fuente: Bloomberg

La mayor incertidumbre respecto a la trayectoria de la tasa de Fondos Federales y el debate respecto a una tasa de interés neutral más elevada en términos reales han provocado un desplazamiento hacia arriba de toda la estructura de tasas de interés de mercado, apagando la euforia que habían generado las expectativas de “soft landing” en los mercados financieros. La curva de rendimientos de los bonos del Tesoro ha experimentado un fuerte desplazamiento alcista desde mediados de julio, que llevó a la tasa del bono del Tesoro a 10 años a superar el pico de 4,25% que había alcanzado en octubre y noviembre de 2022, cerrando el 21 de agosto en un nuevo máximo desde 2007 en 4,35% y acumulando una suba de casi 100 p.b. en el último mes. No solo las tasas de retorno nominales subieron con fuerza sino también las tasas reales.

La tasa de rendimiento del bono del bono del Tesoro ajustable por inflación (conocido por la sigla TIPS, en inglés *Treasury Inflation Protected Securities*) subió 50 p.b. en el mismo lapso, cerrando el 21 de agosto en 2%, nivel que no alcanzaba desde el año 2009 (véase el gráfico 5). Esta abrupta suba de rendimientos nominales y reales representa un aumento del costo de oportunidad para las inversiones de riesgo que terminó ahogando la fuerte suba que venían acumulando los mercados accionarios tanto en EE.UU. como en el resto del mundo, alimentada por las expectativas de un “soft-landing” en EE.UU. El S&P500, el principal índice accionario de EE.UU., alcanzó el máximo el 31 de julio, acumulando una suba del 20% desde principios de 2023, pero desde entonces ha sufrido una caída del 4,3% al cierre del 21 de agosto. El índice mundial de acciones (excluyendo a EE.UU.) subió 15,5% al máximo del 31 de julio y desde allí cae 5,9% al 21 de agosto.

GRÁFICO 5. EE.UU. EVOLUCIÓN DEL RENDIMIENTO NOMINAL Y REAL DE LOS BONOS DEL TESORO A 10 AÑOS - % ANUAL



Fuente: Bloomberg

El riesgo, que por ahora no se observa, es que reaparezca en escena el fantasma del “hard landing”. En la medida que las tasas nominales y reales sigan subiendo, continuarán presionando a la baja las valuaciones de los mercados accionarios, con el consiguiente “efecto riqueza” negativo. También impulsan la suba de las tasas hipotecarias, que el 21 de agosto alcanzaron un nuevo máximo desde el año 2000 en 7,6% para los préstamos hipotecarios a tasa fija a 30 años, lo que afectará negativamente los precios y la actividad del mercado inmobiliario. El riesgo de recesión podría volver a subir rápidamente, aumentando la aversión al riesgo de los inversores.

2. Se frena el viento a favor para Latinoamérica

La suba de rendimientos nominales y reales en EE.UU. es mala noticia para los países latinoamericanos, que en la primera mitad del año venían aprovechando un escenario global favorable. Hasta fines de julio, los principales países de Latinoamérica (México, Brasil, Chile, Colombia, Perú, Uruguay) venían exhibiendo varias tendencias favorables.

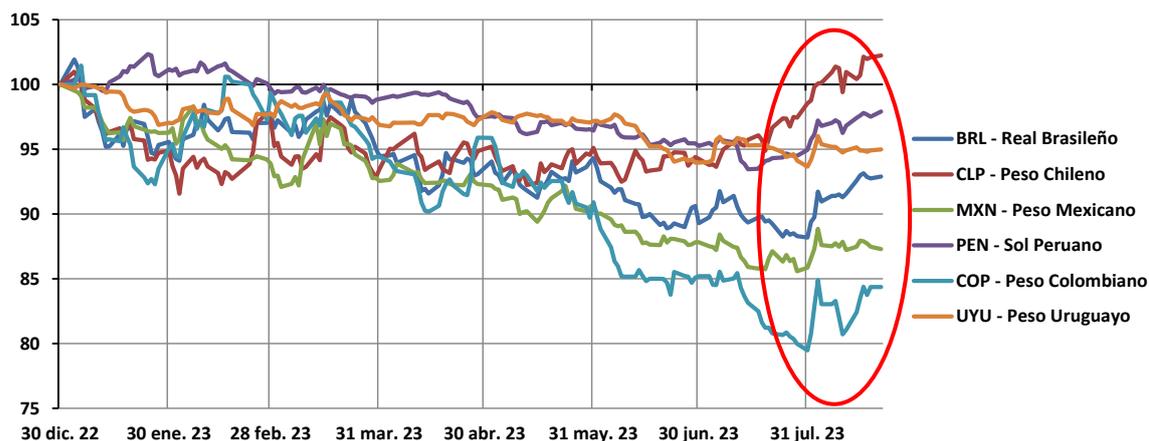
Las expectativas de que el final del ciclo de suba de tasas en EE.UU. estaba cercano estaba alimentando el flujo de capitales hacia países con tasas de rendimientos más atractivas.

