

# Informe Económico Mensual



**USAL**  
UNIVERSIDAD  
DEL SALVADOR

Instituto de Investigación

Nº 212 Año 22 – 15 de diciembre de 2022

Escriben: Adolfo Bosch, Leandro Marcarian, Héctor Rubini y Jorge Viñas.

## EL DATO DEL MES

**Inflación.** El INDEC informó que en el mes de noviembre el IPC registró una suba mensual de 4,9%, sorprendentemente más baja que el promedio estimado por el sector privado: 6,1% según el Relevamiento de Expectativas de Mercado del BCRA.

## LO QUE HAY QUE SABER

**Argentina: hacia un 2023 con dificultades.** La escasez de lluvias preanuncia una baja de la cosecha gruesa y escasez de divisas. Dado el compromiso con el FMI para subir tarifas públicas, es de esperar que la inflación no tienda a la baja en el próximo año. Tampoco que se modifique el actual escenario con indexación de contratos, exceso de oferta de pesos, y de demanda de bienes y de dólares. Esto complicará en 2023 los intentos oficiales de bajar la inflación sólo con controles de precios y de cambios.

**El mundo en 2023: las perspectivas no son alentadoras.** La economía global inicia 2023 con los problemas de arrastre del Covid y la guerra entre Rusia y Ucrania, A su vez, los bancos centrales siguen endureciendo la política monetaria para combatir una inflación persistente que tardará en bajar. En este contexto, la probabilidad de una recesión global en 2023 es significativa, aunque no se espera que sea profunda.








**El colapso de los criptoactivos no se detiene.** El colapso de FTX ha tenido consecuencias positivas tanto como negativas para el mercado de criptomonedas. Desde lo positivo, los Exchange han dado un paso hacia la transparencia e iniciado auditorías externas. Lo negativo es la continuidad del efecto contagio continua, con la reciente quiebra de BlockFi y un mercado que sigue en tónica bajista. El lunes 12 de diciembre la plataforma Binance sufrió retiro de fondos por U\$S 2.000 M, lo que forzó a sus autoridades a suspender por 8 hs. los retiros de la *stablecoin* USDC.

## LO QUE VIENE

**Verano... ¿tranquilo?...** Luego de los pagos de subas de asignaciones, salarios y jubilaciones de suma fija, no se esperan perturbaciones significativas al menos hasta marzo próximo. Los mercados financieros seguirán igualmente atentos a las renovaciones de vencimientos de deuda interna que a partir de enero de 2023 pasan a oscilar entre \$ 1 billón y 3 billones mensuales, al menos hasta septiembre de 2023.

**Perú en crisis.** El fallido intento de cierre del Congreso del expresidente Castillo, seguido por su destitución y encarcelamiento ha provocado enfrentamientos entre sus simpatizantes y las fuerzas de seguridad, con un saldo hasta ahora de 8 muertos. El gobierno ha declarado el Estado de Emergencia, y dispuesto que las Fuerzas Armadas protejan la infraestructura básica país. Mientras tanto, las 21 carreteras principales del país continúan bloqueadas, todos los aeropuertos siguen cerrados y al menos 700 turistas permanecen varados en las cercanías de Machu Picchu.

## PRINCIPALES INDICADORES HASTA FIN DE NOVIEMBRE DE 2022

	2022 Agosto	Septiembre	Octubre	Noviembre	Tendencia hasta nov. 2022
<b>IPC</b> Var. % mensual	7,0%	6,2%	6,3%	4,9%	
<b>IPC</b> Var. % interanual	78,5%	83,0%	88,0%	92,4%	
<b>Industria</b> % uso capacidad instalada	69,6%	68,6%	66,7%	s.d.	estable
	2022 Agosto	Septiembre	Octubre	Noviembre	Tendencia hasta nov. 2022
<b>LELIQ</b>	69,5%	75,0%	75,0%	75,0%	
<b>EMBI Arg.</b> Riesgo país en puntos básicos al último día del mes	2.385	2.812	2.625		
<b>IVA DGI</b> Recaudación Mensual Var. % interanual.	75,2%	87,5%	119,0%	113,2%	
<b>Dólar</b> \$/U\$S mayorista promedio bancos al último día del mes	138,7	147,3	156,9	167,3	
<b>Depósitos en pesos</b> Sector privado Var. % mensual de saldos promedios mensuales	3,0%	7,6%	6,3%	5,7%	
<b>Depósitos en dólares</b> Sector privado Var. % mensual de saldos promedios mensuales	-3,1%	1,6%	1,0%	1,4%	estable

## PRECIOS, ACTIVIDAD Y COMERCIO EXTERIOR

### INDICADORES MÁS RECIENTES

Adolfo Bosch

#### I. PRECIOS

VARIABLE		FUENTE	Periodo	Unidad	Valor	Periodo anterior	
PRECIOS	IPC Nacional	INDEC	Octubre 2022	Var. % mensual	4,9%	6,3%	
				Var.% interanual	92,4%	88,0%	
	IPC G.B.A		Octubre 2022	Var. % mensual	5,0%	6,6%	
				Var.% interanual	92,8%	87,8%	
	IPC C.A.B.A	Dirección General de Estadística y Censos. GCBA	Noviembre 2022	Var. % mensual	5,8%	7,0%	
				Var.% interanual	89,9%	84,0%	

#### II. ACTIVIDAD

VARIABLE		FUENTE	Periodo	Unidad	Valor	Periodo anterior	
DEMANDA INTERNA	Ventas en Shoppings	INDEC	Septiembre 2022	Var. % i.a. acumulado vs. acum. año anterior a precios constantes	52,3%	58,0%	
	Ventas en Supermercados		Septiembre 2022	Var. % i.a. acumulado vs. acum. año anterior a precios constantes	2,3%	2,5%	
	Patentamiento autos 0 Km	ACARA	Noviembre 2022	Var.%interanual	17,3%	14,3%	
ACTIVIDAD	Estimador Mensual de Actividad Economica	INDEC	3 <sup>er</sup> trim. 2022	Var.% mensual (sin estacionalidad)	-0,3%	0,7%	
				Var.% interanual	4,8%	6,6%	
ACTIVIDAD INDUSTRIAL	PBI		3 <sup>er</sup> trim. 2022	Var. % jul-sep '22 vs jul-sep '21	5,9%	7,1%	
				Var.% interanual	3,5%	4,2%	
CONSTRUCCIÓN	Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción		Octubre 2022	% uso capacidad instalada	66,7%	68,6%	
				Var.% interanual	-0,9%	5,2%	
INGRESOS TRIBUTARIOS RELACIONADOS CON LA ACTIVIDAD INTERNA	IVA DGI (Bruto)	AFIP	Noviembre 2022	Var % mensual	2,4%	10,8%	
				Var. interanual	113,2%	119,0%	
	Var % mensual			7,4%	6,5%		
	Var. interanual			94,9%	89,7%		
	Créditos y Débitos en Cta.Cte.			Var % mensual	5,0%	-4,7%	
Var. interanual	92,2%	86,5%					

#### III. COMERCIO EXTERIOR

VARIABLE		FUENTE	Periodo	Unidad	Valor	Periodo anterior	
COMERCIO EXTERIOR	Exportaciones	INDEC	Octubre 2022	Nivel (U\$S M)	7.901	7.518	
				Var. % interanual	15,1%	-0,7%	
	Importaciones			Nivel (U\$S M)	6.074	7.137	
				Var. % interanual	15,8%	21,3%	
	Saldo balanza comercial			Nivel (U\$S M)	1.827	381	

## PANORAMA DE ARGENTINA

### SÍNTOMAS DE FIN DE CICLO

Héctor Rubini

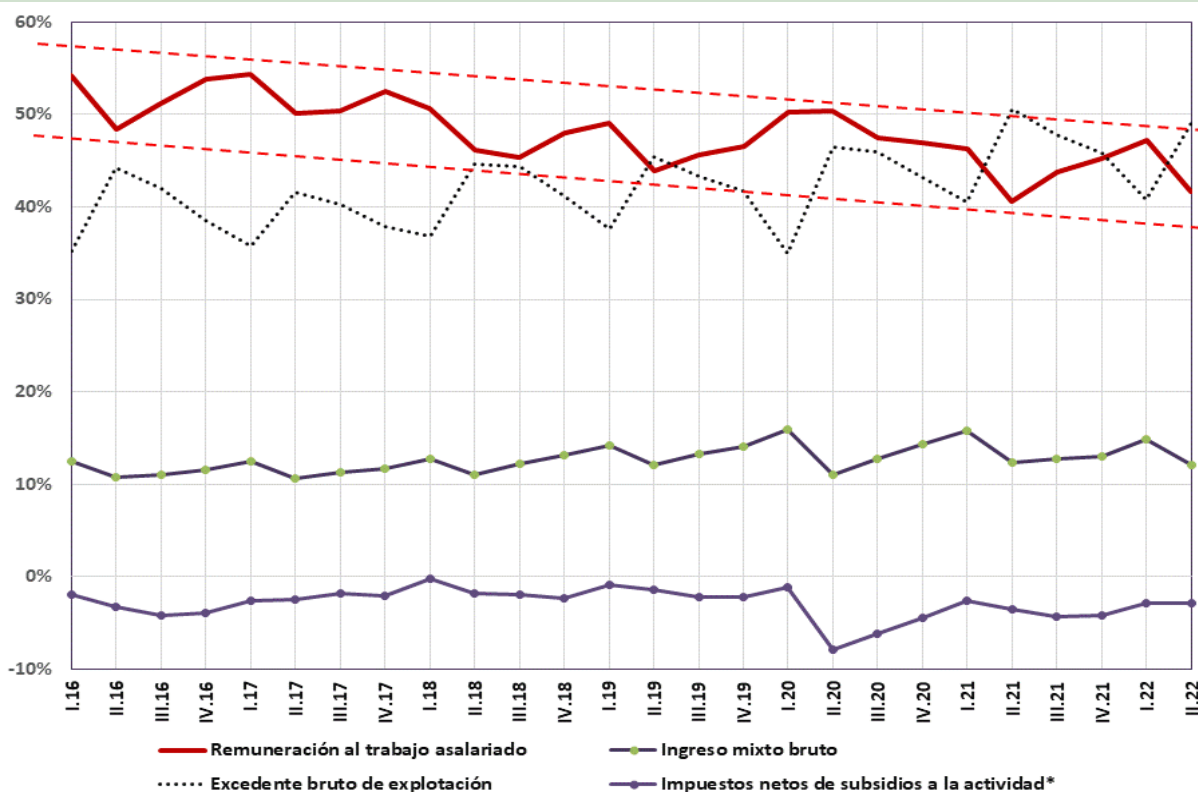
**La escasez de lluvias preanuncia una baja de la cosecha gruesa y escasez de divisas. Dado el compromiso con el FMI para subir tarifas públicas, es de esperar que la inflación no tienda a la baja en el próximo año. Tampoco que se modifique el actual escenario con indexación de contratos, exceso de oferta de pesos, y de demanda de bienes y de dólares. Esto complicará en 2023 los intentos oficiales de bajar la inflación sólo con controles de precios y de cambios.**

#### 1. El clima político sigue caldeado

La inicial auditoría a la ayuda para desocupados y familias de más bajos ingresos generó un renovado enfrentamiento entre las organizaciones sociales y las nuevas autoridades en materia de Desarrollo Social. La compensación con pagos de suma fija en parte ha calmado los ánimos, pero prácticamente a diario se repiten todas las semanas los cortes de calles y avenidas céntricas, sobre todo después de haberse detectado que al menos 250.000 beneficiarios aparentemente compraban divisas y eran contribuyentes al Impuesto a los Bienes Personales.

