

Informe Económico Mensual



USAL
UNIVERSIDAD
DEL SALVADOR

Instituto de Investigación

Nº 223. Año 23 – 19 de diciembre de 2023

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

EL DATO DEL MES

Inflación. En noviembre de 2023 la inflación mensual fue de 12,8% (160,9% interanual), la más alta desde febrero de 1991.

LO QUE HAY QUE SABER

Argentina en la era Milei. El nuevo presidente inició la gestión con una devaluación de la moneda y un ajuste fiscal hasta reducir el déficit fiscal primario a cero en un año o menos. La viabilidad de su programa depende de la instrumentación de reformas estructurales conflictivas, y del éxito inicial para liberalizar mercados con una razonable estabilidad macroeconómica y política.

EE.UU. cierra el año con viento a favor. Las proyecciones de la Fed de diciembre anticipan inflación a la baja y desaceleración moderada del PIB en EE.UU. para 2024. Tras mantener la tasa de Fondos Federales sin cambios en 5,5%, la Fed prepara el camino para iniciar la baja de dicha tasa en los próximos meses, hasta el 4,75% hacia fin de 2024. Los mercados financieros reaccionaron muy favorablemente, con la tasa del bono del Tesoro a 10 años debajo del 4% y los principales índices accionarios alcanzando los nuevos máximos del año.

Europa se desacelera.

Los datos del 3^{er} trimestre de Europa muestran inequívoco estancamiento económico. Países claves como Alemania y Francia han experimentado una marcada desaceleración, que puede persistir en línea con los riesgos geopolíticos y económicos de los últimos meses

LO QUE VIENE

Argentina entre alta e hiperinflación. Tanto para el nuevo presidente como la mayoría de las estimaciones privadas, se espera una inflación mensual superior al 20% a partir de diciembre de 2023, y para el primer trimestre de 2024 una inflación acumulada entre 90% y 100%.

Mejores perspectivas para Brasil. Según la encuesta semanal del Banco Central de Brasil a consultoras privadas, la estimación de crecimiento del PBI para 2023 pasó de 2,85% a 2,92% y para 2024 se espera un crecimiento de 1,5%. La inflación esperada para todo 2023 es de 4,49% y para el año próximo, de 3,93%.

PRINCIPALES INDICADORES HASTA FIN DE NOVIEMBRE DE 2023

	2023				Tendencia hasta nov. 2023
	Agosto	Septiembre	Octubre	Noviembre	
IPC Var. % mensual	12,4%	12,7%	8,3%	12,8%	
IPC Var. % interanual	124,4%	138,3%	142,7%	160,9%	
Industria % uso capacidad instalada	67,9%	67,9%	65,3%	s.d.	
	2023				Tendencia hasta nov. 2023
	Agosto	Septiembre	Octubre	Noviembre	
LELIQ Tasa de interés anunciada por el BCRA para Letras Liquidez (LELIQ) a 28 días	118,0%	118,0%	133,0%	133,0%	
EMBI Arg. Riesgo país en puntos básicos al último día del mes	2.105	2.543	2.576	1.982	Estable
IVA DGI Recaudación Mensual	169,9%	174,4%	138,9%	172,0%	
		Var. % interanual.			
Dólar \$/U\$S mayorista promedio bancos al último día del mes	367,0	367,0	367,9	378,4	
Depósitos en pesos Sector privado	9,7%	+6,5%	+6,5%	2,4%	Estable
		Var. % mensual de saldos promedios mensuales			
Depósitos en dólares Sector privado	-1,6%	-1,6%	-2,6%	-2,5%	
		Var. % mensual de saldos promedios mensuales			

PRECIOS, ACTIVIDAD Y COMERCIO EXTERIOR

INDICADORES MÁS RECIENTES

Adolfo Bosch

I. PRECIOS

VARIABLE		FUENTE	Periodo	Unidad	Valor	Periodo anterior		
PRECIOS	IPC Nacional	INDEC	Noviembre 23	Var. % mensual	12,8%	8,3%		
				Var.% interanual	160,9%	142,7%		
	IPC G.B.A		Noviembre 23	Var. % mensual	12,9%	8,6%		
				Var.% interanual	161,2%	142,9%		
	IPC C.A.B.A		Dirección General de Estadística y Censos. GCBA	Noviembre 23	Var. % mensual	11,9%	9,4%	
					Var.% interanual	160,6%	146,4%	

II. ACTIVIDAD

VARIABLE		FUENTE	Periodo	Unidad	Valor	Periodo anterior	
DEMANDA INTERNA	Ventas en Shoppings	INDEC	Septiembre 2023	Var. % i.a. acumulado vs. acum. año anterior a precios constantes	13,6%	12,9%	
	Ventas en Supermercados		Septiembre 2023	Var. % i.a. acumulado vs. acum. año anterior a precios constantes	1,6%	1,3%	
	Patentamiento autos 0 Km	ACARA	Noviembre 2023	Var.%interanual	5,8%	23,9%	
ACTIVIDAD	Estimador Mensual de Actividad Económica	INDEC	Septiembre 2023	Var. % mensual (sin estacionalidad)	0,0%	1,2%	
				Var.% interanual	-0,7%	0,1%	
PBI	2° Trimestre 2023		Var. % abril-mayo '22 vs abril-mayo '23	-4,9%	1,3%		
	IPI Manufacturero		Octubre 2023	Var.% interanual	-0,8%	-3,3%	
Uso capacidad instalada			Octubre 2023	% uso capacidad instalada	65,3%	67,9%	
	CONSTRUCCIÓN		Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción	Octubre 2023	Var.% interanual	3,0%	-4,5%
INGRESOS TRIBUTARIOS RELACIONADOS CON LA ACTIVIDAD INTERNA	IVA DGI (Bruto)	AFIP	Noviembre 2023	Var % mensual	16,6%	-3,6%	
				Var. interanual	172,0%	138,9%	
	Var % mensual			15,6%	6,1%		
	Var. interanual			141,2%	124,0%		
	Sistema Seguridad Social			Var % mensual	8,2%	11,8%	
Var. interanual		175,8%	167,6%				

III. COMERCIO EXTERIOR

VARIABLE		FUENTE	Periodo	Unidad	Valor	Periodo anterior	
COMERCIO EXTERIOR	Exportaciones	INDEC	Octubre 2023	Nivel (U\$S M)	5.385	5.751	
				Var. % interanual	-32,4%	-23,5%	
	Importaciones			Nivel (U\$S M)	5.839	6.525	
				Var. % interanual	-3,9%	-8,6%	
	Saldo balanza comercial			Nivel (U\$S M)	-454	-774	

PANORAMA DE ARGENTINA

UN INUSUAL INICIO DE GESTIÓN PRESIDENCIAL

Juan Miguel Massot

El presidente Milei inició la gestión con una devaluación de la moneda y un ajuste fiscal hasta reducir el déficit fiscal a cero en un año o menos. La viabilidad de su programa depende de la instrumentación de reformas estructurales conflictivas, y del éxito inicial para liberalizar mercados con una razonable estabilidad macroeconómica y política.

1. ¿Hacia una nueva economía?