Este grupo de países latinoamericanos había adoptado políticas monetarias restrictivas para combatir la inflación, que había alcanzado los dos dígitos en su pico, por lo que las tasas de interés tanto en términos nominales como reales permanecían elevadas, tornándose en receptores de ese flujo de capitales. Esto generó una reducción del riesgo soberano en estos países, que también alcanzó una reducción de las primas de riesgo de la deuda corporativa privada en dólares. Además, el ingreso de capitales se reflejó en un proceso de apreciación de las monedas de este grupo de países.

La apreciación cambiaria potenció el efecto de la política monetaria restrictiva, logrando reducir la inflación en forma significativa. Esto permitió empezar a cambiar el sesgo de la política monetaria. Los bancos centrales de Chile y Brasil han sido los “adelantados” en dar comienzo al ciclo de baja de tasas, lo que contribuye a mejorar las perspectivas económicas. Sin embargo, todas estas tendencias empezaron a mostrar señales de agotamiento desde fines de julio.

Las monedas de estos países muestran una depreciación de entre 1,5% y 6% desde el 31 de julio al cierre del 21 de agosto (véase el **gráfico 6**). El riesgo soberano ha subido hasta 60 p.b. (en el caso de Brasil y Colombia), y el índice de acciones MSCI Latam acumula una baja de 9% desde el máximo del 31 de julio, reduciendo la suba del año 2023 al 10%.

GRÁFICO 6: LATINOAMÉRICA. EVOLUCIÓN DE LAS MONEDAS DE PAÍSES SELECCIONADOS FRENTE AL USD – ÍNDICE 31-12-22 = 100



Fuente: Bloomberg

Las dificultades de China constituyen otra mala noticia para la región. A estas tendencias también ayudó la expectativa de que China experimentaría una aceleración en su ritmo de crecimiento tras el levantamiento de las medidas de aislamiento para contener el brote de Covid, ya que la demanda de China sigue siendo un factor determinante en el comportamiento de los precios de los commodities, base de las exportaciones de Latinoamérica. Pero China viene decepcionando las expectativas de recuperación y las medidas de estímulo adoptadas por el gobierno chino hasta ahora no han conseguido restablecer la confianza, lo que está llevando a una revisión a la baja de las proyecciones de crecimiento, que podría caer por debajo del 5% anual que es la meta oficial. Esto también se está reflejando en la depreciación de la moneda china frente al dólar. En efecto, el CNY se depreció un 2,5% desde fines de julio, alcanzando 7,3 yuanes por dólar, el peor nivel desde octubre de 2022, cuando las restricciones preventivas estaban afectando con mayor intensidad la actividad económica.

Los precios de los commodities sufren por el deterioro de las perspectivas de China, lo que se suma a la reciente tendencia a la apreciación del USD frente al resto de las divisas. Desde octubre de 2022, cuando el rendimiento del bono del Tesoro a 10 años alcanzó el pico de 4,25% y empezó a disminuir, el Dólar Index (DXY), que mide la evolución del USD frente a una canasta de divisas ponderadas por la participación en el comercio de EE.UU., entró en una tendencia declinante que lo llevó a perder un 12% de su valor hasta mediados de julio de 2023. Pero desde entonces exhibe una recuperación del 3,5% al 21 de agosto. Esto, sumado al impacto negativo de China, ha interrumpido el proceso incipiente de recuperación de precios que el índice de commodities de Bloomberg (BCOM) exhibía hasta fines de julio. Tras haber recuperado un 10% desde los mínimos de principios de junio, a partir del 25 de julio el BCOM retomó la baja y acumula una caída del 4% al 21 de agosto.

Por ahora, el “viento de cola” parece haber cesado pero no se ha transformado en “viento de frente”. Hasta el momento, las tendencias globales y locales no se han tornado abiertamente negativas. Todavía prevalecen las expectativas de que el año próximo la Fed dará comienzo al ciclo bajista de tasas de interés, por lo que los flujos globales de capital no se han revertido. Además, el efecto benéfico de la desinflación y de la baja de tasas en los países latinoamericanos sigue alimentando perspectivas favorables para el nivel de actividad. El riesgo es que una eventual acentuación de la incipiente depreciación cambiaría de las últimas semanas ponga un freno al proceso de desinflación y detenga las bajas de tasas, lo que empeoraría significativamente las perspectivas económicas de los países latinoamericanos.