De todas formas, el cuadro de situación general se mantiene prácticamente invariable. Al cabo de 3 años de gestión, los resultados en materia de deterioro de la calidad de vida de los sectores de menores ingresos no sólo siguen en condición crítica, sino que pareciera empeorar el de los sectores de ingresos medios: la tendencia a la baja en la participación de los trabajadores asalariados en la distribución de la renta se mantiene sin cambios al menos desde el primer trimestre de 2016<sup>1</sup>:

**GRÁFICO 1: DISTRIBUCIÓN FUNCIONAL DEL INGRESO (% SOBRE PBI A COSTO DE FACTORES). 1<sup>ER</sup> TRIM. 2016 - 2<sup>º</sup> TRIM. 2022**



Fuente: INDEC

La persistente inflación y la expectativa de saltos de precios por diversos factores. Se están ensayando diversos mecanismos de controles vía listados de precios de referencia, pero el principal impulsor de las ventas sigue siendo las subas de salarios y de transferencias asistenciales, más la emisión monetaria destinada a otros gastos. Inevitablemente las tasas de interés

<sup>1</sup> Primer dato disponible para las series actuales que publica el INDEC.

en moneda local se mantienen en niveles nominales elevados (si bien las tasas de depósitos a plazo fijo continúan por debajo de la inflación esperada), como reflejo de las expectativas inflacionarias y de devaluación del peso. Además, los precios regulados, los contratos de alquiler y los salarios se van ajustando a la suba **incorporando expectativas de inflación a 12 meses no inferiores al 110%**. Bajo esta dinámica, y sin un programa de estabilización creíble, el sesgo distributivo regresivo del gráfico 1 se mantendrá invariable. **La consecuencia directa es una mayor conflictividad social que tornará imposible penar en una recuperación de los incentivos a la inversión y a la apertura de vacantes laborales de manera permanente. La contracara política es una probabilidad cada vez más baja para que el oficialismo logre imponerse en las próximas elecciones presidenciales.**

Frente a este panorama, el mejor “negocio” para la vicepresidente es el de distanciarse de la nada exitosa gestión del actual gobierno. La extrapolación a la totalidad de la población de los indicadores del INDEC del primer semestre del año sobre pobreza e indigencia ya arrojaba cifras más que preocupantes:

- 37% de la población en situación de pobreza (unas 17 M de personas).
- 50,9% de la población hasta 14 años en situación de pobreza.
- 9% de la población en situación de indigencia (poco más de 4 M de personas).
- 62,6% de los indigentes eran menores de 30 años.
- Los aglomerados con mayores proporciones (sobre la población relevada por el INDEC) de personas indigentes eran Resistencia (15,0%), Santa Rosa (13,2%), Bahía Blanca (12,7%), La Plata (12,4%), partidos del Gran Buenos Aires (11,9%) y Concordia (10,1%).

Esto explica en parte por qué la vicepresidente anunció que no será candidata a nada en las elecciones del año próximo, luego de ser condenada a 6 años de cárcel (sentencia a ser apelada) en la causa sobre obras viales en la provincia de Santa Cruz. El panorama luce extremadamente complicado para el oficialismo: no se perciben figuras comparables para “tomar la posta” del liderazgo carismático de Cristina F. de Kirchner. Tampoco equipos creíbles y confiables para ámbitos externos a la coalición kirchnerista, pero difícilmente se percibe por otro lado una oposición fuerte. Si bien el jefe de gobierno de la Ciudad de Buenos Aires, Horacio Rodríguez Larreta parece imprimir mayor presencia mediática a su precandidatura presidencial, no es claro aun cuál sería su equipo de gobierno ni su programa económico. Las propuestas de los economistas de mayor exhibición mediática no van más allá de propuestas genéricas, superficiales, sin precisión alguna sobre qué “reformas” instrumentarían en 2024.

En el extremo liberal no parece decaer el “fenómeno Milei”, con algunas medidas orientadas hacia un shock de reducción de gasto central, dolarización de la economía y reforma financiera para iniciar reformas estructurales promercado. Sin embargo, no se espera, hasta ahora, que logre superar una intención de votos superior al 15%-20%. **Pero en caso de continuar la marcada crisis de liderazgo en la coalición oficialista y en el opositor “Juntos por el Cambio”, a la incertidumbre económica actual se sumará la política si en las elecciones primarias de agosto próximo ambas coaliciones llegaran a sufrir un corrimiento de último momento de votantes hacia la “alternativa Milei”.** En ese caso no es claro que quien obtenga el mayor número de votos supere el 40% y con una diferencia de 10 puntos respecto del segundo para así imponerse en primera vuelta, según lo exigido por la Constitución Nacional. Esto podría sumar más incertidumbre en la segunda mitad del año, tanto respecto del resultado de un eventual ballottage en noviembre próximo, como de los márgenes de maniobra para un presidente que pudiera asumir en diciembre de 2023 **sin mayoría propia** en el Congreso al menos hasta fin de 2025.

En ese contexto, indefinido hasta fin del año próximo, no es de esperar ninguna reversión de la falta de incentivos para que el sector privado piense en términos de largo plazo. Un 2023 con estanflación no sería una buena noticia, pero probablemente lo mejor que pudiera ocurrir es que el oficialismo no intente “sorprender” con algún efímero plan de estabilización. Con expectativas de inflación a la suba, de devaluación de la moneda y sin probabilidad de una reelección del oficialismo (al menos según la casi totalidad de encuestas políticas), los márgenes para ensayar un programa de estabilización son inexistentes. **La percepción general es que el ciclo de la actual administración está terminado, y lo menos malo que pudiera ocurrir es evitar deslices que pudieran conducir a algunos de los escenarios más temidos por el Gobierno:**

- a) una crisis de balanza de pagos que precipite una devaluación del peso,
- b) una reestructuración sorpresiva (default) de la deuda del Tesoro y/o del BCRA,
- c) una crisis inflacionaria (no necesariamente asociable a una devaluación de la moneda),
- d) un retiro acelerado de depósitos a plazo fijo, y eventual huida de depósitos en moneda local.

Y como trasfondo, lo permanente: exceso de demanda de bienes y de divisas, exceso de oferta de dinero y de deuda pública, déficit fiscal persistente y un banco central técnicamente quebrado. La salida no será fácil, y exigirá a los futuros gobiernos estrategias coherentes, y que perduren en el tiempo. Caso contrario, cualquier pequeño conflicto o nuevo desbalance podría disparar algunos de los tipos de crisis ya citados.

2. Los problemas para el verano (y después)

2.a. El clima y los precios.

Se han superpuesto dos shocks, uno general y permanente, que es el tercer año de escasez de lluvias en la casi totalidad del país. A esto se superpusieron las heladas tardías de octubre (una por semana) que destruyeron cultivos enteros. De hecho, ya se da por descontado que la cosecha de trigo de este año será la peor de los últimos siete años. A esto se suma la escasez de lluvias, que empezó a revertirse desde mediados de la semana pasada en parte de la provincia de Buenos Aires. De todas formas estas precipitaciones no son suficientes para asegurar un aumento conjunto de la superficie sembrada de granos gruesos. Para la soja el área sembrada no aumentaría por el equivalente a la reducción de superficie para maíz, de modo que en conjunto se espera una producción inferior a la del año pasado. Si se toman maíz y soja por separado, se espera una caída mayor en el volumen cosechado y en el rendimiento por hectárea de maíz. El siguiente cuadro presenta unas estimaciones en base a las proyecciones de las bolsas de cereales de Buenos Aires y de Rosario:

**CUADRO 1: PERSPECTIVAS PARA LA CAMPAÑA AGRÍCOLA 2022/23 (TRIGO, SOJA Y MAÍZ)**

			Mill. Has.		Mill. Ton.
Trigo	2021-22	Área sembrada	6,9	Producción	22,4
	2022-23 (est.)		6,1		11,8
		Var. %	-11,6%	Var. %	-47,3%
Soja	2021-22	Área sembrada	16,1	Producción	43,3
	2022-23 (est.)		16,3		32,6
		Var. %	1,2%	Var. %	-24,7%
Maíz	2021-22	Área sembrada	8,6	Producción	51,0
	2022-23 (est.)		7,3		29,93
		Var. %	-15,1%	Var. %	-41,3%

Fuente: estimación propia en base a proyecciones de la Bolsa de Cereales de Buenos Aires y de la Bolsa de Cereales de Rosario.

Consecuencias los próximos 6-12 meses: pérdida de ingresos para el sector (sólo por estos tres cultivos) entre U\$S 15.000 y U\$S 16.000 M, con su impacto negativo sobre la recaudación tributaria nacional y provincial. Ante la contracción de oferta y esperable encarecimiento de insumos para la alimentación humana, suba de precios de alimentos balanceados para la ganadería y la producción aviar, y por ambas vías, presión a la suba de derivados de cereales y soja de uso humano, así como también a la suba del precio de carnes rojas, blancas y también lácteos. Una contrapartida de este fenómeno es cierta aceleración de la liquidación de vientres en la ganadería, lo cual se está reflejando en las últimas 2-3 semanas en ciertas bajas en los valores de mercado del ganado en pie y de varios cortes de carne. Una baja transitoria fortalecida también con una caída de las ventas de carnes a la República Popular China que ha reducido la suba de precios internos de la carne a poco más de 3% en noviembre. Una baja de la inflación en el precio de la carne que es improbable que se pueda sostener a partir de la segunda quincena de este mes.

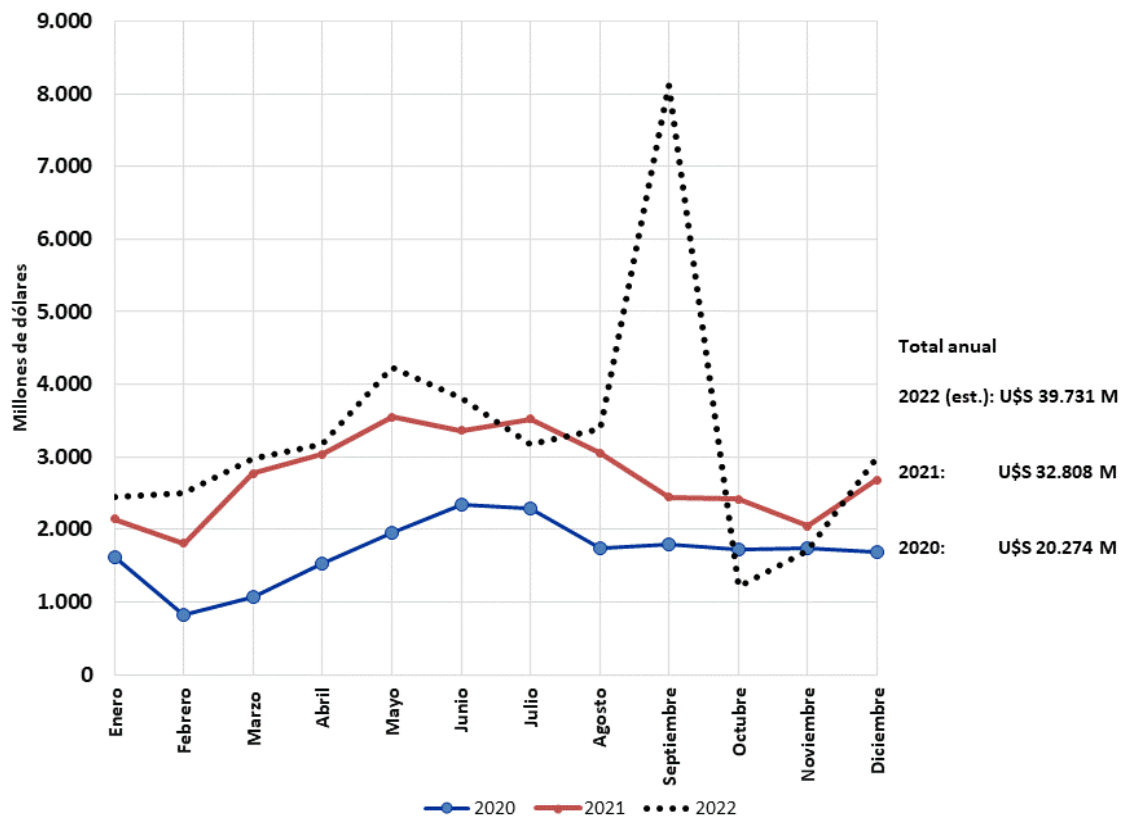
Por otro lado, buena parte de la oferta (tanto para mercado interno como para exportación) proviene de la región de Cuyo, fundamentalmente del área del llamado Valle de Uco (Mendoza). Dicha región se ha visto castigada tanto con tormentas con granizo como por heladas tardías y temperaturas bajo cero en las primeras semanas de noviembre, con daños irreparables en extensas áreas cultivadas. Por consiguiente, también por ese lado de verduras, frutas envasadas y conservas, habrá presión a la suba de los precios a partir de fines de este mes, que probablemente se mantenga de manera permanente al menos hasta el segundo semestre del año próximo.

En el corto plazo la adhesión de comercios a los programas de ventas en cuotas con aumentos acordados de precios, ha permitido registrar en noviembre una inflación inferior a la esperada: 4,9% mensual, la menor desde febrero pasado. Si bien el núcleo de la baja de la inflación se explica (por su incidencia) en alimentos y bebidas no alcohólicas, las mayores desaceleraciones se observaron en servicios de comunicación, educación y salud. De todas formas, la baja de 0,7 puntos porcentuales en la inflación núcleo, sugiere que es prematuro considerar como permanente la baja del mes de noviembre, y que por dicho guarismo, ya en poco más de 60 días estarían dadas las condiciones para bajar fuertemente la inflación y llegar a 3% mensual como aparentemente desea el equipo económico.