La incertidumbre posterior al triunfo de Javier Milei se profundizó por la falta de claridad sobre los lineamientos del programa económico y del equipo que debía diseñarlo y ejecutarlo. A esto se sumó que el gobierno anterior se hizo a un lado, incluyendo la “desaparición” de algunos de sus principales funcionarios, como el otrora candidato presidencial y ministro de Economía. Esta combinación de factores permitió, apoyada en los desaciertos de política económica de los últimos años, en que la inflación se acelerara y afectara fuertemente el poder adquisitivo de los ingresos familiares. Sin embargo, esto no concluyó en un caos. El gobierno se benefició de la resiliencia de la sociedad que aprendió a defenderse, a como dé lugar, de los impactos negativos de las crisis. A esto se sumó la cautela en los mercados financieros en un contexto en el que una decisión apresurada puede tener costos muy elevados.

Dos temas que merecen destacarse de este particular período inicial son la conformación del nuevo funcionariado, casi ninguno salido de las entrañas del “mileismo” puro, y el abandono o postergación de la dolarización, las cuales fueron tildadas como parte de un viraje del dogmatismo al pragmatismo.

Sobre lo primero, caben las siguientes reflexiones. Este tipo de giro puede tener su importancia práctica u operativa, pero también tener costos concretos en materia política. Permite plantear interrogantes sobre el futuro de un presidente sin partido y sin leales, que solo es apoyado por conveniencia por grupos que responden a terceros. La política tiene ese rasgo, pero la cuestión surge cuando se llega al extremo, a tal punto que la oposición, que atraviesa su propia crisis con la emocionalidad de quien se siente humillado, encuentra al menos un tema en el que regodearse. Sobre esto último, y sin pretender abusar de la historia, vale señalar lo siguiente. Hay una dimensión un tanto olvidada sobre la personalidad y accionar del presidente Carlos Menem, a quien Javier Milei ha señalado como el mejor de la historia. **Cuando asumió, no dejó sus lealtades a un lado, aun cuando en varios temas se apoyase en los que consideraba los más apropiados para cierto tema en un momento preciso de su gestión.** Ese detalle, que no lo es tal ni en política ni en la vida de cualquier persona, marca una profunda diferencia entre un político que ocupa altos cargos de gestión y que busca tener éxito en ella, y un ejecutivo del sector privado. Parafraseando a otro expresidente, Néstor Kirchner, **no solo no se debe dejar los principios al entrar a la Casa Rosada como se deja un sombrero, sino tampoco a los que estarán a su lado cuando las cosas se compliquen y “los mejores” abandonen el barco y regresen a sus verdaderos intereses.**

Ahora bien, ningún presidente está exento de tener que innovar en algunas cuestiones o cambiar equipos de trabajo en el tiempo previo e inmediato posterior a su asunción. Otra muy distinta han sido las vacilaciones y los giros copernicanos sobre la solución de problemas económicos y de los equipos a cargo, situación que logró espiralizar la angustia y el miedo de la población ante un gobierno que se renovaba completamente a sí mismo antes de su asunción.

Esto debe completarse con otra cuestión que es crítica para el partido que encabeza el presidente, y que no afectó a ninguna de las presidencias anteriores: la real posibilidad de construcción política de una fuerza que está completamente diluida en la gestión de gobierno, cuando es esto último lo que permitiría amalgamarla y hacerla crecer hasta constituir la como una opción con peso propio, más o menos perdurable, y con posibilidades de inserción territorial.

Pasando a la segunda cuestión, esto es, al abandono o postergación de la dolarización como pivote sobre el que girará el legado del nuevo presidente, puede señalarse lo siguiente. Lo conocido a esta fecha en materia de política fiscal y monetaria parece acercarse más estrechamente a la propuesta de la candidata Patricia Bullrich que a la declamada por el presidente durante la campaña. Diferente quizás llegue a ser la reforma del Estado y de los mercados que podría parecerse más a la que tanto motivaba a su núcleo duro de seguidores y que parte se ilustraba con la “motosierra”. Además, mientras el riesgo de que las primeras no alcancen sus objetivos depende, en una parte no menor, de cómo las diseñe y ejecute el Poder Ejecutivo, **las segundas, dada la integración del Congreso, tienen el agregado de la negociación política desde una posición de debilidad extrema, aun cuando se intenten aplicar mediante decretos presidenciales.**

En ambas dimensiones de la política económica inciden las limitaciones que se enfrentan para financiarse o refinanciarse en el mercado local e internacional, ya que no solo hay que pagar vencimientos de deuda doméstica y externa, en pesos y divisas extranjeras, sino que también las reformas estructurales suelen requerir financiamiento. Esto se observa en al menos dos cuestiones. **Primero, todas las gestiones de funcionarios y allegados por conseguir fondeo internacional (¿U\$S 15.000 M?) lograron resultados muy modestos. Segundo el aumento de impuestos (retenciones a las exportaciones, envío al Congreso de una modificación a la ley del impuesto a las ganancias, etc.) es diametralmente opuesto al discurso oficial del otrora candidato, más allá que se lo justifique como transitorio.**

Si se atiende a los números de la macroeconomía en cuanto a los potenciales resultados de la política económica que se está empezando a aplicar, es posible que los fiscales se acerquen en los próximos meses a los deseados por el gobierno, algo que no ocurriría ni en lo monetario ni en lo cambiario hasta al menos, el segundo o tercer trimestre del año próximo. **En cuanto a la actividad e inflación, sí se esté concretando el vaticinio oficial de una profunda recesión con muy alta inflación cuya fecha de finalización es todavía incierta.**

Un derivado natural de lo expuesto ha sido el resurgir del conflicto social, el cual requiere siempre de la contribución de los factores políticos, como es el caso de un gobierno **que nada tiene que ver con el denominado progresismo de izquierda.** Esto se puede constatar tanto en las declaraciones públicas de algunos líderes sociales y del mundo del trabajo, como por la marcha del 20 de este mes.

Más allá de esto último, lo concreto es que la situación socioeconómica es de una máxima fragilidad. No se puede descartar que en este contexto la aprobación del gobierno decrezca rápidamente en los próximos meses debido al empobrecimiento de las mayorías, como ha ocurrido en todas las crisis económicas de que se tenga memoria. En ese marco, una vez más el fantasma de una crisis política recorre las calles del país, aunque solo se lo escuche en voz baja, como si fuera una maldición a la que no hay que invocar. Esperemos que la prudencia, habilidad y suerte estén del lado del nuevo presidente y su equipo de trabajo, a fin de que se concreten las expectativas positivas con la que la población lo votó.

2. *Los anuncios de Milei frente a la herencia que debe administrar*

Como se advirtió en el IEM del mes pasado, la complejidad de la herencia dejada por la administración kirchnerista torna dificultoso iniciar la liberalización de mercados, con precios relativos lejos de cualquier nivel de equilibrio, desabastecimiento de diversos insumos y bienes importados, un fisco desfinanciado (con un acuerdo con el FMI a ser renegociado a la mayor velocidad posible) y un banco central sin reservas líquidas.