EL COLAPSO DEL MERCADO INMOBILIARIO PONE EN JAQUE A LA ECONOMÍA CHINA

Leandro Marcarian

El mercado inmobiliario chino recibió dos golpes de los cuales aún no se recupera: la caída abrupta de la demanda por la pandemia, y una serie de regulaciones que ha desacelerado el crecimiento del sector. El resultado es una crisis de confianza que ha obligado al gobierno a adoptar medidas expansivas para sostener un mercado interno que crece menos de lo esperado.

Unas semanas atrás el gobierno de China prometió incrementar la asistencia estatal a su economía, que tiene dificultades para recuperarse después de la pandemia de COVID. Las medidas estarían apuntadas a impulsar el sector inmobiliario. Recordemos que en 2021 el gigante asiático impuso restricciones al endeudamiento del sector. Esto disparó la desconfianza en el mercado, lo cual contrajo la demanda y deprimió precios de los inmuebles.

La política monetaria expansiva de los Estados Unidos desde 2003, acrecentó la entrada neta de capitales financieros a China, que, sumado a un superávit de la cuenta corriente no hizo más que provocar una expansión de la liquidez, la cual no fue esterilizada totalmente. Estos superávits gemelos resultaron en un aumento de la liquidez del sistema bancario y el inmobiliario se convirtió en uno de los principales receptores de la misma. Entonces se generó una dinámica en la que gracias al dinero barato, crecía la demanda con dinero barato, lo cual empujaba la oferta de inmuebles, mientras subían los precios.

Los departamentos en China se pagan por adelantado y luego se construyen, a diferencia de otros mercados inmobiliarios en el mundo en que se paga con el avance de las etapas de construcción. Por lo tanto, el negocio de las inmobiliarias se basaba en un alza sostenida de los precios. No obstante, se contrajo la demanda por:

- i) La pandemia en donde las restricciones de movilidad dificultaban tanto las transacciones como generaban un clima de incertidumbre sobre el devenir y ii) las restricciones a compra de viviendas impuestas por el mismo gobierno.
- ii) Intervención del gobierno en el mercado inmobiliario a través de limitaciones al incremento de alquileres y venta de departamentos; y la imposición de que parejas casadas solo podían comprar un solo departamento

A esto hay que agregarle un control de precios más la crisis energética en China, que también afectó a toda la construcción.

Todas estas situaciones dieron un golpe extremadamente fuerte al mercado inmobiliario chino. Uno de los casos más famosos fue el colapso de Evergrande en 2021. Esta inmobiliaria apostó que China llevara adelante una política monetaria más expansiva, al igual que EE.UU. y una relajación en las medidas restrictivas por la pandemia, esperando que el mercado inmobiliario se recuperaría y podría hacer frente a su deuda. Sin embargo, fue todo lo contrario y una de las 500 compañías más grande del mundo cayó en quiebra, poniendo en jaque a todo el sistema bancario con un posible efecto dominó similar a lo sucedido tras la caída de Lehman Brothers.

La actividad inmobiliaria perdió US\$89.000 millones en 2021 y en 2022 cerca de US\$1.800 millones. Esto se debió a la devolución de tierras, amortización de propiedades, activos e incremento de costes financieros después de que en 2021 declarará el pago de un bono en dólares. En 2021 la inmobiliaria perdió el 90% de su valor en la bolsa de Hong Kong y otras, que representan el 40% de ventas de viviendas en China, también cayeron en cesación de pagos. El año pasado, las ventas de casas se desplomaron en un 24% y este año en un 6%. El sector inmobiliario sigue siendo una de las grandes amenazas del país. Se calcula que el 25% de la economía es explicada por el sector.

El último caso fue el de Country Garden que dominaba el 60% de los proyectos inmobiliarios de China. Pero cuando empezaron las restricciones inmobiliarias y el ingreso real caía fruto de la pandemia, la empresa empezó a mostrar problemas. Para finales del año pasado, Country Garden acumulaba una deuda de US\$165.000 millones y la semana del 7 de Agosto cayó en cesación de pagos tras no poder pagar dos reembolsos de intereses por préstamos. La situación podría repetirse en Septiembre, cuando enfrentará nuevos compromisos financieros. Para 2024 deberá enfrentar vencimientos por US\$4.300 millones. Estas noticias profundizan la crisis de confianza, agravando aún más la situación del sector financiero.