2.b. El dólar

Otro problema, atado a la baja de precipitaciones, es la caída en la oferta exportable respecto de la campaña 2021-2022 de aproximadamente un 25%. El complejo oleaginoso viene venía liquidando unos U\$S 3.200 M hasta el mes de agosto. El incentivo oficial a liquidar exportaciones a un tipo de cambio mayor al oficial llevó a un salto a U\$S 8.120 M en septiembre, pero la baja a menos U\$S 1.217 M en octubre y a U\$S 1.697 M en noviembre llevó al Ministerio de Economía a volver a pagar un tipo de cambio de U\$S 230 por dólar exportado del sector, además de eliminar el diferencial de retenciones entre granos y subproductos, lo que significa una baja de 2 puntos porcentuales en las retenciones sobre la exportación de harinas y aceites. El compromiso de las exportadoras es de liquidar en diciembre U\$S 3.000 M, cifra que probablemente sea superada. Entre el 28 y el 30 de noviembre el sector liquidó U\$S 579 M y entre el 1° y el 14 de diciembre otros U\$S 958 M. Para la meta oficial de acumular los U\$S 3.000 M acordados con las exportadoras, estas deberán aumentar el ritmo de liquidación de los U\$S 61 M diarios de los primeros tres días de esta semana a U\$S 125 M diarios para lo que resta del mes.

**GRÁFICO 2: LIQUIDACIÓN MENSUAL DE DIVISAS DE EXPORTADORES DE CEREALES Y OLEAGINOSOS**



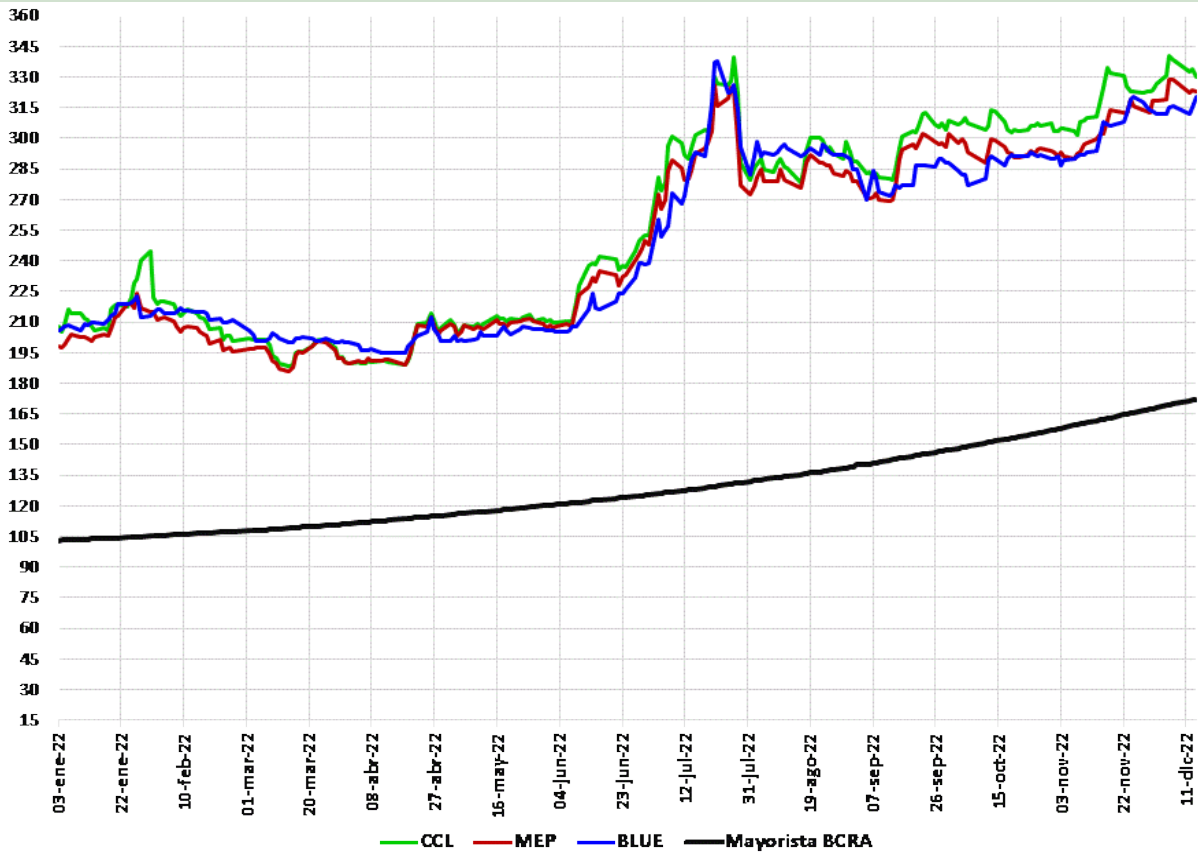
Fuente: elaboración propia con datos del Centro de Exportadores de Cereales (C.E.C.) y de la Cámara de la Industria Aceitera de la República Argentina (C.I.A.R.A.).

Esto permite al BCRA aliviar su posición de reservas, pero no es claro que pueda sostener nuevos “dólar soja”. Al agotamiento del stock no liquidado de la cosecha pasada los montos a liquidar tienden a responder a la liquidación anticipada de exportaciones que se verán afectadas por la sequía. La liquidación de divisas del sector exportador de cereales y oleaginosos representa aproximadamente el 50% del ingreso de divisas liquidadas por el mercado oficial.

Suponiendo que se logre la meta de diciembre, y que el año cierre con una liquidación total del sector por algo más de U\$S 43.300 M en la hipótesis más optimista (U\$S 3.9741 M registrados por CEC y CIARA), una caída de 20% implicaría en 2023 un descenso a U\$S 34.665 M. Cuesta entender cómo compensarlo sin más exportaciones de otros sectores (fundamentalmente el manufacturero) que aun bajo las actuales restricciones a las importaciones, requeriría inevitablemente la “ayuda” de una devaluación del peso.

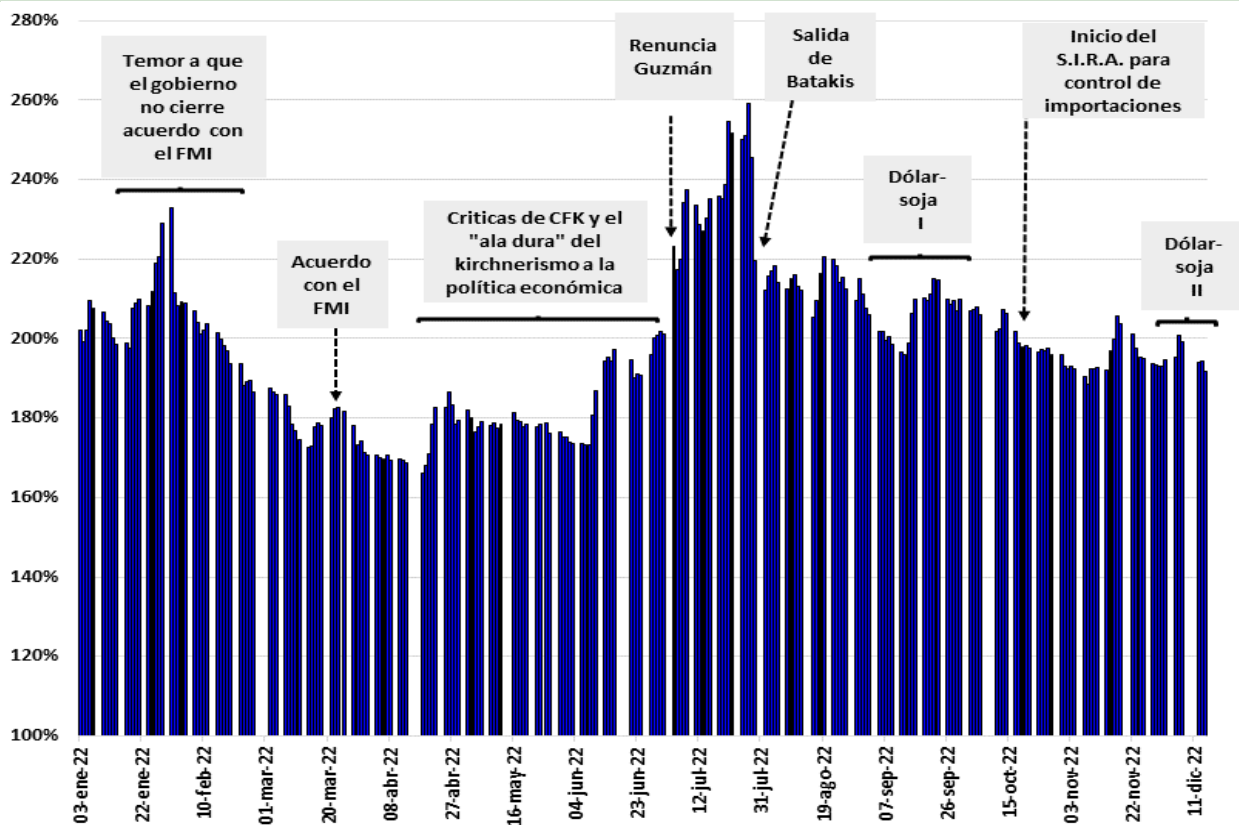
Como se observa en los siguientes gráficos, tanto los niveles de los tipos de cambio alternativos, como su brecha respecto del tipo de cambio oficial, siguen fuera de real control de las autoridades. Su comportamiento refleja una marcada reacción ante cambios en la percepción respecto de la evolución esperada de los flujos de divisas, como de los cada vez más complejos y enredados métodos de controles de cambios y de importaciones:

**GRÁFICO 3: TIPOS DE CAMBIO (PESOS POR DÓLAR)**



Fuente: BCRA y datos de bancos privados.

**GRÁFICO 4: BRECHA CAMBIARIA DÓLAR CONTADO CON LIQUIDACIÓN ("CCL") VS. MAYORISTA BCRA**



Fuente: BCRA y datos de bancos privados.



2.c. La deuda pública

Si bien el ministerio de Economía logró refinanciar los pagos de los vencimientos de capital e intereses de deuda del Tesoro que vencían ayer (\$ 412.000 M), la situación de liquidez del Tesoro sigue complicada.

La operatoria de ayer fue la mejor del año. El gobierno ofreció un menú de bonos a tasa variable y ajustables por inflación, pero frente a la demanda inferior a las renovaciones de los últimos vencimientos, esta vez pasó a aumentar la colocación de títulos en el mercado. Frente a los vencimientos de ayer, las autoridades recurrieron a contactar ya no sólo a gobiernos provinciales y municipios con importantes stocks de efectivo en depósitos bancarios sino también a grupos empresarios privados. También se ofreció un nuevo bono en pesos indexado por tipo de cambio (“dólar-linked”) a 4 meses para importadores con liquidez en efectivo que no han podido adquirir divisas en las últimas semanas. De esa forma el total de ofertas por las nuevas emisiones superó el monto a renovar. Más allá de inexactitudes varias difundidas en varios diarios y comunicados por redes sociales, la información oficial del Ministerio de Economía (<https://www.argentina.gob.ar/noticias/resultado-de-la-licitacion-de-lelite-ledes-lecer-bonos-dolar-linked-y-bono-badlar>) indica lo siguiente:

- 1) Las ofertas del mercado para comprar títulos de deuda sumaron un total de \$ 1,03 billón.
- 2) El monto global total informado como valor nominal adjudicado es de \$ 706.897 M, pero aplicando el tipo de cambio de referencia informado por el propio Ministerio de Economía (\$ 171,7617) a los títulos dólar-linked, la agregación de los subtotales arroja en realidad un valor nominal adjudicado por un total de \$ 845.165 M.
- 3) Esta última cifra, superó los \$ 412.000 M de vencimientos de deuda (lo que de esta forma se concertó es su renovación o “rollover” al pagarse con nueva deuda). Por consiguiente, lo que algunos comunicadores califican con marcado triunfalismo de “recuperar financiamiento”, no es otra cosa que incrementar la deuda pública en \$ 433.165 M. (al citado tipo de cambio de referencia, un “salto” de la deuda pública en pesos equivalente a U\$S 2.522 M).
- 4) Sobre la amortización del capital de la nueva deuda emitida ayer, \$ 58.053 M vencen a fin de diciembre, \$ 378.890 M vencen en marzo de 2023, \$ 294.078 M vencen en abril de 2023, \$ 103.572 M en julio del año próximo, y \$ 10.572 M en noviembre de 2027.
- 5) El núcleo del exceso de ofertas respecto del total a renovar fue sobre las letras a descuento en pesos renovadas por títulos similares con vencimientos concentrados en marzo y abril del año próximo.