En su primer mensaje al país el presidente Milei repitió el diagnóstico formulado en la campaña electoral, reafirmando la intención de abandonar de inmediato el populismo kirchnerista y con el foco en un duro ajuste fiscal inicial para reducir el déficit fiscal superior al 5,5% del PBI de este año. El énfasis en optar por una estrategia de shock se plasmó en los anuncios del ministro de economía Luis Caputo el martes 12 de diciembre y algunas medidas adicionales expuestas en programas televisivos. La secuencia de anuncios y su implementación es inequívocamente gradualista con foco en el cierre del déficit fiscal primario y en la estabilidad cambiaria y del nivel de precios. Esto supone al final del camino un aumento sostenido de la demanda de pesos y la desdolarización (más bien que la dolarización declamada como objetivo inclusive por el propio ministro Caputo):

a. **Política comercial**

Liberación parcial de las importaciones vía:

- a.1. Abandono del sistema SIRA de permisos para importaciones, y
- a.2. Eliminación de la exigencia de un Certificado de la Cuenta Única de Comercio Exterior de AFIP.

b. **Política fiscal**

- b.1. No renovación de contratos laborales en el estado con menos de 1 año de vigencia
- b.2. Suspensión (no detallada) de la pauta oficial del Gobierno Nacional (subsidios a medios de prensa) por 1 año (ahorro potencial: \$ 34.000 M a precios de 2023).
- b.3. Reducción del tamaño de la administración central: de 18 a 9 ministerios, de 106 a 54 secretarías, con una reducción de cargos jerárquicos de 50% y del 34% de los cargos políticos.
- b.4. Reducción (no cuantificada) de transferencias discrecionales a las provincias.
- b.5. No apertura de licitaciones de obras públicas, y suspensión de las ya licitadas, pero no iniciadas.
- b.6. Reducción (todavía indeterminada) de subsidios a la energía y al transporte.
- b.7. Mantenimiento de los planes Potenciar Trabajo y duplicación nominal de la Asignación Universal por Hijo, y aumento de 50% de la Tarjeta Alimentaria.

- b.8. Aumento en general de retenciones a las exportaciones no agropecuarias, (todavía no está claro si implica o no el retorno al cobro de retenciones a la exportación de servicios).
- b.9. Aumento del Impuesto País a la compra de divisas para pago de importaciones (de 7,5% a 17,5%) y servicios de transporte asociados al comercio exterior por el Decreto 29/2023. A su vez, la AFIP elevó el 12/23 de 7,125% a 16,625% la alícuota para el pago a cuenta que los importadores de bienes no suntuarios deben ingresar cuando oficializan el destino de la importación, y a 28,5% para bienes suntuarios (automóviles de alta gama, bebidas, aeronaves, relojes, etc.)¹. Además, la AFIP redujo de 35% a 30% la percepción a cuenta de Impuesto a las Ganancias y del Impuesto sobre los Bienes Personales para operaciones en moneda extranjera².
- b.10. Reversión de la reciente derogación por ley 27.725 de la 4ª categoría de contribuyentes de Impuesto a las Ganancias (trabajadores en relación de dependencia) y
- b.11. Abandono de la fórmula matemática actual de indexación de jubilaciones y pensiones, y su sustitución por una nueva fórmula (aún no definida) y eventuales subas de suma fija en la transición.

c. Mercado cambiario³

El dólar oficial (\$ 366,45) pasa a ser un dólar comercial oficial dividido en otros dos: uno para importaciones y otro para exportaciones. El 13 de diciembre se publicó el Decreto de Necesidad y Urgencia 28/2023 (Programa de Incremento Exportador) que obliga a liquidar 80% de las exportaciones a dólar oficial por el Mercado “Libre” de Cambios (el oficial), y 20% con el tipo de cambio Contado con Liquidación. El nuevo Decreto modificar el anterior DNU 597/2023 del 20 de noviembre pasado que establecía la proporción 50% y 50%. Este a su vez modificó el DNU 549/2023 del 23 de octubre pasado, que establecía la proporción 70% por dólar oficial y 30% por el mercado Contado con Liquidación.

El salto del dólar oficial de \$ 366,5 a \$ 800 (suba del tipo de cambio de 118,3%), llevaría a los siguientes tipos de cambio efectivos iniciales (miércoles 13 de diciembre) para comercio exterior:

I. Para exportaciones:

- (a) Tipo de cambio oficial: \$ 800 para liquidar 80% de monto de exportaciones
- (b) Tipo de cambio CCL: \$ 1008,09 para liquidar 20% de monto de exportaciones
- (c) Tipo de cambio “base”⁴: $0,8 \times (a) + 0,2 (b) = \$640 + \$201,6 = \mathbf{\$841,6}$
- (c) Tipo de cambio efectivo neto de retenciones:

Para exportadores de grano de soja y derivados (tasa del derecho de exportación: 33%)⁵:

$$\$841,6 \times (1 - 33\%) = \mathbf{\$ 563,9}$$

Para resto de exportaciones (tasa del derecho de exportación 15%):

$$\$841,6 \times (1 - 15\%) = \mathbf{\$ 715,4}$$

II. Para importaciones:

- (a) Aumento Impuesto País por 12 meses (de 7,5% a 17,5%) para importaciones de bienes y fletes, pero no se ha modificado la tasa para servicios (25%) y la aplicable a importaciones de bienes suntuarios, paquetes turísticos y gastos en moneda extranjera pagados con tarjeta de crédito (30% en todos los casos).
- (b) Tipo de cambio “base”: tipo de cambio oficial $\times (1 + 17,5\%) = \$ 800 \times 1,175 = \mathbf{\$ 940}$

En cuanto a la dinámica del tipo de cambio oficial, el BCRA anticipó que se mantiene sin cambios el *crawling peg* de 2% mensual a partir del nuevo nivel post-devaluación. Si se toma como punto de referencia el mes de diciembre de 2016 (primer dato de la serie oficial actual del IPC de Argentina), se observa que en 7 años Argentina (**para una inflación estimada para este mes en torno del 25% mensual**) cerraría un ciclo inflacionario con una suba acumulada del nivel de precios de 3.420%. En el mismo período EE.UU. cerraría dicho ciclo con una inflación acumulada de 27% (proyectándose una inflación en torno de 0% para este mes).

¹ Resolución General de AFIP 5464/2023.

² Resolución General de AFIP 5463/2023.