Frente a esta situación, el Banco Popular de China decidió recortar la tasa de interés en 15 puntos básicos, hasta el 2,5%, segundo recorte desde junio. Las tasas de las facilidades crediticias permanentes a un día, siete días y un mes se redujeron cada una en 10 puntos básicos a 2,65%, 2,8% y 3,15%, respectivamente. Asimismo, también se inyectó 204.000 millones de yuanes a través de repos inversos de siete días, reduciendo los costos de endeudamiento en 10 puntos básicos a 1,80% desde 1,90%.

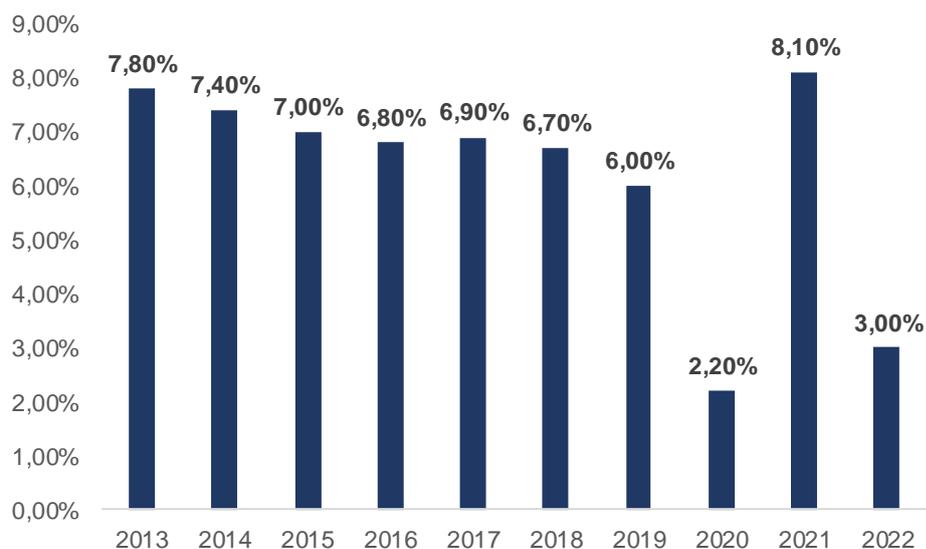
Desde la Oficina de Estadísticas de China, declararon que después de los decepcionantes resultados de la actividad económica, consumo e inversión, el país deberá enfocarse en expandir la demanda interna, recuperar la confianza y evitar riesgos. Los préstamos bancarios en China han sufrido una de sus mayores contracciones en más de una década. La economía a su vez enfrenta deflación y las exportaciones de contrajeron.

En julio, los precios al consumidor se contrajeron en un 0,2% mensual, primera caída en 28 meses. En términos anuales la caída fue del 0,3%. Esto se debe a los problemas en el sector inmobiliario, caída de exportaciones y contracciones del gasto de los consumidores. A su vez, los precios al productor también se contrajeron en un 0,3% mensual. En términos anuales la caída fue del 4,4%. El deflactor del PBI demostró que, en los primeros seis meses del año, el gigante asiático presentó una deflación. Sin embargo, desde el Gobierno explican que podría empezar a recuperarse ya que la inflación subyacente, que excluye alimentos y energía, se aceleró del 0,4% al 0,8%.

Por su parte, la producción manufacturera también cayó. El índice gerente de compras (PMI) cayó desde los 50,5 puntos de junio a los 49,2 en julio. Por arriba de los 50 puntos es una expansión del sector, mientras que por debajo es una contracción. Es la primera vez en tres meses que la actividad manufacturera se contrae, por lo que es un indicador de problemas en el sector en los próximos meses. Esto podría significar una posible recesión en el futuro. Las ventas minoristas también están presentando una ralentización con una caída de seis décimas en su crecimiento anual, la suba más baja desde fines de 2022.

A su vez, todas las semanas el Banco Popular de China inyecta liquidez al sistema. Por último, declaró que los bancos comerciales deberán mantener nivel adecuado de beneficios y márgenes netos de interés para sostener al sistema bancario. La base monetaria se ha expandido en un 9% en un año, mientras que el crecimiento del crédito supera el 11%, 1 pp. mayor a diferencia de julio del año pasado. Entre otras medidas, el mes pasado, los principales líderes de China prometieron ajustar las políticas de propiedad. El regulador de la vivienda también prometió realizar esfuerzos para apuntalar el sector, con tasas hipotecarias y tasas de pago inicial más bajas para los que compran viviendas por primera vez y aliviar las restricciones hipotecarias para las personas que desean mejorar sus viviendas.