El siguiente cuadro muestra el exigente perfil de vencimientos de deuda del Tesoro, lo que tornará a sus renovaciones, una suerte de “test” mensual a la credibilidad y confianza en el gobierno y en su equipo económico:

**CUADRO 2: VENCIMIENTOS DE DEUDA DEL TESORO (ENERO A DICIEMBRE DE 2023)**

Por mes	\$ billones	Por trimestre	\$ billones	% est. corresp. a tenencias intra sector público
Enero	1,195	1 <sup>er</sup> trimestre	4,501	37,8%
Febrero	1,279			
Marzo	2,027			
Abril	1,499	2 <sup>o</sup> trimestre	4,349	41,4%
Mayo	1,167			
Junio	1,683			
Julio	2,926	3 <sup>er</sup> trimestre	6,847	76,0%
Agosto	2,114			
Septiembre	1,807			
Octubre	0,091	4 <sup>o</sup> trimestre	0,275	17,5%
Noviembre	0,140			
Diciembre	0,044			
<b>TOTAL</b>	<b>15,972</b>	<b>TOTAL</b>	<b>16,016</b>	<b>54,6%</b>

Fuente: elaboración propia en base a datos del Ministerio de Economía y de bancos privados.

El escenario luce “apaciguado” en el 1<sup>er</sup> trimestre. Los vencimientos de enero y febrero probablemente se renueven sin problemas, inclusive con deuda a plazos superiores a los 150 días. Pero ya desde marzo empieza una acumulación de

vencimientos que, a partir de las renovaciones esperables desde el próximo mes, tenderán a colocar al Tesoro frente tres restricciones. A menor certidumbre y confianza en las autoridades y en el resultado y rumbo y sus políticas los tenedores del sector privado mostrarán:

- a) Menor demanda de deuda a plazos superiores a los 180 días.
- b) Mayor tasa de interés para nuevas renovaciones.
- c) Menor demanda de títulos en pesos y mayor preferencia por títulos indexados (por IPC o por dólar)

En el corto plazo, esto no es visible aún. Pero es cierto que, ante los altos costos, demoras y trabas regulatorias para comprar divisas, y la falta de perspectivas sobre el rumbo económico, ingresando ya en un año electoral, los sobrantes de liquidez aseguran demanda de corto plazo por títulos públicos. Y los “*fundamentals*” siguen dando lugar a no pocas dudas.

Por el lado fiscal, los ingresos tributarios están creciendo a más de 100% interanual, superando a la inflación, mientras que los gastos corrientes primarios, desde septiembre están creciendo por debajo de la inflación. Esto se observa tanto en gastos en prestaciones de la seguridad social, como en remuneraciones, mientras que los gastos en bienes y servicios no salariales están siendo objeto de una significativa “poda” luego de que en el primer trimestre de este año inexplicablemente pasaran de \$ 39.013 M en enero a \$ 57.315 M en marzo (+ 47% en 60 días) y se mantuviera en un promedio de casi \$ 48.200 M mensuales entre abril y agosto de este año. De todas formas, lejos se está de un ajuste permanente y decidido sobre las cuentas fiscales. Al cierre de este informe se conoció la publicación en Boletín Oficial del Decreto de Necesidad y Urgencia N° 829/22 que autoriza un cambio de la estimación de recursos por \$ 404.242 M **y un aumento del gasto público en \$ 1, 5 billón, lo que implica un deterioro adicional de las cuentas públicas en \$ 1,1 billón (U\$S 6.404 M).**

La operatoria de deuda del día de ayer incrementó la deuda pública en U\$S 2.522 M, de modo que el resto (U\$S 3.882 M) será financiado con emisión monetaria, a ser luego total o parcialmente “esterilizada” con más deuda del BCRA (pases y Letras), cuyo stock al **13 de diciembre ya era de \$ 9,97 billón (U\$S 58.055 M) y con plazo promedio inferior a 30 días. Un stock equivalente a casi 2/3 del total de vencimientos de la deuda del Tesoro para los próximos 12 meses**

Por ahora el mix de controles de cambios, acuerdos de precios con controles y restricciones a importaciones permite “aguantar” este esquema “ochentista” sin desborde inflacionario. Pero la dinámica muestra una paulatina tendencia a la acumulación de vencimientos de deuda del Tesoro y del BCRA a plazos cada vez más cortos, y mayor presión sobre el sector privado para financiar al Estado. Esto implica, en un contexto donde difícilmente la inflación descienda (como desea el gobierno) a 3% mensual en marzo próximo, una inequívoca presión hacia la suba de las tasas de interés.

Sin un programa de real ajuste fiscal, y de reducción (con alargamiento de plazos de vencimiento) de la deuda del Tesoro y del BCRA, el escenario para el próximo semestre se resume en:

- a) **Exceso de demanda de bienes**, con impulso a la demanda vía gasto público financiado con deuda y emisión monetaria presente y futura (letras y pases del BCRA), y oferta de bienes con cada vez menor crecimiento (aquí aparece ahora el problema climático sobre la oferta de agroalimentos)
- b) **Exceso de oferta de pesos**, tanto por la no reducción de la oferta monetaria como por la falta de certidumbre respecto del rumbo de la inflación, la actividad y el tipo de cambio que conducen a una baja de la demanda de moneda local, expectativa de inflación rígidas a la baja y presión a la suba de las tasas de interés.
- c) **Exceso de demanda de dólares**, que puede aumentar si no se revierte la sequía en la Pampa Húmeda en los próximos 30-45 días, con riesgo cierto sobre la actividad real si la reacción del gobierno es la de prohibir de manera permanente importaciones de bienes que no se producen en el país.

Todo indica que por lo que resta de diciembre y enero, la emisión monetaria financiará una demanda insatisfecha de varios sectores de ingresos, pero difícilmente baje la inflación, el costo del capital, y el costo laboral. La “pax cambiaria” y cierta descompresión social podrá dar cierto alivio transitorio luego ya de 4 años muy difíciles para la mayoría de los argentinos. Pero el año próximo, sin un rumbo económico definido y con una campaña electoral que asoma más encarnizada y agresiva que otras veces, difícilmente sea uno de crecimiento sostenido y estabilidad de precios.

Todo indica que 2023 será en materia económica otro año perdido (otro más). Habrá que ver si hacia final del año próximo quienes se impongan en las elecciones presidenciales, lograrán contar con un mínimo de capital humano y capital político para revertir el legado más que visible de casi un cuarto de siglo de estatismo y desorganización económica, que no es más que inestabilidad, conflictividad política inconducente, y empobrecimiento y deterioro de la calidad de vida de las familias de menores recursos y de lo que queda de la llamada “clase media”.

## PANORAMA INTERNACIONAL

### ESCENARIO GLOBAL: PERSPECTIVAS POCO ALENTADORAS PARA 2023

Jorge Viñas

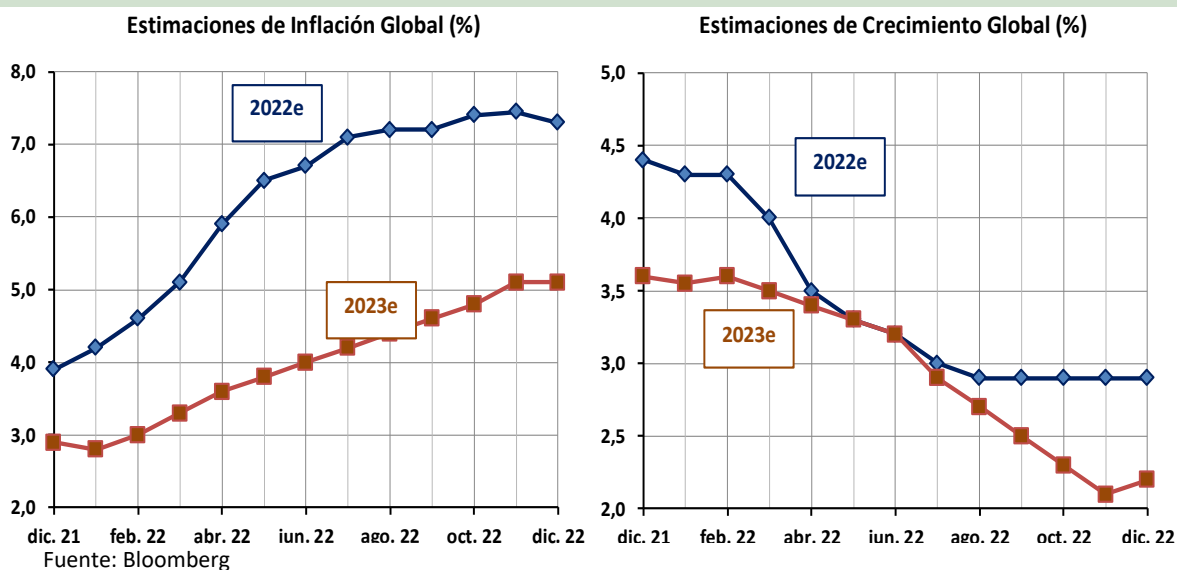
**La economía global entra en 2023 con los problemas de arrastre del Covid y la guerra entre Rusia y Ucrania, mientras los bancos centrales siguen endureciendo la política monetaria para combatir una inflación persistente que sigue “dura de bajar”. En este contexto, la probabilidad de una recesión global en 2023 es significativa, aunque no se espera que sea profunda.**

La economía mundial está terminando el 2022 con una inflación mucho más alta de lo que se estimaba a principios de año, con tasas de interés nominal que también han subido largamente por encima de lo anticipado.

Según el relevamiento de estimaciones para la economía mundial que realiza Bloomberg mensualmente entre analistas de todo el mundo, en diciembre de 2021 se proyectaba una inflación global para 2022 del 3,9%. Un año después, las estimaciones han trepado al 7,3%, próximas a haberse duplicado (véase el panel izquierdo del gráfico 5). Esta sorpresa alcista en la inflación ha forzado a los bancos centrales en todo el mundo a subir las tasas de política monetaria más agresivamente de lo que se anticipaba.

En el caso de la Fed, considerada como la referencia más importante a nivel global en materia de política monetaria, a fines de 2021 los futuros de tasa de Fondos Federales descontaban que para diciembre de 2022 la tasa se ubicara en 1% (en aquel momento estaba en 0,25%). Al cierre del viernes 9 de diciembre, los futuros descuentan que la tasa de Fondos Federales cerrará en año en 4,5%, incluyendo la suba de 50 p.b. de la última reunión del año, del 14 de diciembre.

### GRÁFICO 5. EVOLUCIÓN DE LAS ESTIMACIONES DE INFLACIÓN Y CRECIMIENTO GLOBAL PARA 2022 Y 2023



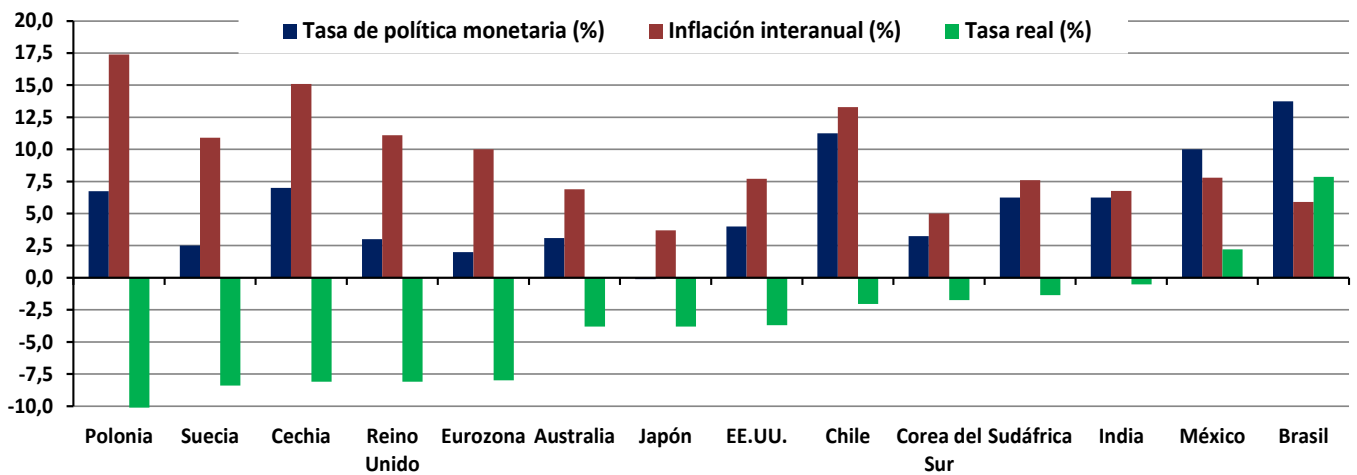
Por el lado de la evolución de las tasas de interés en términos reales, las conclusiones son menos lineales, con resultados opuestos según se tomen medidas de inflación histórica o de expectativas inflacionarias hacia adelante.

Si se toma como referencia para el cálculo la inflación de los últimos 12 meses, o incluso de los últimos tres meses en términos anualizados, en una muestra amplia de países las tasas de política monetaria permanecen en terreno negativo, siendo los casos de Brasil y México en Latinoamérica las excepciones más notables (véase el gráfico 6).