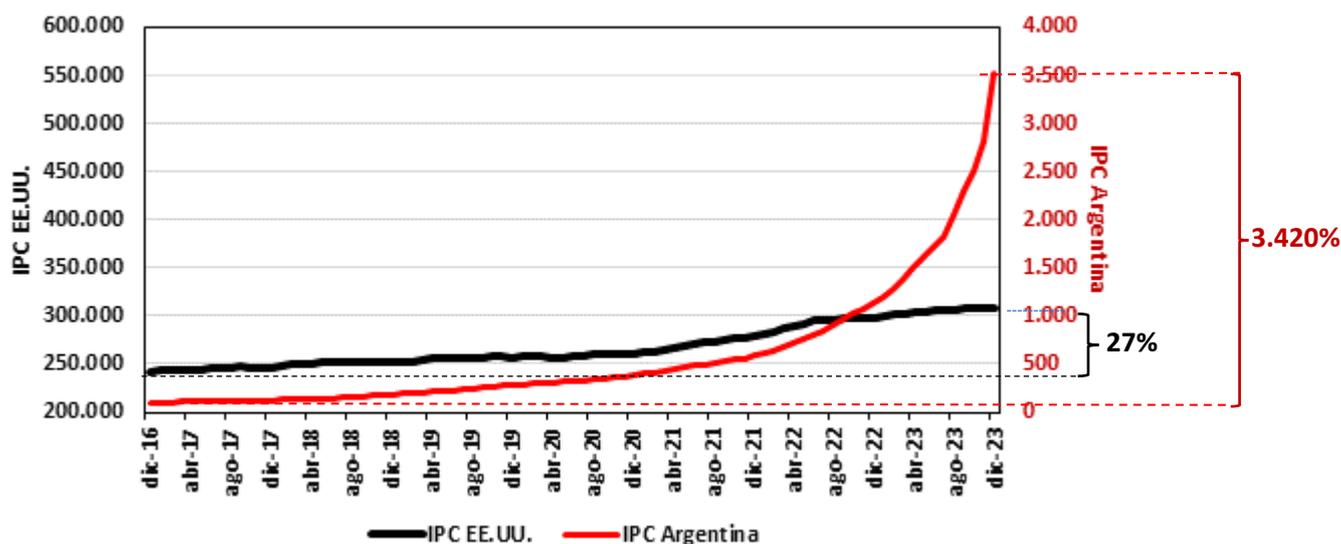
³ El engorroso régimen vigente antes de la asunción del nuevo Presidente, se encuentra en el llamado ‘Texto Ordenado de las Normas sobre “Exterior y Cambios”’ del BCRA al 7 de diciembre de 2003, en <https://www.bcra.gob.ar/Pdfs/Textord/t-excbio.pdf>

⁴ Decreto de Necesidad y Urgencia 28/2023.

⁵ El ministro de Economía no había anunciado cambios en la alícuota para exportaciones de derivados de soja (31%), pero el lunes 18 de diciembre el secretario de Agricultura, Ganadería y Pesca, Fernando Vilella, anunció la futura suba de la alícuota de retenciones sobre esas exportaciones de 31% a 33%, la suba de 4,5% a 8% a exportaciones vitivinícolas y la baja a cero de otros productos regionales (salvo la exportación de limones) y todos los lácteos. Llama la atención que la reforma anunciada se instrumentaría vía un proyecto de ley, cuando usualmente el Poder Ejecutivo modifica alícuotas de los derechos de exportación vía decretos.

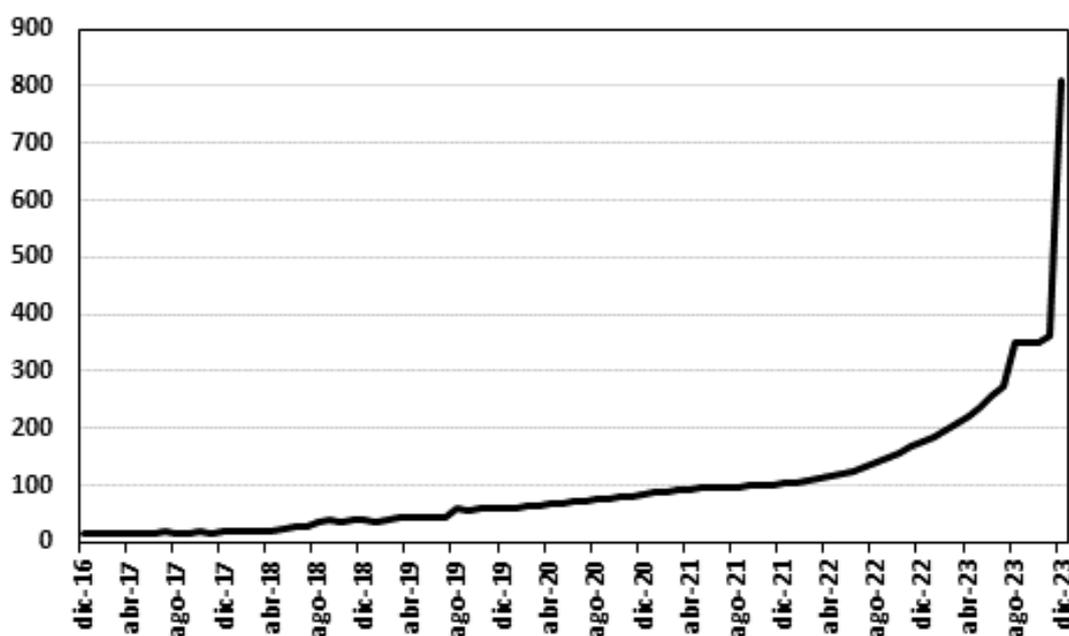
**GRÁFICO 1: TIPO DE CAMBIO OFICIAL (PESOS POR DÓLAR) Y NIVELES DE PRECIOS DE ARGENTINA Y EE.UU.
 DICIEMBRE 2016 A DICIEMBRE 2023 (ESTIMADO).**

a. IPC EE.UU. vs. IPC Argentina



Fuente: INDEC y US Bureau of Labor Statistics.