GRÁFICO 7. CRECIMIENTO ANUAL CHINA 2013-2022



Fuente: Elaboración propia en base a Trading Economics

Según el Banco Mundial, la actividad económica china se viene recuperando por la reapertura económica que impulsa el gasto de los consumidores, inclusive las relacionadas con los servicios. La inyección de liquidez ayuda al sector inmobiliario de salir de la recesión, garantizando la concreción de proyectos a futuro. Aunque el comercio de bienes sigue siendo moderado. Se estima un crecimiento del 5,6% para este año, impulsada por el gasto de consumidores, con la reactivación de servicios domésticos. Se estima una moderada recuperación de las inversiones, aunque las deudas del sector inmobiliario condicionan los estímulos para invertir. La débil demanda externa también frena el crecimiento económico para el año. Se espera que la inflación esté por debajo de la meta, permitiendo que la política monetaria sea acomodaticia.

Para el segundo semestre, el rebote del relajamiento de las restricciones se va a desvanecer por lo que el crecimiento económico se desacelerará al 4,6% para 2024 ya que la moderación del consumo compensa el repunte de las exportaciones. Entre los mayores riesgos se encuentra la posibilidad de que las tensiones en el mercado inmobiliario continúen o se profundicen. Asimismo, disminuciones en el comercio exterior y la posibilidad de olas disruptivas de Covid-19. Entre los factores al alza, se encontraría una recuperación más fuerte del consumo que apoyaría un crecimiento más sostenido en el tiempo.

En síntesis, China se encuentra en dificultades para volver al crecimiento económico que gozaba antes de las restricciones llevadas adelante por el gobierno. Hoy deben volver a recurrir a las políticas monetarias expansivas para poder estimular a la economía. No obstante, las tensiones en el sector inmobiliario amenazan con afectar la dinámica de la actividad. Todo dependerá de si con las políticas de inyección de liquidez logran estimular la demanda interna o no. En ese caso será necesario políticas de flexibilización aún mayores.

PRÓXIMOS INDICADORES Y EVENTOS

2023		Agosto				
LUNES	MARTES	MIÉRCOLES	JUEVES	VIERNES	SÁBADO	DOMINGO
21	22	23	24	25	26	27
	INDEC: Intercambio comercial argentino (ICA). Julio de 2023. Sistema de índices de precios mayoristas (SIPM). Julio de 2023.	INDEC: Estimador mensual de actividad económica (EMAE). Junio de 2023.	INDEC: Encuesta de supermercados. Junio de 2023. Encuesta de autoservicios mayoristas. Junio de 2023. Encuesta nacional de centros de compras. Junio de 2023.			
LUNES	MARTES	MIÉRCOLES	JUEVES	VIERNES	SÁBADO	DOMINGO
28	29	30	31			
2023		Septiembre				
LUNES	MARTES	MIÉRCOLES	JUEVES	VIERNES	SÁBADO	DOMINGO
				1	2	3
				U.S. Bureau of Labor Statistics (EE.UU.): Situación del Empleo. Agosto de 2023.		
LUNES	MARTES	MIÉRCOLES	JUEVES	VIERNES	SÁBADO	DOMINGO
4	5	6	7	8	9	10
			INDEC: Índice de producción industrial manufacturero (IPI manufacturero). Julio de 2023. Indicadores de coyuntura de la actividad de la construcción. Julio de 2023.			Elecciones generales provincia de Santa Fe.
LUNES	MARTES	MIÉRCOLES	JUEVES	VIERNES	SÁBADO	DOMINGO
11	12	13	14	15	16	17
		INDEC: Utilización de la capacidad instalada en la industria (UCII). Julio de 2023. U.S. Bureau of Labor Statistics (EE.UU.): IPC. Agosto de 2023.	Banco Central Europeo: Reunión de Política Monetaria. U.S. Bureau of Labor Statistics (EE.UU.): Índice de Precios al Productor. Agosto de 2023.	INDEC: Canasta básica alimentaria (CBA) y Canasta básica total (CBT). Agosto de 2023.		Elecciones generales provincia de Chaco.