Las mediciones alternativas de expectativas de inflación a 12 meses y plazos más largos indican que las tasas reales en muchos casos han subido y muestran valores positivos. Tal es el caso de EE.UU., donde el bono del Tesoro ajustable por inflación a 2 años pasó de tener un rendimiento negativo de -2,5% anual a fines de 2021, a un rendimiento positivo de 2% al cierre del 9 de diciembre.

En otros casos, como Alemania, los bonos ajustables por inflación siguen con rendimientos negativos, pero han subido en forma ostensible en el último año.

**GRÁFICO 6. TASA DE POLÍTICA MONETARIA, INFLACIÓN INTERANUAL Y TASAS REALES EN PAÍSES SELECCIONADOS (%)**



Fuente: Bloomberg

**Esta discrepancia se explica porque las expectativas de inflación no han acompañado la suba de la inflación verificada en el último año, sino que han subido mucho más lentamente.** Esto se debe a que los bancos centrales, a pesar de que el estallido inflacionario los tomó por sorpresa y no supieron reaccionar a tiempo, han mantenido la confianza de los agentes económicos respecto a su capacidad de lograr que la inflación retorne a rangos normales en un período de tiempo no demasiado largo. El problema radica en que, cuanto mayor sea el tiempo que la inflación se mantenga por encima de las expectativas, mayor es el riesgo de que las expectativas terminen “desanclándose” y teniendo un salto alcista.

**En cuanto al nivel de actividad, la desaceleración que se esperaba a principios de año para el 2022, luego del fuerte repunte del PIB mundial en 2021 por la reapertura post-Covid, terminó siendo más brusca que lo anticipado, aunque todavía no tanto como para sumergirse en terreno recesivo.** Luego de crecer 6% en 2021, a principios de año se esperaba una desaceleración del PIB mundial al 4,4% en 2022. De acuerdo con el último relevamiento de Bloomberg, ahora se estima que el año actual cierre con un crecimiento del 2,9% (véase el panel de la izquierda del gráfico 6 más arriba). Cabe destacar que la revisión a la baja de las estimaciones se concentró en la primera parte del año, habiéndose estabilizado en 2,9% desde agosto. Entre las razones detrás de las revisiones a la baja se destacan: las consecuencias de la guerra Rusia-Ucrania, el impacto negativo nuevas restricciones por el Covid, especialmente en China, y la suba de tasas de los bancos centrales mayor a lo esperado a principios de año ante la persistencia de la inflación.

**Hasta el momento, el freno de la actividad económica no ha sido tan abrupto como anticipaban los pronósticos más negativos, que señalaban un riesgo significativo de recesión para este mismo año.** La dinámica que se dio a lo largo del año puede describirse así: la demanda de bienes, que había subido a niveles récord durante la pandemia y en la fase inicial de la recuperación, empezó a frenarse en 2022, lo que se acentuó con la suba de precios de *commodities* provocada por la guerra de Rusia y Ucrania. Sin embargo, el impacto sobre el nivel de actividad por la merma en la demanda de bienes se vio más que compensado por el fuerte aumento del consumo de servicios que se verificó en forma paralela. Con la reapertura post-Covid, los consumidores en todo el mundo orientaron sus presupuestos hacia el consumo de servicios que prácticamente se habían reducido a cero durante el período de distanciamiento social. Esto impidió una desaceleración más fuerte del nivel de actividad, pero también tuvo implicancias en la dinámica de la inflación y del mercado laboral. Si bien los precios de los bienes aflojaron tal como se podía esperar con una menor demanda, la suba de precios de los servicios no permitió que se verificara la baja de la inflación que pronosticaban quienes sostenían que el aumento de la inflación era transitorio. Además, al ser los servicios intensivos en mano de obra, la demanda laboral se mantuvo elevada, presionando al alza los salarios, lo que a su vez tiene repercusiones sobre la inflación y las expectativas inflacionarias.

**Para 2023, la evolución de las estimaciones muestra que las perspectivas económicas globales han seguido deteriorándose en los últimos meses.** Las estimaciones de crecimiento del PIB mundial para 2023 han descendido en forma prácticamente ininterrumpida a lo largo último año, pasando de 3,6% en diciembre de 2021 a 2,2% en la última medición. El deterioro se hizo aún más pronunciado desde mediados de año. En junio, todavía se proyectaba un crecimiento para 2023 en torno al 3%, similar al de 2022. Ahora, se espera una desaceleración más fuerte, con una probabilidad significativa de la economía global caiga en recesión, especialmente las grandes economías desarrolladas. Según la encuesta de analistas de Bloomberg, la probabilidad de recesión en EE.UU. en los próximos 12 meses asciende al 62,5%. En la Eurozona es aún más elevada, 80%, y algunos ya anticipan que la economía europea habría entrado en recesión en el cuarto trimestre de 2022. Por el lado de la

inflación global, si bien se espera una reducción del 7,3% en 2022 al 5,1% en 2023, las estimaciones para 2023 aumentaron a lo largo del año en forma sostenida y no se advierte por el momento un claro cambio de tendencia.

Entre los factores que explican el deterioro de las perspectivas económicas para 2023 sobresale nuevamente el foco que están poniendo los bancos centrales en reducir la demanda agregada para lograr que la inflación finalmente empiece a ceder. Otro factor importante en los pronósticos es la continuidad de la guerra entre Rusia y Ucrania, que está a punto de cumplir un año y no se advierte un final en el horizonte. Por el momento, aun en el caso de que la economía global entre en recesión, la mayoría de los pronósticos coinciden en que se trataría de una recesión suave. Y la baja de la inflación que traería aparejada la recesión, podría sentar las bases para una recuperación más sólida a partir de 2024.

Entre las causas que podrían impactar aún más negativamente el escenario global figuran la eventual aparición de nuevos brotes de Covid que fuerce a medidas restrictivas masivas, hoy poco probable por el efecto de las vacunas, o el estallido de una crisis financiera a gran escala como consecuencia de la política monetaria restrictiva, que contagie a la economía real.

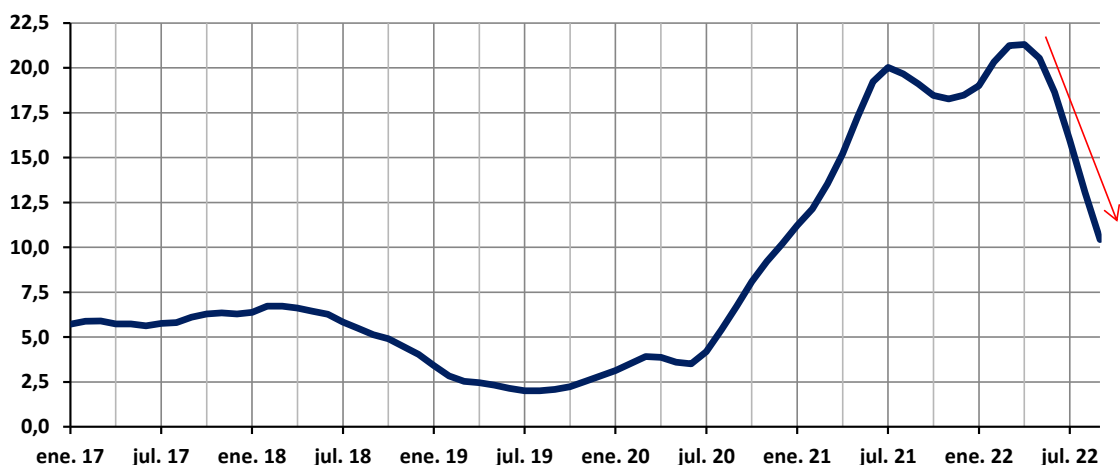
Del lado positivo, la reapertura de la economía de **China** luego de que las severas restricciones para prevención del Covid impactaran en forma muy adversa en 2022, puede ayudar a amortiguar el efecto de un menor nivel de actividad en EE.UU. y en Europa. Pero al mismo tiempo, algunos advierten que la recuperación de China puede complicar más el logro del objetivo de los bancos centrales de bajar la inflación, dado que una mayor demanda china puede presionar al alza nuevamente los precios internacionales de los *commodities*.

En **EE.UU.**, por el momento la economía sigue sin dar señales de estar a punto de entrar en recesión. El consumo permanece firme, liderado por los servicios, mientras que las ventas minoristas no muestran un deterioro sostenido. En noviembre volvieron a expandirse y las ventas de la temporada navideña que se inició con el día de Acción de Gracias han generado expectativas favorables.

**El mercado laboral sigue muy firme, en noviembre la creación de empleo volvió a superar las estimaciones de consenso (se crearon 263.000 empleos frente a 200.000 esperados), el desempleo se mantuvo cerca del piso histórico en 3,7% y los ingresos salariales registraron otro escalón alcista, con una variación interanual de 5,1%.** Pero estos factores llevarán a la Fed a seguir subiendo las tasas. Las especulaciones optimistas respecto a la posibilidad de que la Fed frene la suba de tasas en forma inminente, fomentadas por el dato de inflación inferior a lo esperado en octubre y algunas declaraciones de Powell, se diluyeron luego de los datos de empleo de noviembre y de la inflación mayorista de diciembre, que superó lo esperado por el sector privado.

El escenario más probable parece ser que la Fed seguirá subiendo la tasa de Fondos Federales en los primeros meses de 2023 por lo menos hasta el 5%, y si la inflación sigue mostrándose resistente a la baja, por encima de dicho nivel. Un sector que está empezando a sentir con fuerza el impacto de la suba de tasas es el sector inmobiliario, donde el aumento de los precios de las propiedades alcanzó un pico superior al 20% interanual a principios de 2022 y desde entonces se han desacelerado en forma sostenida hasta el 10% interanual según los últimos datos a septiembre, y la evolución muestra una clara tendencia bajista (véase el gráfico 7). Una señal de alerta que luce cada vez más intensa.

**GRÁFICO 7. ÍNDICE S&P DE PRECIOS DE LAS PROPIEDADES EN 20 CIUDADES – VARIACIÓN INTERANUAL (%)**



Fuente: Bloomberg

Finalmente, **Europa** entró a la temporada crítica de invierno, con algunas expectativas de que los stocks de gas acumulados en los meses previos, las medidas para amortiguar el impacto del aumento del costo de la energía en el poder adquisitivo de los consumidores (principalmente subsidios y topes de precios), y temperaturas menos crudas que en inviernos anteriores, deriven en una evolución del nivel de actividad y de la inflación menos desfavorable que lo anticipado. Sin embargo, parece tratarse de un optimismo apresurado. Con el suministro de energía lejos de estar normalizado, y con subas de tasas del BCE por delante para contener la inflación pese a la desaceleración del nivel de actividad, el 2023 sigue presentándose sombrío.

En resumen, el 2022 termina peor de lo que anticipaban las estimaciones de consenso a principios de año, aunque no tan mal como auguraban los pronósticos más pesimistas. De cara a 2023, el consenso apunta a un deterioro adicional, con riesgo de recesión global. Del lado positivo, la recesión no sería profunda y existe la posibilidad que hacia fin del año próximo se empiece a vislumbrar una recuperación. Siempre y cuando las amenazas más severas no se materialicen.

## PERÚ OTRA VEZ AZOTADO POR LA CRISIS POLÍTICA

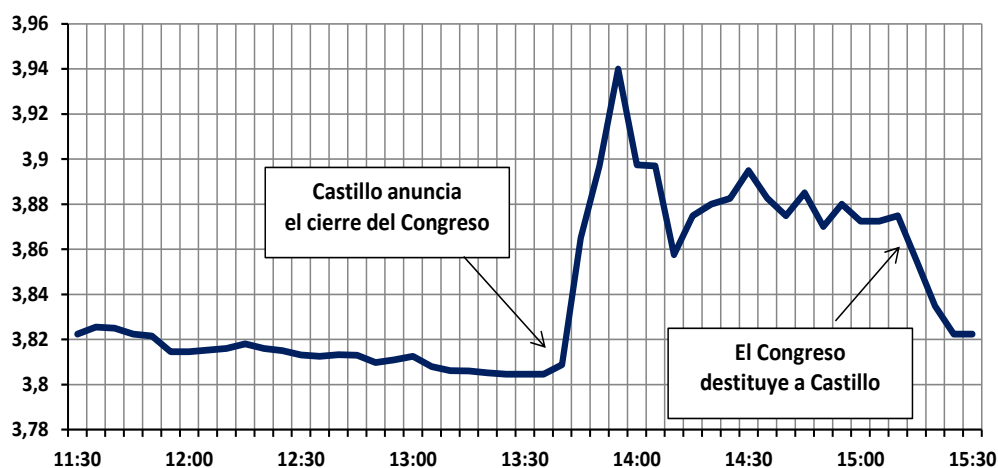
Jorge Viñas

**El intento de golpe de estado del expresidente Castillo, seguido por su destitución por parte del Congreso, marca un nuevo punto de máxima tensión de un largo proceso de conflictividad política signada por la corrupción.**

El 7 de diciembre el Congreso peruano destituyó al presidente Pedro Castillo por “incapacidad moral” con 101 votos a favor y sólo 6 en contra, luego del intento fallido por parte de éste de cerrar el Congreso para evitar el *impeachment*. Una vez concretada su destitución, Castillo fue detenido y acusado de rebelión. En su reemplazo, asumió quien se desempeñaba como vicepresidente, Dina Boluarte, que de esta forma se convirtió en la primera mujer en llegar a la presidencia de Perú. En su discurso al aceptar la designación, Boluarte convocó a una tregua política, afirmando que va a conformar un gobierno con todas las fuerzas políticas, y se comprometió a completar el mandato presidencial que termina en julio de 2026. Sin embargo, no está para nada asegurado que lo logre.