b. Tipo de cambio oficial (pesos por dólar) a fin de mes



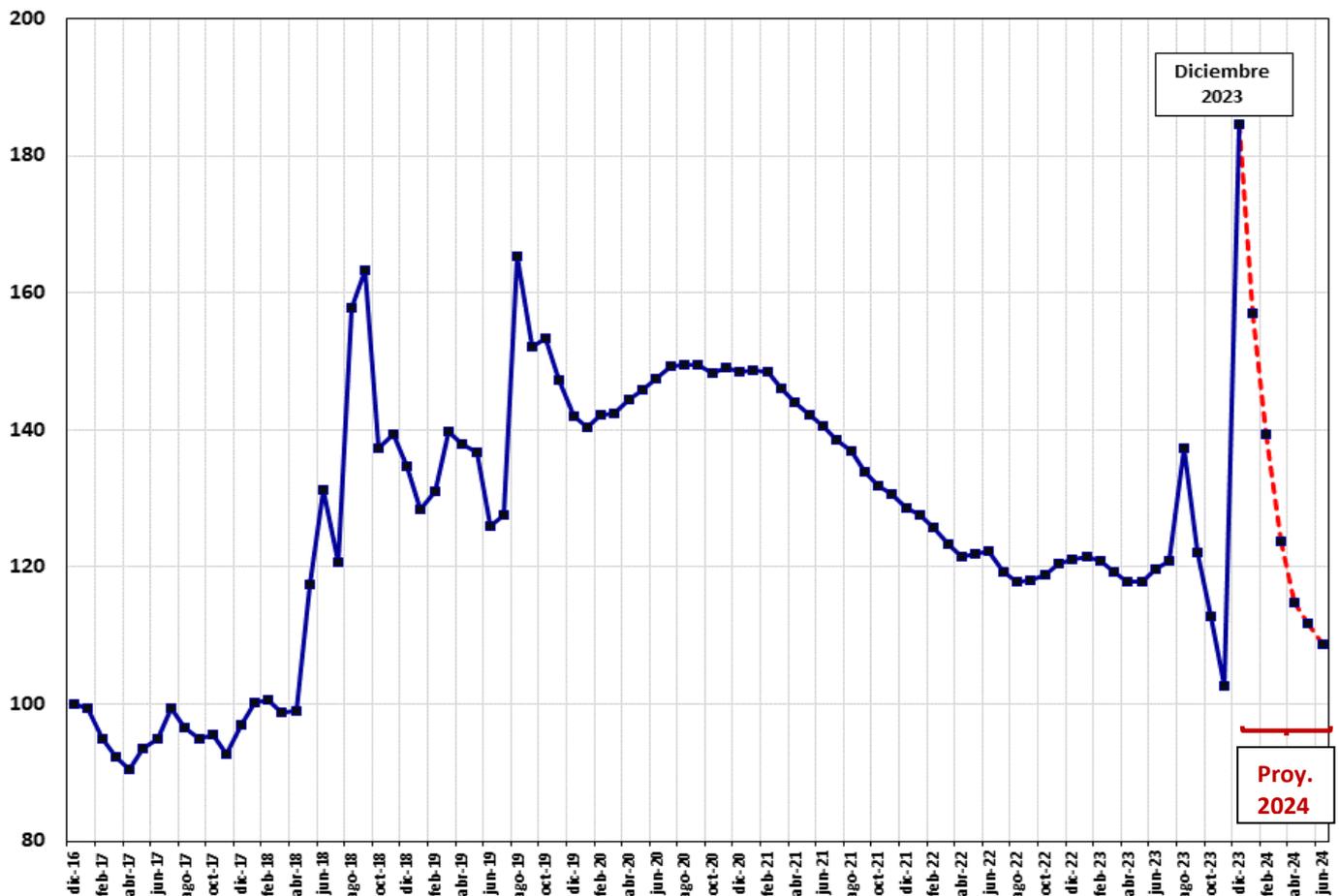
Fuente: BCRA

Si siguiendo la conocida condición de paridad de poder adquisitivo, la corrección cambiaria implica un salto del tipo de cambio real a un nivel superior al de diciembre de 2016 en un 84,5%. Un nivel que para una suba preanunciada de 2% mensual desde la semana pasada no luce necesariamente sostenible.

En línea con la hipótesis, bastante realista, del nuevo presidente, puede estimarse para nuestro país una inflación mensual de 20% para enero, luego 15% para febrero y otro tanto en marzo, 10% en abril y recién un descenso a un dígito a 5% mensual en mayo y otro tanto en junio. A su vez para EE.UU., una hipótesis razonable es la de una inflación mensual promedio de 0,1% de enero a junio de 2024. Esto implicaría una “licuación” en 6 meses de la mejora del tipo de cambio real oficial de shock de este mes. **Forzosamente, el equipo económico deberá implementar antes de mayo un plan de estabilización, caso contrario, la mejora del tipo de cambio real gracias al “overshooting” de la semana pasada se diluirá inexorablemente.**

GRÁFICO 2: TIPO DE CAMBIO REAL (PESOS /DÓLAR). ESTIMACIÓN Y PROYECCIÓN HASTA JUNIO DE 2024

BASE: DICIEMBRE 2016 = 100



Fuente: estimación propia en base a datos de BCRA, INDEC, Bureau of Labor Statistics y bancos privados.

La contracara es una contracción de la demanda agregada. Sin una estabilización de precios de shock, el ajuste fiscal y de la demanda agregada lleva, con alta inflación, a una caída de los ingresos nominales fijos o semifijos. **Los perdedores siguen siendo los trabajadores, los jubilados, y los perceptores de ingresos informales, resultando en un aumento adicional de la población bajo la línea de pobreza al menos hasta el mes de abril. La incógnita es cuán paciente será la población ante este nuevo programa que es un simple ajuste fiscal y cambiario sin reforma monetaria.**

Para contener la demanda de dólares para el pago de las SIRA, el BCRA emitió el 13 de diciembre la Com “A” 7918 por la cual emitirá una nueva deuda remunerada (Bono para la Reconstrucción de una Argentina Libre -BOPREAL-) a ser suscriptas por importadores con obligaciones pendientes de pago con sus proveedores del exterior. Sería un bono con vencimiento hasta el 31 de octubre de 2027 a suscribirse en pesos pero que pagará servicios en dólares (tasa: 5% anual), con opción de amortización anticipada a ser ejecutada en pesos (*dólar linked*).

A su vez, respecto de las tasas de interés, el 13 de diciembre la autoridad monetaria mantuvo en 133% la tasa nominal anual de las Letras de Liquidez del BCRA (LELIQ), y redujo la tasa de pases pasivos a 24 hs. la redujo de 126% a 100% anual, manteniendo sin cambio la tasa de pases activos a 24 hs. en 160% anual. **En los días previos las entidades optaron por pases pasivos a 24 hs. en lugar de LELIQ a 28 días. El jueves 14 vencían LELIQ por \$ 1,03 Billón, y el BCRA optó por renovarlas, rechazando \$ 4.1 adicionales que ofrecían los bancos para compra de más LELIQ.**

Ese mismo día la Secretaría de Finanzas anunció que el 20 de diciembre se ofrecerán letras del Tesoro a 30 días, probablemente el instrumento con el que se irá gradualmente sustituyendo la deuda remunerada del BCRA por deuda del Tesoro. Para alentar la demanda de esos títulos, **el BCRA emitió la Com “A” 7921 el día 18 de diciembre por la cual las compras de títulos de deuda pública y que cuenten con opciones de liquidez vendidos por el BCRA (a partir de la Com “A” 7916 del 12 de diciembre, que dejó sin efecto el cuasi-feriado cambiario del día anterior), no estarán sujetos a los límites crediticios para el**

financiamiento al sector público no financiero. Por otro lado, el Poder Ejecutivo emitió el 18 de diciembre el Decreto 56/2023 por el cual dispone la emisión de nueva deuda del tesoro en pesos por \$ 2 billones a un plazo de 90 días hasta el vencimiento.

Las decisiones adoptadas apuntan a resolver gradualmente el problema de liquidez recibido de la gestión anterior, siendo lo más urgente el inicio de la resolución de la deuda contingente del BCRA con importadores. La emisión del BOPREAL apunta a eso, a costa de la estatización de parte de la deuda con privados, **sin afectar la posición financiera neta de los bancos.**

En cuanto al sesgo de la política monetaria, se ha sugerido que se mantendría en cero el financiamiento monetario al Tesoro, pero no es claro el rumbo de las tasas bancarias, ya que **inicialmente el BCRA mantuvo sin cambios la regulación de las tasas de interés a plazo fijo, luego el 18 de diciembre la redujo a 110% nominal anual, pero sigue sin ser liberada. Pero por otro lado pasó a fijar como tasa de política monetaria la tasa de pasivos pasivos, que desde el 13 de diciembre es 100% nominal anual. Además, el BCRA también anunció que a futuro suspenderá las licitaciones de LELIQ, de modo es clara la marcha hacia la sustitución de las LELIQ del BCRA (a 28 días) por pasivos a 24 hs. y/o deuda del Tesoro a plazo algo más largo (90 días).**

El enfoque fiscal inicialmente luce incompleto, ya que sus efectos finales dependerán de la efectiva aplicación de las prometidas reformas (por leyes y/o decretos) en materia de desregulación económica, reforma del Estado y algunas reformas específicas (en especial en materia tributaria, laboral, y de comercio interior y exterior). **Según las autoridades permitiría reducir en un año o menos el actual déficit fiscal de 5,2% del PBI a cero.** Una estimación que sigue generando no pocas dudas.