ANEXO ESTADÍSTICO

Indicador	Jul-22	Ago-22	Sep-22	Oct-22	Nov-22	Dic-22	Ene-23	Feb-23	Mar-23	Abr-23	May-23	Jun-23	Jul-23
Precios													
IPC Nacional (INDEC) Var. % m/m	7,4%	7,0%	6,2%	6,3%	4,9%	5,1%	6,0%	6,6%	7,7%	8,4%	7,8%	6,0%	6,3%
IPC Nac. Núcleo Var. % m/m	7,3%	6,8%	5,5%	5,5%	4,8%	5,3%	5,4%	7,7%	7,2%	8,4%	7,8%	6,5%	6,5%
IPC Alim. y beb. no alc. Var. % m/m	6,0%	7,1%	6,7%	6,2%	3,5%	4,7%	6,8%	9,8%	9,3%	10,1%	5,8%	4,1%	5,8%
IPC Nacional (INDEC) Var. % a/a	71,0%	78,5%	83,0%	88,0%	92,4%	94,8%	98,8%	102,5%	104,3%	108,8%	114,2%	115,6%	113,4%
IPC Nac. Núcleo Var. % a/a	72,2%	78,4%	82,3%	86,4%	89,1%	90,6%	94,4%	100,4%	102,0%	105,2%	110,3%	113,1%	111,5%
IPC Alim. y beb. no alcohólicas Var. % a/a	70,6%	80,0%	86,6%	91,6%	94,2%	95,0%	98,4%	102,6%	106,6%	115,0%	117,8%	116,9%	116,3%
IPC GBA (INDEC) Var. % m/m	7,4%	7,0%	6,0%	6,6%	5,0%	5,3%	6,0%	6,7%	7,8%	8,6%	8,0%	5,8%	6,2%
IPC GBA Núcleo Var. % m/m	7,4%	6,9%	5,5%	5,8%	4,9%	5,6%	5,5%	7,5%	6,8%	8,4%	7,9%	6,5%	6,4%
IPCBA (CABA) Var. % m/m	7,7%	6,2%	5,6%	7,0%	5,8%	5,8%	7,3%	6,0%	7,1%	7,8%	7,5%	7,1%	7,3%
IPC GBA (INDEC) Var. % a/a	71,8%	79,1%	82,9%	87,8%	92,8%	95,2%	99,0%	103,1%	105,3%	109,9%	116,3%	117,0%	114,6%
IPC GBA Núcleo Var. % a/a	73,3%	79,8%	83,5%	87,9%	90,7%	92,5%	96,6%	102,2%	103,6%	106,2%	112,0%	114,5%	112,4%
IPCBA (CABA) Var. % a/a	69,2%	74,6%	78,4%	84,0%	89,9%	93,4%	99,4%	103,1%	105,5%	110,4%	114,4%	118,6%	117,9%
Expectativas de Inflación (UTDT)													
Mediana	60,0	50,0	60,0	70,0	80,0	70,0	70,0	80,0	80,0	90,0	100,0	100,0	100,0
Media	62,5	60,6	61,7	68,4	72,4	69,6	70,2	69,9	75,4	82,0	96,4	94,1	89,6
Indicadores Fiscales SPNF (Var. % a/a)													
Ingresos Totales	82,8%	73,3%	41,1%	94,5%	79,4%	92,0%	92,4%	85,6%	60,7%	71,9%	104,8%	115,0%	s/d
Gastos Totales	64,7%	77,4%	77,6%	60,8%	88,7%	70,6%	116,1%	109,2%	69,6%	84,6%	114,6%	106,0%	s/d
Ingr. Primarios (sin Rentas de la Prop.)	74,1%	71,3%	33,1%	95,5%	85,9%	90,2%	94,9%	83,1%	78,1%	87,0%	106,3%	114,1%	s/d
Gastos Primarios	62,0%	72,9%	78,9%	63,5%	77,9%	54,8%	111,3%	95,0%	69,0%	88,7%	98,2%	109,8%	s/d
Recursos tributarios (Var. % a/a)													
Recaudación total	87,0%	72,2%	117,9%	92,8%	88,8%	95,6%	93,4%	82,3%	88,3%	90,2%	104,9%	109,2%	104,6%
Dirección General Impositiva	100,8%	71,4%	92,7%	111,0%	111,2%	102,8%	109,6%	111,5%	124,7%	102,0%	103,7%	107,8%	110,9%
Dirección General de Aduanas	68,6%	66,8%	198,0%	57,9%	38,3%	79,1%	43,8%	7,2%	17,2%	47,4%	97,3%	109,1%	66,6%
Sistema de Seguridad Social	79,2%	81,4%	81,7%	89,7%	94,9%	96,5%	105,4%	103,2%	113,0%	110,7%	117,8%	113,9%	127,2%