La reacción de los mercados financieros a las noticias que se fueron sucediendo a lo largo de la jornada del 7 de diciembre fue cambiante. Cuando aparecieron en las pantallas los titulares del “auto-golpe de estado” de Castillo, el Sol peruano (PEN) se depreció casi 4% frente al USD casi en forma instantánea, mientras que las acciones se desplomaron 3,6% en la bolsa de Lima. Sin embargo, cuando se supo que el intento había fracasado y se concretó el *impeachment* de Castillo, se recuperaron rápidamente tanto la moneda como las acciones. Al cierre, el PEN se terminó apreciando 0,3% y el índice de acciones subió 0,5% (véase el gráfico 8).

GRÁFICO 8. EVOLUCIÓN INTRADIARIA DEL SOL PERUANO FRENTE AL USD EL DÍA 7 DE DICIEMBRE – SOLES POR DÓLAR



Fuente: Bloomberg

Los inversores parecen apostar a que la nueva situación política que surja del caos actual será mejor para el sector privado y para la economía peruana en general que el período de gobierno de Castillo, signado por una fuerte retórica en contra de la actividad privada, incluyendo amenazas de nacionalizaciones, más allá de que en la práctica no avanzó con iniciativas concretas. Jueves y viernes fueron feriados en Perú, por lo que no hubo referencia del mercado de cambios ni de las acciones



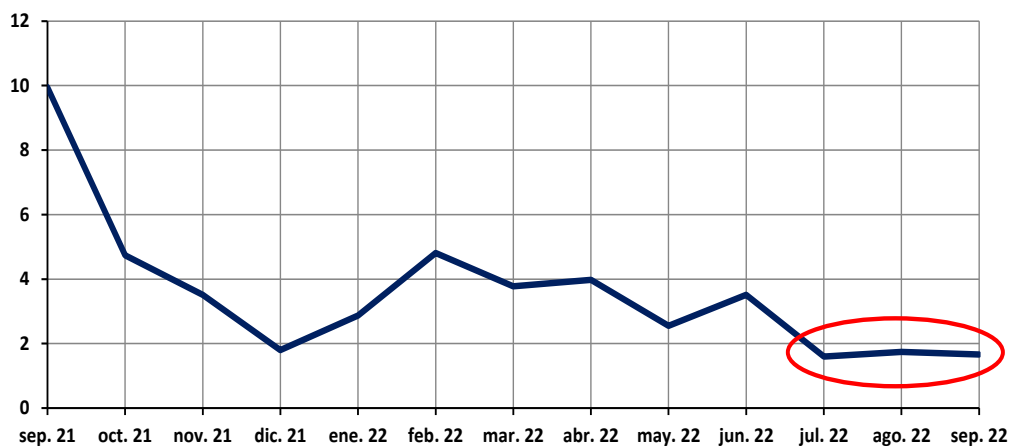
**La situación es muy fluida y difícil de predecir, pero al momento de escribirse este artículo el escenario 1, que Boluarte logre formar gobierno y seguir hasta terminar el mandato, surge como el más probable.** Boluarte no tiene fuerza propia, ya que se distanció del partido del expresidente Castillo, por lo que está obligada a negociar con el Congreso, donde predominan las fuerzas de centroderecha.

Al mismo tiempo, logró mantenerse al margen de los escándalos de corrupción que acorralaron a Castillo, por lo que está en mejores condiciones de evitar acusaciones que la desestabilicen rápidamente. Por otra parte, los miembros del Congreso tienen incentivos a negociar para sostener a Boluarte, para poder mantener sus mandatos parlamentarios hasta 2026, ya que si hubiera elecciones generales sus mandatos caducarían. Finalmente, el nivel de extremo de conflictividad que ha alcanzado el sistema político peruano está arrastrando a todos a la debacle, con el riesgo de que no se salve nadie, por lo que todas las fuerzas tienen incentivos a lograr mínimos acuerdos para apaciguar la situación. De todos modos, teniendo en cuenta la escasa racionalidad que han mostrado todos los participantes en el juego político peruano, no se pueden descartar los otros escenarios.

**En caso de que la nueva presidente consiga conformar y consolidar un gobierno moderado, podría verificarse un repunte de la inversión privada que se ha visto afectada por la retórica anticapitalista del expresidente Castillo.** La economía peruana, luego de la recuperación inicial post-Covid en 2021, está mostrando dificultades para crecer sostenidamente como lo hizo entre 2002 y 2018, periodo en el que promedió un crecimiento anual del 5,3%.

Tras registrar un crecimiento del PIB del 3,5% interanual en el primer semestre de 2022, la medición mensual del PIB que elabora el Banco de la Reserva de Perú (BRP), se desaceleró por debajo del 2% interanual en el tercer trimestre, registrando en septiembre una expansión interanual de sólo de 1,66% (véase el gráfico 10). Según las últimas proyecciones del FMI de octubre de 2022, el PIB de Perú cerraría 2022 con un crecimiento de 2,7%, similar al 2,6% que estima para 2023.

**GRÁFICO 10. PERÚ. EVOLUCIÓN DEL PIB MENSUAL EN EL ÚLTIMO AÑO – VARIACIÓN INTERANUAL (%)**



Fuente: Bloomberg

**Además de las señales equivocadas desde el gobierno de Castillo, en la desaceleración económica influyó la política monetaria restrictiva que está aplicando el BRP para contener la inflación,** que en junio de 2022 alcanzó en el área metropolitana de Lima un pico de 8,8% interanual, muy por encima del rango de 2%-4% que es la meta oficial.

El BRP viene subiendo la tasa de referencia mes tras mes en forma ininterrumpida desde mediados de 2021, pasando de 0,25% a 7,5% en la última reunión del 8 de diciembre, cuando la subió 25 p.b. La inflación empezó a bajar gradualmente desde mediados de 2022, pero todavía se ubicó en 8,45% interanual en noviembre.

Según la encuesta de expectativas que releva el BRP, se espera que la inflación en 2023 descienda a 4,4%, todavía por encima de la meta, por lo que parece probable que el BRP suba la tasa de referencia al menos 25 p.b. más en enero.

**Más allá de la coyuntura económica, la gran incógnita, que probablemente lleve tiempo en develarse, es si el sistema político peruano está ante un punto de inflexión en materia de corrupción y de conflictividad, o si se trata simplemente otro episodio en una larga serie de terror que supera a la ficción.**



## LAS SECUELAS DEL COLAPSO DE FTX

Leandro Marcarian

**El colapso de FTX ha tenido consecuencias positivas tanto como negativas para el mercado de criptomonedas. Desde la positiva, los Exchange han dado un paso hacia la transparencia e iniciado auditorías externas. La negativa es que el efecto contagio continua, con la reciente quiebra de BlockFi y un mercado que sigue en tónica bajista.**

### 1. Introducción

El colapso del Exchange FTX el 11 de noviembre pasado sigue generando consecuencias sobre el mundo cripto. Recapitulando brevemente, un informe de Coinbase sacó a la luz información contable de FTX que distaba mucho de lo que la empresa declaraba. Se descubrió que FTX estaba girando activos de los depositantes a una empresa subsidiaria, Alameda, un fondo de inversión que pertenecía al ecosistema de empresas de FTX. No solo eso, sino que también se descubrió que el principal activo que poseía Alameda era el *token* FTT, el *token* nativo de FTX. La particularidad de este token es que puede ser emitido sin respaldo alguno, por lo que casi el 33% de los activos que decía tener Alameda habían sido generados a través de una entrada de código por las autoridades de FTX, literalmente creados de la nada.

Al hacerse público todo esto, motivó una corrida contra los depósitos de FTX. A los pocos días, FTX tuvo que prohibir a sus usuarios el continuar realizando depósitos ya que no poseía los fondos. Es decir, FTX utilizó los fondos de sus depositantes sin consentimiento y los transfirió a Alameda, empresa controlada por FTX. A partir de allí, ya no se supo que pasó con esos activos. Pudieron haber sido perdidos en inversiones mal ejecutadas o pueden haber sido sencillamente robados por la gerencia de FTX. Por todo esto, SBF, CEO y fundador de FTX está siendo investigado por la SEC y el FBI y puede estar sujeto a cargos civiles y penales.

### 2. Las secuelas positivas

Sin embargo, no todas las secuelas han sido negativas. Los *Exchanges* sobrevivientes a la corrida (la corrida no afectó solo a FTX, sino que se dio a nivel sistémico), han reaccionado para el lado correcto en un acto casi inédito de autorregulación. Ante la situación extrema, entendieron que lo que el público demandaba era mayor transparencia y han dado pasos concretos hacia ellos.

Podría decirse que una de las principales características del mundo cripto, y que fue parte de lo que facilitó las actividades fraudulentas de FTX, es la falta de información. Hasta el mes pasado, era muy difícil, sino imposible, saber con qué activos contaban los *Exchanges* centralizados. Al no estar sujetos a la regulación bancaria, que exige ciertos requerimientos de reservas por depósito, en rigor, era muy poco lo que impedía que FTX se comporte como lo hizo. En un acto de buena fe, y con el objetivo claro de recuperar la confianza de los depositantes, los *Exchanges* han comenzado a presentar lo que se llama Prueba de Reservas (PoR por sus siglas en inglés).

La prueba de reserva (PoR) es un método criptográfico para verificar que un Exchange tiene suficientes activos para cubrir todos los depósitos de los clientes. Al hacerlo, el Exchange asegura a los clientes que tienen suficiente liquidez disponible para procesar todos los retiros, en caso de que ocurra una corrida bancaria.

La prueba de reservas implica esencialmente tomar una fotografía instantánea de todos los saldos mantenidos en el Exchange que se agregan en un árbol Merkle, una estructura de datos diseñada para encapsular y cifrar datos. Debido a que los árboles Merkle son parte de la tecnología *blockchain*, cualquiera puede comparar y verificar si estos saldos exceden o coinciden con los saldos de los clientes. En el caso de los Exchanges de criptomonedas, este proceso es realizado por el Exchange, lo que implica cierto nivel de confianza por parte de los usuarios sobre los resultados que arroje, o llevado a cabo por una auditoría externa independiente. Hasta ahora, la mayoría de los Exchanges han estado trabajando con Nansen, una plataforma de análisis de *blockchain*, para su auditoría de PoR.

Las auditorías PoR seleccionan aleatoriamente direcciones dentro del *Exchange* y obligarlo a mover esos activos, para corroborar que existen, y que no sean simplemente entradas contables falsas. En pocas palabras, el Exchange revela estas direcciones y proporciona pruebas de que tienen acceso a la clave privada asociada.

El modelo de auditoría PoR es realmente un avance, pero aún puede ser mejorado. Varios referentes del mundo de las criptomonedas se han pronunciado sobre ello. Uno de ellos fue Jesse Powell, CEO del Exchange con base en Estados Unidos Kraken. **El punto que marca Powell es simple: el PoR solo verifica activos, pero no pasivos. Tampoco verifica el origen de los**

fondos. Por ejemplo, un Exchange podría superar el PoR en base a deuda. Sabiendo que tiene que enfrentarse a una auditoría, mientras no se verifiquen los pasivos, un Exchange podría endeudarse para adquirir la liquidez necesaria para superar el PoR. De ninguna manera eso significaría que la empresa se encuentre saludable, sin embargo, el PoR no podría verificarlo.

Cabe preguntarse entonces, si existen las pruebas de reservas, y **qué es lo que impide tener pruebas de sus pasivos y un sistema de chequeos y balances completo**. El problema con los *Exchanges* es que sus pasivos están *off-chain*, por lo que la corroboración de sus pasivos no podría hacerse de forma “automática” vía la blockchain, sino que requeriría de auditorías externas tradicionales. Es decir, debería caer bajo la misma regulación que cualquier otra empresa del rubro financiero que debe presentar balances auditados.