El mercado financiero otorgó un voto favorable a estos anuncios, lo que se ha visto en el retorno de la liquidación de divisas (el BCRA incrementó su stock de reservas desde el 11 de diciembre a un ritmo cercano a los U\$S 200 M promedio diarios). A su vez, el dólar Contado con Liquidación se mantuvo estable, subiendo de \$ 991,66 el 8 de diciembre a \$ 1033 el 12 de diciembre, y bajando hasta \$ 954 el 18 de diciembre. El dólar "blue" vendedor, a su vez, pasó de \$ 990 al 7 de diciembre a \$ 1070 el 12 de este mes, para caer hasta \$ 985 el 18 de diciembre. El dólar MEP vendedor, también siguió el mismo sendero: pasó de \$986 al 7 de diciembre a \$ 1.037 el 13 de diciembre, cayendo luego a \$ 994 al 18 de diciembre.

A su vez, la baja del riesgo país, de 1920 puntos básicos a 1844 p.b. el 18 de diciembre, luego de estar por encima de los 2.000 P.B. parece bastante "corta": **¿los tenedores de bonos bajo legislación extranjera ya descuentan una nueva reestructuración de la deuda del gobierno argentino? El nivel del riesgo país probablemente deba leerse así (y también como la percepción del fracaso de la instrumentada en 2020).**

Los bancos del exterior destacan el giro hacia la sensatez de abandonar el modelo burocrático-populista de economía semicerrada y bloqueada. El inicio gradual hacia la corrección del desbalance fiscal, las obligaciones pendientes con importadores y el préstamo puente del Banco CAF por **U\$S 960 M** para pagar al FMI el vencimiento de esta semana, han sido valorados como prueba de decisión y coraje para cambiar el modelo institucional y económico de las últimas dos décadas.

Aun así, varias dudas subyacen desde el inicio del nuevo gobierno. En principio ya parecen quedar en la nada los anuncios de cerrar el BCRA, de dolarizar la economía, de reducir el número de ministerios de 18 a 8 (el nuevo gobierno tiene 9), y la de focalizar los costos del ajuste inicial en la llamada "casta política": **prácticamente el 80% de la baja de gastos y la totalidad del aumento de los ingresos fiscales impactan en el sector privado, y junto con la aceleración inflacionaria, fundamentalmente en los segmentos de ingresos medios y bajos.** Algo inevitable de una simple devaluación de la moneda con un ajuste fiscal basado más en la suba de impuestos que en la baja del gasto público.

Esto preanuncia una estanflación difícil de corregir, y una conflictividad social que puede terminar bloqueando, o al menos postergando, buena parte de las reformas promercado del nuevo gobierno.

Sin mayoría propia en ninguna de las cámaras del Congreso de la Nación, y sin ningún gobernador provincial propio, **¿cómo podrá la nueva administración resolver los desequilibrios macroeconómicos y el realimento de precios relativos, y sortear las restricciones políticas, de credibilidad y de escasez de recursos?** Al menos en el corto plazo este es el interrogante fundamental que sigue sin respuesta, **dadas las visibles demoras del nuevo gobierno en conformar sus equipos y en iniciar sus prometidas reformas.** Estas últimas, a medida que pasa el tiempo, van tomando la forma de un gradualismo inicialmente recesivo e inflacionario, que **afecta al bolsillo de los trabajadores y de las pequeñas y medianas empresas y no al de la "casta" de políticos y prebendarios varios.**

PANORAMA INTERNACIONAL

ESCENARIO GLOBAL: EL AÑO 2023 CIERRA CON “VIENTO A FAVOR”

Jorge Viñas

Las proyecciones de la Fed de diciembre anticipan inflación a la baja y desaceleración moderada del PIB en EE.UU. para 2024. Tras mantener la tasa de Fondos Federales sin cambios en 5,5%, la Fed prepara el camino para iniciar la baja de dicha tasa en los próximos meses, hasta el 4,75% hacia fin de 2024. Los mercados financieros reaccionaron muy favorablemente, con la tasa del bono del Tesoro a 10 años debajo del 4% y los principales índices accionarios alcanzando los nuevos máximos del año.

1. EE.UU.: La Fed prepara el camino para la baja de tasas en 2024.

En la última reunión de 2023, celebrada el 13 de diciembre, la Fed mantuvo la tasa de Fondos Federales sin cambios en 5,5%, en línea con el consenso prácticamente unánime del mercado. Sin embargo, tanto las proyecciones de sus miembros publicadas al final de la reunión como las declaraciones de J. Powell en la conferencia de prensa, apuntaron a que el organismo monetario se prepara a dar comienzo al ciclo de baja de tasas en los próximos meses.

Según el “dot-plot”, el gráfico donde cada 3 meses se presentan las estimaciones de tasa de Fondos Federales de los miembros de la Fed, la mediana de los estimados apunta a una baja de 75 p.b. hasta fines de 2024 (asumiendo que los movimientos son de a 25 p.b., serían 3 bajas a lo largo del año), cuando en septiembre proyectaban sólo una baja de 25 p.b.

De esta forma, la tasa cerraría 2024 en 4,75%. Cabe destacar que ya no queda ningún miembro que piense que se requieren subas de tasas adicionales, aunque hay dos que proyectan que la tasa debe quedarse en 5,5% todo el año, mientras que en el otro extremo hay 5 miembros que estiman que la baja de tasas en 2024 debería ser de 100 p.b. o más.

El movimiento descendente en las estimaciones de tasas de interés vino acompañado por una revisión a la baja de las proyecciones de inflación para 2023 y 2024, mientras que las proyecciones de crecimiento del PIB fueron elevadas para 2023 y reducidas ligeramente para 2024.

El Core PCE, el índice de inflación preferido para la conducción de la política monetaria, fue revisado de 3,7% a 3,2% para 2023 y de 2,6% a 2,4% para 2024. El crecimiento del PIB, luego de la aceleración que registró en el tercer trimestre (la última revisión oficial mostró un crecimiento del 5% anualizado contra el trimestre anterior), se incrementó de 2,1% a 2,6% para 2023, mientras que para 2024 fue disminuido en sólo 0,1 puntos porcentuales (p.p.), de 1,6% a 1,5%. Las modificaciones en las estimaciones del PIB no tienen un correlato en el mercado laboral, ya que las estimaciones de tasa de desempleo no cambian, manteniéndose en 3,8% para 2023 y 4,1% para 2024 (véase el cuadro 1).