Indicador	Jul-22	Ago-22	Sep-22	Oct-22	Nov-22	Dic-22	Ene-23	Feb-23	Mar-23	Abr-23	May-23	Jun-23	Jul-23
Confianza del Consumidor (UTDT)													
Indice	34,7	37,1	37,2	35,7	35,2	35,9	38,5	36,2	36,2	37,1	38,3	41,8	43,6
Var. % m/m	-11,1%	6,6%	0,4%	-4,1%	-1,4%	2,2%	7,3%	-6,1%	5,6%	-2,9%	3,3%	9,1%	4,3%
Var. % a/a	-8,2%	-6,8%	-8,2%	-11,3%	-11,4%	-4,9%	-4,0%	-8,2%	-2,0%	3,8%	5,5%	6,9%	25,4%
Indicadores de Actividad													
EMAE (INDEC) Var. % a/a	5,9%	6,6%	4,8%	4,5%	2,6%	-1,2%	2,9%	0,2%	1,3%	4,4%	-5,5%	-4,4%	s/d
Var m/m, sin estacionalidad	0,5%	0,3%	-0,1%	-0,8%	-0,8%	-0,9%	0,3%	0,0%	0,1%	-1,9%	0,6%	-0,2%	s/d
Uso Capacidad Instalada Industria Manufacturera (INDEC)	67,9%	69,6%	68,6%	66,7%	68,9%	63,8%	62,0%	65,0%	67,3%	68,9%	67,8%	68,6%	s/d
Venta de autos O Km (ADEFA) Var. % a/a	20,8%	11,9%	34,6%	30,8%	26,6%	2,4%	9,8%	18,5%	12,6%	9,5%	14,5%	18,5%	5,1%
Var m/m, con estacionalidad	-21,0%	-0,9%	18,6%	-4,4%	6,4%	-5,6%	-34,0%	36,2%	26,4%	-11,3%	14,2%	14,3%	-29,9%
Producción Industrial (FIEL) Var. % a/a	2,3%	5,5%	-0,4%	0,1%	0,1%	-3,8%	3,7%	-2,2%	0,2%	0,4%	-3,0%	-2,5%	s/d
Var m/m, desest.	-2,9%	0,1%	-3,5%	-0,4%	1,4%	-1,2%	2,9%	-1,0%	2,7%	-1,0%	-0,3%	0,8%	s/d
Producción Industrial (INDEC) Var. % a/a	5,2%	7,3%	3,9%	3,1%	0,5%	-3,0%	6,4%	-1,7%	3,1%	1,7%	1,1%	-2,3%	s/d
ISAC (INDEC) Var. % a/a	5,3%	7,4%	5,2%	-0,8%	-1,4%	-10,5%	2,7%	-6,3%	1,2%	-4,0%	-2,9%	-2,8%	s/d
Construcción (Grupo Construya) Var. % a/a	8,4%	12,1%	2,1%	0,0%	-5,1%	-12,7%	0,4%	-10,7%	-9,1%	-12,4%	-9,2%	-7,5%	-13,2%
Var. % m/m, desest.	7,6%	-9,9%	-5,5%	5,3%	-9,0%	-11,5%	4,9%	8,0%	-4,6%	8,2%	1,1%	0,9%	-2,0%
Despachos de Cemento (AFCP) Var. % a/a	9,4%	12,3%	8,6%	-1,3%	-0,1%	-9,4%	8,9%	-5,1%	5,6%	-1,3%	-2,0%	-2,4%	-7,2%
Indicadores del Sector Externo													
Exportaciones en USD	7.805	7.541	7.518	7.962	7.122	6.119	4.925	5.239	5.735	5.898	6.203	5.450	s/d
Var. % a/a	7,2%	-6,9%	-0,7%	16,0%	15,0%	-7,1%	-11,2%	-18,8%	-22,0%	-29,3%	-24,8%	-35,4%	s/d
Importaciones en USD	8.289	7.837	7.137	6.079	5.762	5.017	5.368	5.029	6.846	6.091	7.357	7.177	s/d
Var. % a/a	43,7%	36,2%	21,3%	15,9%	-0,1%	-19,3%	2,2%	-10,7%	-3,3%	-11,5%	-6,7%	-17,2%	s/d
Saldo Comercial en USD	-484	-296	381	1.883	1.360	1.102	-443	210	-1.111	-193	-1.154	-1.727	s/d
Precios Materias Primas BCRA (dic 2001=100)	337,7	340,7	331,1	327,2	330,2	321,2	327,6	325,9	313,7	310,1	292,3	292,2	298,6
Var. % a/a	13,4%	16,2%	18,4%	16,2%	12,9%	8,6%	4,4%	-1,4%	-14,7%	-16,6%	-21,5%	-20,1%	-11,6%