**En resumen, es claro el PoR, puede ofrecer información para prevenir una crisis de liquidez, pero no de solvencia.** De todos modos, los principales *Exchanges* como Binance y Coinbase están trabajando en mejorar el proceso, dado que entienden que, si no recuperan la confianza de sus depositantes, se quedarán sin negocio. A tal efecto, Coinbase ha desplegado un fondo de USD 500.000 para la investigación sobre temas relacionados a la contabilidad *on-chain*, PoR, y Prueba de Pasivos.

### 3. Las secuelas negativas

La caída de FTX dio un golpe duro a todo el mercado por la forma en la que FTX se había relacionado con el ecosistema de empresas de criptomonedas. A diferencia del sector financiero tradicional, las cripto no tienen un prestamista de última instancia. FTX cumplió varias veces ese rol durante los últimos años, interviniendo financieramente en empresas cripto que estuvieran atravesando problemas de liquidez o solvencia. Todas esas empresas en las que FTX invirtió, por lo cual SBF llegó a ser reconocido como un altruista dentro del mundo cripto, han sufrido un golpe devastador con la caída de FTX.

Sumado a esto, están los *cryptolenders*, empresas que funcionan como bancos para empresas cripto, prestándole fondos. **El último en caer en el contagio de FTX fue BlockFi**, quien se declaró en bancarrota bajo el artículo 11 a fines de noviembre. Al momento del colapso de FTX, BlockFi se encontraba fuertemente expuesto tanto a ella como a Alameda por dos canales, préstamos directos de BlockFi a Alameda, como así también activos de BlockFi que quedaron atrapados en FTX y nunca pudo recuperar.

Por último, vale la pena dedicarle algunas líneas a la evolución del mercado en general en las semanas subsiguientes a la caída de FTX. El *Total Value Locked* en criptoactivos ha caído un 24% entre principios de noviembre y diciembre. Es decir, se han destruido aproximadamente \$13,000 millones de valor. Por su parte, tanto Bitcoin como Ethereum han perdido un 17% y 19% de su valor en el mismo periodo, respectivamente. Lo interesante de este último dato no es la caída en el precio de estos activos, cosa esperable dada la situación actual del mercado, sino que ha habido una caída muy importante del volumen negociado.

El volumen ha caído un 55% para Bitcoin y 59% para Ethereum. Esto puede ser entendido de dos modos. O el público ya ha aceptado la pérdida y ahora se dedica a retener los activos y esperar a que el precio se recupere. O la caída en el volumen se explica por una caída en el volumen del público, es decir, que el colapso de FTX ha expulsado a muchos jugadores del mercado.

En suma, el colapso de FTX ha demostrado la resiliencia del mundo cripto, que optó por la autorregulación en la forma del PoR antes que seguir por la vía de la libertad absoluta, entendiendo que la inexistencia de rendición alguna de cuentas puede ser extremadamente dañina.

## PRÓXIMOS INDICADORES Y EVENTOS

### 2022 Diciembre

LUNES	MARTES	MIÉRCOLES	JUEVES	VIERNES	SÁBADO	DOMINGO
19	20	21	22	23	24	25
	INDEC: Balanza de pagos 3er trimestre 2022. Índice de Costo de la Construcción. Noviembre 2022. <u>U.S. Census Bureau</u> (EE.UU.): Nuevas construcciones residenciales. Noviembre 2022.	INDEC: Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) Octubre 2022.	INDEC: Índices de Precios Mayoristas Noviembre 2022. <u>U.S. Bureau of Economic Analysis</u> (EE.UU.): PBI 3 <sup>er</sup> trimestre. 3 <sup>a</sup> estimación.	<u>U.S. Census Bureau</u> (EE.UU.): Venta de viviendas nuevas. Noviembre 2022.		Navidad
26	27	28	29	30	31	1
	INDEC: Encuestas de centros de compras, supermercados y autoservicios. Octubre 2022.		INDEC: Índice de salarios. Octubre 2022.			Año Nuevo

### 2023 Enero

LUNES	MARTES	MIÉRCOLES	JUEVES	VIERNES	SÁBADO	DOMINGO
2	3	4	5	6	7	8
	<u>U.S. Census Bureau</u> (EE.UU.): Actividad de la construcción. Noviembre 2022.		INDEC: Índice de producción industrial manufacturero (IPI manufacturero). Noviembre de 2022. Indicadores de coyuntura de la actividad de la construcción. Noviembre de 2022.	<u>U.S. Bureau of Labor Statistics</u> (EE.UU.): Situación del Empleo. Diciembre 2022. <u>U.S. Census Bureau</u> (EE.UU.): Nuevos pedidos mensuales de bienes manufacturados. Noviembre 2022.		
9	10	11	12	13	14	15
	IBGE (Brasil): IPC. Diciembre de 2022.	INDEC: Utilización capacidad instalada industria manufacturera. Noviembre de 2022.	INDEC: IPC Diciembre de 2022. <u>U.S. Bureau of Labor Statistics</u> (EE.UU.): IPC. Diciembre 2022.	IBGE (Brasil): Encuesta Industrial Mensual. Producción Física. Noviembre de 2022. <u>U.S. Bureau of Labor Statistics</u> (EE.UU.): Índice de precios de exportaciones y importaciones. Diciembre 2022.		
16	17	18	19	20	21	22
	INDEC: Variación canasta básica total (CBT) y canasta básica alimentaria (CBA). Diciembre de 2022.	INDEC: Índice de Costo de la Construcción e Índices de Precios Mayoristas. Diciembre 2022. <u>U.S. Census Bureau</u> (EE.UU.): Ventas minoristas mensuales. Diciembre 2022.				
23	24	25	26	27	28	29
	INDEC: Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE). Noviembre 2022.	INDEC: Encuestas de centros de compras, supermercados y autoservicios. Noviembre 2022.		<u>U.S. Bureau of Economic Analysis</u> (EE.UU.): PBI 4 <sup>o</sup> trimestre 2022. 1 <sup>a</sup> estimación.		
30	31					
	INDEC: Índice de salarios. Noviembre 2022. <u>Banco Central de Brasil</u> : Reunión de Comité de Política Monetaria (COPOM). <u>Reserva Federal</u> (EE.UU.): Reunión del Comité Federal de Mercado Abierto.					

## ANEXO ESTADÍSTICO

Indicador	Nov-21	Dic-21	Ene-22	Feb-22	Mar-22	Abr-22	May-22	Jun-22	Jul-22	Ago-22	Sep-22	Oct-22	Nov-22
<b>Precios</b>													
IPC Nacional (INDEC) Var. % m/m	2,5%	3,8%	3,9%	4,7%	6,7%	6,0%	5,1%	5,3%	7,4%	7,0%	6,2%	6,3%	4,9%
IPC Nac. Núcleo Var. % m/m	3,3%	4,4%	3,3%	4,5%	6,4%	6,7%	5,2%	5,1%	7,3%	6,8%	5,5%	5,5%	4,8%
IPC Alim. y beb. no alc. Var. % m/m	2,1%	4,3%	4,9%	7,5%	7,2%	5,9%	4,4%	4,6%	6,0%	7,1%	6,7%	6,2%	3,5%
IPC Nacional (INDEC) Var. % a/a	51,2%	50,9%	50,7%	52,3%	55,1%	58,0%	60,7%	64,0%	71,0%	78,5%	83,0%	88,0%	92,4%
IPC Nac. Núcleo Var. % a/a	55,5%	54,9%	54,0%	54,5%	57,3%	60,5%	63,2%	65,5%	72,2%	78,4%	82,3%	86,4%	89,1%
IPC Alim. y beb. no alcohólicas Var. % a/a	50,5%	50,3%	50,5%	55,8%	59,7%	62,1%	64,2%	66,4%	70,6%	80,0%	86,6%	91,6%	94,2%
IPC GBA (INDEC) Var. % m/m	2,3%	4,1%	3,9%	4,6%	6,7%	6,2%	4,8%	5,5%	7,4%	7,0%	6,0%	6,6%	5,0%
IPC GBA Núcleo Var. % m/m	3,3%	4,6%	3,3%	4,5%	6,1%	7,0%	5,0%	5,3%	7,4%	6,9%	5,5%	5,8%	4,9%
IPCBA (CABA) Var. % m/m	2,5%	3,8%	4,0%	4,1%	5,9%	5,3%	5,5%	5,1%	7,7%	6,2%	5,6%	7,0%	5,8%
IPC GBA (INDEC) Var. % a/a	50,9%	51,4%	52,4%	53,8%	55,9%	59,0%	61,2%	66,9%	71,8%	79,1%	82,9%	87,8%	92,8%
IPC GBA Núcleo Var. % a/a	54,9%	55,1%	55,4%	55,8%	58,4%	61,8%	64,0%	66,8%	73,3%	79,8%	83,5%	87,9%	90,7%
IPCBA (CABA) Var. % a/a	49,1%	49,2%	49,5%	51,3%	54,1%	56,0%	58,8%	61,8%	69,2%	74,6%	78,4%	84,0%	89,9%
<b>Expectativas de Inflación (UTDT)</b>													
Mediana	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	60,0	50,0	60,0	70,0	80,0
Media	50,4	51,3	51,1	50,3	53,7	52,2	58,4	57,9	62,5	60,6	61,7	68,4	72,4
<b>Indicadores Fiscales SPNF (Var. % a/a)</b>													
Ingresos Totales	69,3%	87,3%	47,8%	61,5%	91,7%	77,9%	58,7%	64,9%	82,8%	73,3%	41,1%	94,5%	s/d
Gastos Totales	73,8%	76,5%	71,9%	67,1%	84,0%	84,6%	76,7%	74,2%	64,7%	77,4%	77,6%	60,8%	s/d
Ingr. Primarios (sin Rentas de la Prop.)	65,1%	84,3%	50,2%	60,7%	67,7%	58,9%	55,5%	57,7%	74,1%	71,3%	33,1%	95,5%	s/d
Gastos Primarios	76,0%	77,1%	56,9%	70,0%	84,9%	87,4%	88,3%	75,3%	62,0%	72,9%	78,9%	63,5%	s/d
<b>Recursos tributarios (Var. % a/a)</b>													
Recaudación total	59,5%	73,6%	51,6%	62,8%	62,5%	64,0%	79,9%	82,1%	87,0%	72,2%	117,9%	92,8%	88,8%
Dirección General Impositiva	55,4%	61,7%	45,3%	55,2%	49,8%	65,8%	66,3%	78,7%	122,8%	75,2%	87,5%	119,0%	113,2%
Dirección General de Aduanas	78,1%	84,0%	58,7%	68,5%	67,7%	79,7%	87,1%	73,9%	82,3%	103,4%	82,9%	86,7%	65,7%
Sistema de Seguridad Social	69,7%	67,8%	64,6%	66,1%	64,4%	72,1%	75,8%	83,2%	79,2%	81,4%	81,7%	89,7%	94,9%