CUADRO 1. EE.UU. RESUMEN DE PROYECCIONES ECONÓMICAS DE LOS MIEMBROS DE LA FED

En porcentaje

	Fecha de proyección	2023	2024	2025	2026	Largo Plazo
Inflación PCE	dic-23	2,8	2,4	2,1	2,0	2,0
	sep-23	3,3	2,5	2,2	2,0	2,0
Inflación Core PCE	dic-23	3,2	2,4	2,2	2,0	
	sep-23	3,7	2,6	2,3	2,0	
PBI Real	dic-23	2,6	1,4	1,8	1,9	1,8
	sep-23	2,1	1,5	1,8	1,8	1,8
Tasa de Desempleo	dic-23	3,8	4,1	4,1	4,1	4,1
	sep-23	3,8	4,1	4,1	4,1	4,1
Tasa de Fondos Federales	dic-23	5,5	4,8	3,8	3,0	2,5
	sep-23	5,8	5,3	4,0	3,0	2,5

Fuente: Bloomberg

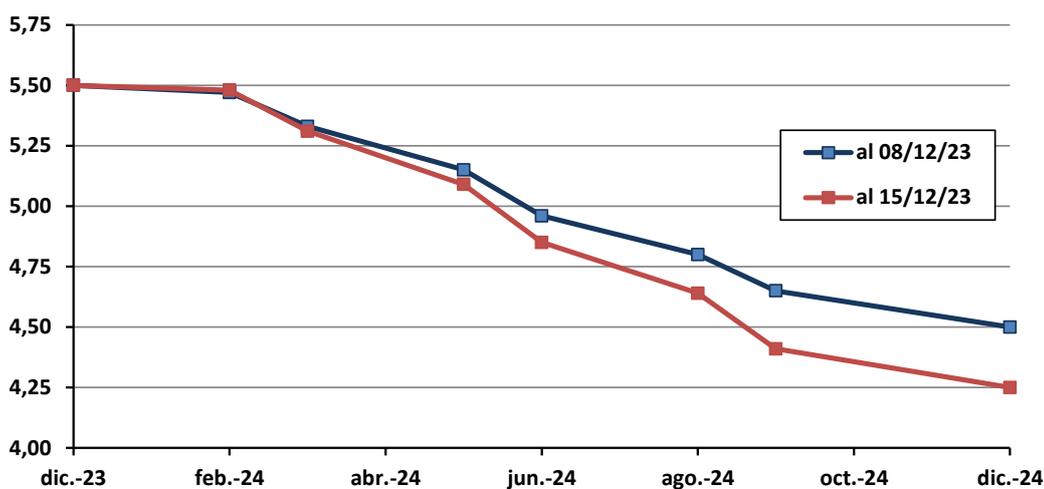
En resumen, las nuevas proyecciones de los miembros de la Fed refuerzan el escenario de “soft landing” para la economía de EE.UU., con la inflación que sigue convergiendo hacia la meta de 2% algo más rápido que en las proyecciones anteriores, y con una desaceleración del PIB un poco más pronunciada, pero manteniéndose en expansión y sin un deterioro material en las condiciones de empleo.

Adicionalmente, en la conferencia de prensa posterior a la reunión, Jerome Powell reveló que en la reunión se discutió sobre baja de tasas, ya que se trata de una decisión que está empezando a verse próxima. Y, si bien no asintió cuando le preguntaron si las bajas de tasas podrían comenzar entre marzo y mayo del año próximo, tampoco lo negó en forma enfática.

Las expectativas de bajas de tasas se adelantan a marzo. El tono más laxo (“*dovish*”, de acuerdo con la jerga en inglés) de las proyecciones económicas y de las declaraciones de Powell impactaron en las expectativas de mercado sobre la trayectoria de la tasa de Fondos Federales, aumentando las probabilidades de baja de tasas en todas las reuniones previstas para 2024.

Antes de la reunión, de acuerdo a la valuación de mercado de los futuros de tasa de Fondos Federales, se asignaba la mayor probabilidad a que la baja de tasas comenzara entre mayo y junio. Luego de la reunión pasó a ser más probable que la primera baja se concrete en la reunión de marzo. Para fines de 2024, ahora los futuros descuentan 125 p.b. de baja de tasas (véase el gráfico 3).

GRÁFICO 3. TRAYECTORIA DE LA TASA DE FONDOS FEDERALES DERIVADA DE LA VALUACIÓN DE LOS FUTUROS (%)



Fuente: Bloomberg

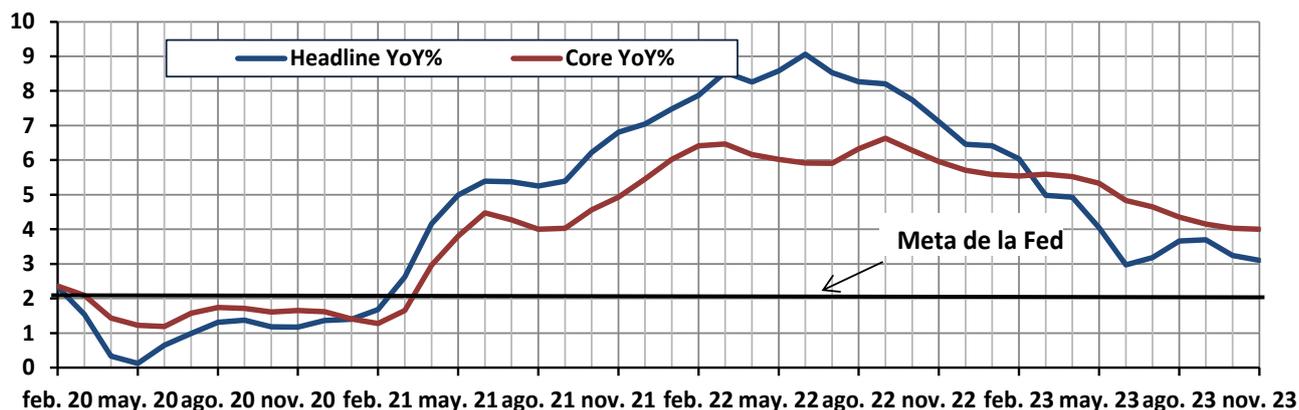
Los datos de noviembre tienden a convalidar el escenario de *soft-landing* planteado por la Fed. La inflación mantuvo la tendencia a la baja gradual y la creación de empleo repuntó respecto a octubre, aunque muestra un ritmo inferior que en la primera parte del año. La inflación minorista registró una variación interanual del 3,1% a nivel agregado, frente a 3,2% en octubre, mientras que a nivel subyacente se mantuvo en el 4,0% interanual que había marcado el mes anterior (véase el gráfico 4).

En el mercado laboral, en noviembre se crearon 199.000 nuevos empleos, aunque buena parte de la mejora respecto de los 150.000 puestos laborales de octubre se explica por la finalización de la huelga en la industria automotriz.

La tasa de desempleo bajó de 3,9% a 3,7%, alejando los temores de que la incipiente suba de este indicador en los meses anteriores, desde el mínimo de 3,4% que tocó en abril, podría estar anticipando una recesión en el transcurso de 2024.

En la misma línea, las ventas minoristas volvieron a expandirse en noviembre, +0,2% mensual, luego de que la caída de -0,3% en octubre diera algún sustento a quienes plantean que el agotamiento de los ahorros excedentes acumulados durante la pandemia llevaría a un freno abrupto del consumo. Por el contrario, la temporada alta de ventas por las fiestas de fin de año ha tenido un comienzo alentador.