Indicador	Jul-22	Ago-22	Sep-22	Oct-22	Nov-22	Dic-22	Ene-23	Feb-23	Mar-23	Abr-23	May-23	Jun-23	Jul-23
Indicadores Monetarios (saldos promedios mensuales)													
Base Monetaria (\$ M.M.)	4.216	4.298	4.181	4.230	4.400	4.821	5.293	5.237	5.167	5.201	5.394	5.600	6.105
Circulante	3.200	3.233	3.172	3.239	3.348	3.790	4.089	4.086	4.071	4.154	4.299	4.505	4.927
Otros pasivos BCRA en mon. local: (a) + (b) + (c)	9.164	9.315	10.437	11.379	11.925	12.999	13.613	14.360	15.311	16.458	18.073	19.751	21.087
(a) Deuda Remun (LELIQ+NOCOM)	5.863	6.029	6.511	7.238	7.466	7.953	8.218	8.559	8.930	9.618	10.719	11.645	12.563
(b) Pasivos netos por pasos	1.044	942	1.411	1.432	1.633	2.006	2.185	2.464	2.874	3.100	3.271	3.694	3.801
(c) Depósitos del Gobierno	2.257	2.344	2.516	2.708	2.827	3.040	3.210	3.337	3.507	3.739	4.083	4.413	4.723
Reservas intern. brutas (U\$S M.M.)	40,4	37,1	37,2	39,1	37,9	40,8	43,2	39,9	37,9	37,0	33,5	31,9	26,1
Dep. en mon.ext. en BCRA (U\$S M.M.)	18,1	17,5	17,5	17,5	18,1	18,8	19,5	19,6	19,3	18,5	17,8	17,6	17,8
(BaseMon.+ Pas.noMon.)/(Rvas.Int.Brut - Dep.en U\$S en BCRA)	600,3	694,8	739,1	723,8	823,1	808,6	800,3	965,3	1.100,9	1.170,1	1.494,6	1.779,2	3.301,6
Tipo de cambio mayorista bancos (\$ / U\$S)	128,4	135,3	143,6	152,6	162,1	172,9	182,2	191,9	203,1	216,6	231,2	248,8	266,5
Depósitos bancarios (saldos promedios mensuales)													
Total depósitos (\$ M.M.)	15.868	16.435	17.594	18.914	19.895	21.481	22.817	23.777	24.963	26.417	28.620	30.849	33.085
Sector privado	13.048	13.406	14.396	15.386	16.268	17.869	18.963	19.999	21.098	22.299	23.838	25.649	27.479
Sector público	2.820	3.029	3.198	3.529	3.627	3.612	3.854	3.778	3.865	4.118	4.782	5.200	5.606
En moneda local (\$ M.M.)	13.542	14.062	15.096	16.250	16.962	18.240	19.262	20.019	21.043	22.435	24.496	26.479	28.340
Sector privado	11.113	11.431	12.274	13.108	13.802	15.163	16.004	16.859	17.788	18.891	20.303	21.816	23.362
Sector público	2.429	2.631	2.822	3.142	3.160	3.077	3.257	3.160	3.254	3.544	4.192	4.663	4.978
En moneda extranjera (\$ M.M.)	2.326	2.373	2.498	2.665	2.933	3.240	3.555	3.758	3.921	3.982	4.125	4.370	4.745
Sector privado	1.935	1.975	2.122	2.278	2.466	2.706	2.958	3.141	3.309	3.408	3.535	3.834	4.117
Sector público	391	398	376	386	467	535	597	618	611	574	590	537	628
En moneda extranjera (U\$S M.M.)	18,1	17,5	17,5	17,5	18,1	18,8	19,5	19,6	19,3	18,5	17,8	17,6	17,8
Sector privado	15,1	14,6	14,8	15,0	15,2	15,7	16,3	16,4	16,3	15,8	15,3	15,4	15,5
Sector público	3,0	2,9	2,6	2,5	2,9	3,1	3,3	3,2	3,0	2,7	2,6	2,2	2,4
Tasas de interés nominales													
Tasa de control monetario BCRA (% anual) Prom. mensual	52,8	66,1	72,6	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	76,5	80,3	94,3	97,0	97,0
Tasas activas (% anual)													
Call en pesos entre bancos privados	41,7	52,7	60,5	59,9	62,5	64,5	64,7	63,7	64,2	66,0	81,8	84,9	86,2
Adel. cta.cte. en pesos a empresas no financ. por \$ 10 M o más, con acuerdo, de 1 a 7 días	46,7	61,8	69,6	72,4	73,9	73,3	74,4	75,1	75	76,3	88,7	92,2	91,8
Préstamos personales	65,7	75,3	78,2	82,7	79	81	79,4	79,6	79,6	80,9	93,6	103,7	102,4
Tasas pasivas (% anual)													
BADLAR	50,1	59,5	65,5	68,3	68,3	68,4	68,9	68,9	70,2	73,6	88,9	91,5	92,0
Plazo fijo en \$ hasta \$ 100.000	52,1	64,4	71,0	73,5	73,5	73,6	73,6	73,5	75,0	78,0	92,2	95,4	95,5
Plazo fijo en \$ más de \$ 1.000.000	49,6	58,8	64,7	67,6	67,4	67,9	68,1	68,1	69,5	72,9	88,1	90,9	91,1