Indicador	Nov-21	Dic-21	Ene-22	Feb-22	Mar-22	Abr-22	May-22	Jun-22	Jul-22	Ago-22	Sep-22	Oct-22	Nov-22
<b>Confianza del Consumidor (UTDT)</b>													
<b>Indice</b>	<b>39,7</b>	<b>37,8</b>	<b>40,1</b>	<b>39,4</b>	<b>36,9</b>	<b>35,7</b>	<b>36,3</b>	<b>39,1</b>	<b>34,7</b>	<b>37,1</b>	<b>37,2</b>	<b>35,7</b>	<b>35,2</b>
Var. % m/m	-1,3%	-4,9%	6,3%	-1,8%	-6,4%	-3,2%	1,6%	7,7%	-11,1%	6,6%	0,4%	-4,1%	-1,4%
Var. % a/a	-2,9%	-3,9%	5,1%	4,6%	-3,4%	1,1%	2,5%	12,8%	-8,2%	-6,8%	-8,2%	-11,3%	-11,4%
<b>Indicadores de Actividad</b>													
<b>EMAE (INDEC) Var. % a/a</b>	<b>9,5%</b>	<b>10,4%</b>	<b>5,1%</b>	<b>8,5%</b>	<b>4,7%</b>	<b>5,9%</b>	<b>7,9%</b>	<b>7,0%</b>	<b>5,9%</b>	<b>6,6%</b>	<b>4,8%</b>	<b>s/d</b>	<b>s/d</b>
Var m/m, sin estacionalidad	1,3%	1,3%	-0,8%	1,1%	-0,7%	0,5%	0,2%	1,3%	0,4%	0,7%	-0,3%	s/d	s/d
<b>Uso Capacidad Instalada Industria Manufacturera (INDEC)</b>	<b>68,4%</b>	<b>64,0%</b>	<b>57,5%</b>	<b>64,0%</b>	<b>66,7%</b>	<b>67,1%</b>	<b>68,0%</b>	<b>69,5%</b>	<b>67,9%</b>	<b>69,6%</b>	<b>68,6%</b>	<b>66,7%</b>	<b>s/d</b>
<b>Venta de autos O Km (ADEFA) Var. % a/a</b>	<b>-11,5%</b>	<b>-16,1%</b>	<b>-26,2%</b>	<b>-4,7%</b>	<b>4,5%</b>	<b>3,3%</b>	<b>20,4%</b>	<b>32,1%</b>	<b>20,8%</b>	<b>11,9%</b>	<b>34,6%</b>	<b>30,8%</b>	<b>26,6%</b>
Var m/m, con estacionalidad	10,0%	17,7%	-38,4%	26,2%	33,0%	-8,8%	9,3%	10,4%	-20,96%	-0,89%	18,63%	-4,39%	6,42%
<b>Producción Industrial (FIEL) Var. % a/a</b>	<b>8,4%</b>	<b>8,9%</b>	<b>-0,5%</b>	<b>8,6%</b>	<b>2,5%</b>	<b>4,2%</b>	<b>8,4%</b>	<b>5,4%</b>	<b>2,5%</b>	<b>5,6%</b>	<b>0,4%</b>	<b>1,3%</b>	<b>s/d</b>
Var m/m, desest.	2,0%	1,1%	-0,4%	1,6%	2,1%	3,1%	-0,7%	-0,7%	-2,7%	0,0%	-3,1%	-0,3%	s/d
<b>Producción Industrial (INDEC) Var. % a/a</b>	<b>10,1%</b>	<b>10,7%</b>	<b>-0,9%</b>	<b>8,8%</b>	<b>3,6%</b>	<b>4,6%</b>	<b>11,9%</b>	<b>7,4%</b>	<b>5,5%</b>	<b>7,6%</b>	<b>4,2%</b>	<b>3,5%</b>	<b>s/d</b>
<b>ISAC (INDEC) Var. % a/a</b>	<b>7,7%</b>	<b>4,5%</b>	<b>-5,0%</b>	<b>7,3%</b>	<b>1,9%</b>	<b>8,8%</b>	<b>20,0%</b>	<b>7,2%</b>	<b>5,2%</b>	<b>7,3%</b>	<b>5,2%</b>	<b>-0,9%</b>	<b>s/d</b>
<b>Construcción (Grupo Construya) Var. % a/a</b>	<b>6,6%</b>	<b>15,4%</b>	<b>3,9%</b>	<b>10,5%</b>	<b>9,2%</b>	<b>8,7%</b>	<b>17,0%</b>	<b>4,9%</b>	<b>8,4%</b>	<b>12,1%</b>	<b>2,1%</b>	<b>0,0%</b>	<b>-5,1%</b>
Var. % m/m, desest.	-1,3%	-6,7%	-5,0%	11,2%	3,7%	4,9%	-5,3%	3,4%	7,6%	-9,9%	-5,5%	5,3%	9,0%
<b>Despachos de Cemento (AFCP) Var. % a/a</b>	<b>1,5%</b>	<b>4,1%</b>	<b>-2,0%</b>	<b>15,7%</b>	<b>7,6%</b>	<b>9,8%</b>	<b>24,2%</b>	<b>14,3%</b>	<b>9,4%</b>	<b>12,3%</b>	<b>8,6%</b>	<b>-1,3%</b>	<b>-0,1%</b>
<b>Indicadores del Sector Externo</b>													
<b>Exportaciones en USD</b>	<b>6.191</b>	<b>6.587</b>	<b>5.548</b>	<b>6.452</b>	<b>7.354</b>	<b>8.337</b>	<b>8.254</b>	<b>8.432</b>	<b>7.773</b>	<b>7.537</b>	<b>7.407</b>	<b>7.901</b>	<b>s/d</b>
Var. % a/a	37,6%	85,9%	12,9%	35,1%	28,6%	35,7%	21,2%	20,3%	7,2%	-6,9%	-2,2%	15,1%	s/d
<b>Importaciones en USD</b>	<b>5.767</b>	<b>6.216</b>	<b>5.251</b>	<b>5.634</b>	<b>7.083</b>	<b>6.883</b>	<b>7.886</b>	<b>8.547</b>	<b>8.210</b>	<b>7.837</b>	<b>6.993</b>	<b>6.074</b>	<b>s/d</b>
Var. % a/a	40,1%	59,1%	36,6%	51,7%	33,1%	47,3%	53,4%	44,6%	43,7%	36,2%	18,8%	15,8%	s/d
<b>Saldo Comercial en USD</b>	<b>424</b>	<b>371</b>	<b>297</b>	<b>818</b>	<b>271</b>	<b>1.454</b>	<b>368</b>	<b>-115</b>	<b>-437</b>	<b>-300</b>	<b>414</b>	<b>1.827</b>	<b>s/d</b>
<b>Precios Materias Primas BCRA (dic 2001=100)</b>	<b>292,6</b>	<b>295,8</b>	<b>313,9</b>	<b>333,8</b>	<b>371,5</b>	<b>373,4</b>	<b>373,5</b>	<b>368,8</b>	<b>336,5</b>	<b>347,7</b>	<b>345,9</b>	<b>326,4</b>	<b>329,9</b>
Var. % a/a	22,4%	19,0%	15,2%	19,0%	31,1%	26,9%	24,5%	18,3%	13,0%	18,5%	23,7%	15,9%	12,7%

Indicador	Nov-21	Dic-21	Ene-22	Feb-22	Mar-22	Abr-22	May-22	Jun-22	Jul-22	Ago-22	Sep-22	Oct-22	Nov-22
<b>Indicadores Monetarios (saldos promedios mensuales)</b>													
<b>Base Monetaria (\$ M.M.)</b>	<b>3.152</b>	<b>3.383</b>	<b>3.702</b>	<b>3.767</b>	<b>3.663</b>	<b>3.616</b>	<b>3.708</b>	<b>3.896</b>	<b>4.216</b>	<b>4.298</b>	<b>4.181</b>	<b>4.230</b>	<b>4.400</b>
Circulante	2.291	2.504	2.677	2.685	2.674	2.685	2.743	2.935	3.200	3.233	3.172	3.239	3.348
Otros pasivos BCRA en mon. local: (a) + (b) + (c)	5.870	6.103	6.368	6.328	6.563	6.942	7.483	8.102	9.164	9.315	10.437	11.379	11.925
(a) Deuda Remun (LELIQ+NOCOM)	2.125	2.134	2.906	3.701	4.153	4.533	4.980	5.390	5.863	6.029	6.511	7.238	7.466
(b) Pasivos netos por pases	2.234	2.368	1.781	930	650	577	554	628	1.044	942	1.411	1.432	1.633
(c) Depósitos del Gobierno	1.511	1.601	1.680	1.697	1.759	1.832	1.948	2.084	2.257	2.344	2.516	2.708	2.827
<b>Reservas intern. brutas (U\$S M.M.)</b>	<b>42,5</b>	<b>40,6</b>	<b>39,0</b>	<b>37,3</b>	<b>38,6</b>	<b>43,0</b>	<b>41,6</b>	<b>40,9</b>	<b>40,4</b>	<b>37,1</b>	<b>37,2</b>	<b>39,1</b>	<b>37,9</b>
<b>Dep. en mon.ext. en BCRA (U\$S M.M.)</b>	<b>18,8</b>	<b>18,2</b>	<b>18,7</b>	<b>18,5</b>	<b>18,4</b>	<b>18,4</b>	<b>18,5</b>	<b>18,5</b>	<b>18,1</b>	<b>17,5</b>	<b>17,5</b>	<b>17,5</b>	<b>18,1</b>
<b>(BaseMon.+ Pas.noMon.)/(Rvas.Int.Brut - Dep.en U\$S en BCRA)</b>	<b>380,3</b>	<b>423,7</b>	<b>497,2</b>	<b>537,1</b>	<b>506,6</b>	<b>430,0</b>	<b>483,2</b>	<b>536,8</b>	<b>600,3</b>	<b>694,8</b>	<b>739,1</b>	<b>723,8</b>	<b>823,1</b>
<b>Tipo de cambio mayorista bancos (\$ / U\$S)</b>	<b>100,3</b>	<b>101,9</b>	<b>103,9</b>	<b>106,3</b>	<b>109,5</b>	<b>113,3</b>	<b>117,8</b>	<b>122,7</b>	<b>128,4</b>	<b>135,3</b>	<b>143,6</b>	<b>152,6</b>	<b>162,1</b>
<b>Depósitos bancarios (saldos promedios mensuales)</b>													
<b>Total depósitos (\$ M.M.)</b>	<b>10.949</b>	<b>11.467</b>	<b>12.028</b>	<b>12.130</b>	<b>12.567</b>	<b>13.080</b>	<b>13.866</b>	<b>14.776</b>	<b>15.868</b>	<b>16.435</b>	<b>17.594</b>	<b>18.914</b>	<b>19.895</b>
Sector privado	8.859	9.297	9.671	9.854	10.154	10.624	11.277	12.075	13.048	13.406	14.396	15.386	16.268
Sector público	2.090	2.170	2.357	2.277	2.413	2.456	2.589	2.701	2.820	3.029	3.198	3.529	3.627
<b>En moneda local (\$ M.M.)</b>	<b>9.067</b>	<b>9.609</b>	<b>10.080</b>	<b>10.168</b>	<b>10.554</b>	<b>10.994</b>	<b>11.690</b>	<b>12.505</b>	<b>13.542</b>	<b>14.062</b>	<b>15.096</b>	<b>16.250</b>	<b>16.962</b>
Sector privado	7.264	7.743	8.056	8.232	8.488	8.889	9.465	10.163	11.113	11.431	12.274	13.108	13.802
Sector público	1.803	1.866	2.024	1.935	2.067	2.105	2.225	2.342	2.429	2.631	2.822	3.142	3.160
<b>En moneda extranjera (\$ M.M.)</b>	<b>1.881</b>	<b>1.857</b>	<b>1.948</b>	<b>1.966</b>	<b>2.013</b>	<b>2.086</b>	<b>2.177</b>	<b>2.271</b>	<b>2.326</b>	<b>2.373</b>	<b>2.498</b>	<b>2.665</b>	<b>2.933</b>
Sector privado	1.595	1.554	1.615	1.622	1.667	1.735	1.812	1.912	1.935	1.975	2.122	2.278	2.466
Sector público	287	303	333	344	346	351	364	359	391	398	376	386	467
<b>En moneda extranjera (U\$S M.M.)</b>	<b>18,8</b>	<b>18,2</b>	<b>18,7</b>	<b>18,5</b>	<b>18,4</b>	<b>18,4</b>	<b>18,5</b>	<b>18,5</b>	<b>18,1</b>	<b>17,5</b>	<b>17,5</b>	<b>17,5</b>	<b>18,1</b>
Sector privado	15,9	15,3	15,5	15,3	15,2	15,3	15,4	15,6	15,1	14,6	14,8	15,0	15,2
Sector público	2,9	3,0	3,2	3,2	3,2	3,1	3,1	2,9	3,0	2,9	2,6	2,5	2,9
<b>Tasas de interés nominales</b>													
<b>Tasa de control monetario BCRA (% anual) Prom. mensual</b>	<b>38,0</b>	<b>38,0</b>	<b>39,7</b>	<b>40,9</b>	<b>43,2</b>	<b>46,0</b>	<b>48,2</b>	<b>50,4</b>	<b>52,8</b>	<b>66,1</b>	<b>72,6</b>	<b>75,0</b>	<b>75,0</b>
<b>Tasas activas (% anual)</b>													
Call en pesos entre bancos privados	28,5	28,6	28,7	29,4	31,2	32,2	34,7	36,9	41,7	52,7	60,5	59,9	62,5
Adel. cta.cte. en pesos a empresas no financ. por \$ 10 M o más, con acuerdo, de 1 a 7 días	35,2	35,4	35,7	36	37,2	38,9	40,6	42,5	46,7	61,8	69,6	72,4	73,9
Préstamos personales	51,8	52,9	54,9	55,8	55,9	57,9	58,9	60,2	65,7	75,3	78,2	82,7	79
<b>Tasas pasivas (% anual)</b>													
BADLAR	33,4	33,4	36,0	37,3	39,5	42,4	44,6	47,2	50,1	59,5	65,5	68,3	68,3
Plazo fijo en \$ hasta \$ 100.000	36,0	36,0	37,8	39,0	41,2	43,8	46,0	49,0	52,1	64,4	71,0	73,5	73,5
Plazo fijo en \$ más de \$ 1.000.000	32,7	32,9	35,6	36,7	38,9	41,8	43,9	46,6	49,6	58,8	64,7	67,6	67,4