GRÁFICO 4. EE.UU. EVOLUCIÓN MENSUAL DE LA INFLACIÓN – VARIACIÓN INTERANUAL (%)

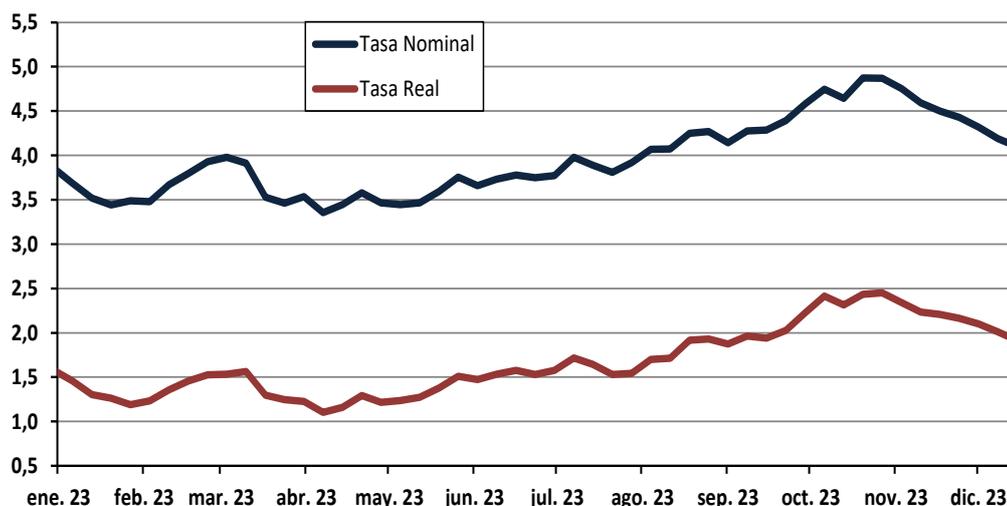


Fuente: Bloomberg

2. Los mercados financieros cierran el año a todo vapor.

Tras un mes de noviembre muy positivo, la señal de la Fed respecto al comienzo del ciclo de baja de tasas en 2024 consolidó un clima favorable en los mercados financieros, con subas generalizadas en bonos y acciones. El impacto más significativo se aprecia en el cambio de tendencia en los rendimientos de los bonos del Tesoro, tanto en términos nominales como reales. La tasa nominal del bono del Tesoro a 10 años, que había trepado velozmente desde abril hasta tocar 5% a mediados de octubre, aceleró la baja luego de la reunión de la Fed, hasta cerrar en 3,9% al 15 de diciembre, una baja de 110 p. b. en menos de dos meses. En el mismo lapso, la tasa real a 10 años (el rendimiento del bono a 10 años ajustable por inflación) bajó de 2,5% a 1,7% (véase el gráfico 5).

GRÁFICO 5. EE.UU. EVOLUCIÓN DEL RENDIMIENTO DE LOS BONOS DEL TESORO A 10 AÑOS (%)



Fuente: Bloomberg

Los principales índices de acciones de EE.UU. toman nuevo impulso y alcanzan nuevos máximos para el año 2023, con las empresas tecnológicas en récord histórico. Las perspectivas de que la economía de EE.UU. alcance un soft landing y que la Fed comience a bajar las tasas en 2024, se sumaron a la recuperación de las ganancias corporativas que se evidenció en los resultados del tercer trimestre, dando lugar a una fuerte revalorización de los principales índices accionarios.

Noviembre cerró con ganancias que lo ubican entre los mejores meses de noviembre de la historia del mercado estadounidense, con subas del 8,9% en el S&P500, compuesto por las 500 empresas principales de EE.UU. Una vez más, el sector tecnológico se sitúa como líder del mercado: el índice Nasdaq 100, conformado por las principales empresas tecnológicas, subió 10,5% en noviembre. A principios de diciembre el mercado accionario se mantuvo firme, tomando un impulso adicional luego de la reunión de la Fed que llevó al S&P500 a sumar un 3,3% adicional para alcanzar un nuevo máximo para el año 2023, quedando al cierre del 15 de diciembre a menos de 2% del máximo histórico de enero de 2022. En el caso del Nasdaq 100, al cierre del 15 de diciembre ya superó el máximo anterior de noviembre de 2021, cerrando en un récord histórico.

Las condiciones favorables en el mercado estadounidense se trasladan a los principales mercados accionarios del mundo, más allá de los fundamentos locales. El índice mundial de acciones MSCI World acumula una suba de 11,7% desde fines de octubre, situándose también en el máximo de 2023.

La gran excepción sigue siendo China, donde el gobierno continúa incrementando los planes de estímulo fiscal y monetario para neutralizar el impacto negativo de la crisis en el sector inmobiliario e impulsar el crecimiento, pero hasta ahora no ha logrado recuperar la confianza de los inversores globales. Tanto el Shanghai Composite, el índice más amplio de la bolsa de Shanghai, como el FXI (ETF que engloba a las principales empresas chinas con cotización en el exterior), se ubican en los mínimos de 2023, con caídas en lo que va del año del 5% y 15%, respectivamente.

La reducción en las tasas de mercado en EE.UU. propició una incipiente depreciación del dólar estadounidense (USD) en el mercado de divisas. El Dollar Index (DXY), que mide la variación del USD frente a las principales divisas, se venía fortaleciendo desde mediados de año, ante la aceleración del crecimiento del PIB en EE.UU. frente a la relativa debilidad de la actividad económica en el resto del mundo desarrollado, en especial Europa, hasta alcanzar el máximo del año a fines de octubre. Desde entonces, el descenso en las tasas de interés de mercado en EE.UU. empezó a restarle sustento al DXY, entrando en una corrección bajista que se acentuó luego de la reunión de la Fed. Al cierre del 15 de diciembre, el DXY acumula una baja del 5% desde los máximos recientes de fines de octubre.

A su vez, en los mercados emergentes se intensifica el “viento de cola”, con tasas y dólar en baja, y mayor demanda de bonos soberanos y corporativos en moneda extranjera, donde el índice de bonos en moneda extranjera que elabora JPMorgan acumula una suba del 11% desde los mínimos de octubre. También se evidencia en los mercados de deuda en moneda local, donde los inversores globales se ven atraídos por en “*carry-trade*”, el diferencial de rendimientos que se obtiene invirtiendo en los bonos en moneda local de estos países respecto a los bonos de EE.UU. y otros mercados desarrollados, potenciado por la estabilidad o la tendencia a la apreciación de las monedas locales frente a un dólar más débil. Esto se aprecia especialmente en Latinoamérica, donde las principales monedas de la región han retomado la tendencia a la apreciación que se había interrumpido entre agosto y octubre. La fortaleza de las monedas y los activos latinoamericanos se da a pesar de que los precios internacionales de los *commodities*, claves para los términos de intercambio de los países de la región, por el momento no muestran un repunte importante.

La historia reciente alerta en contra de las visiones predominantes de consenso sobre el escenario global en los mercados financieros. Frente al optimismo imperante de cara al 2024, vale resaltar que desde la pandemia los principales pronósticos y predicciones sobre la economía global y tendencia del mercado financiero no se han materializado. Comenzando por el fogonazo inflacionario a la salida de la pandemia, que fue subestimado como transitorio y se transformó en un aumento generalizado de la inflación global que se extendió por más de dos años. Luego, cuando los bancos centrales reaccionaron tardíamente con subas de tasas agresivas para frenar la inflación, se multiplicaron los pronósticos de que la economía global terminaría en un *hard-landing*, lo que tampoco se materializó.

La fortaleza económica y la persistencia de la inflación dieron lugar a estimaciones de que las tasas de interés deberían subir aun más de lo que ya habían subido. Sin embargo, la inflación empezó a descender en la mayor parte del mundo, quitando presión sobre las tasas de interés. Ahora, se consolidan las perspectivas de un *soft landing* para 2024, está por verse si se cumplirán.

DESACELERACIÓN ECONÓMICA EN EUROPA

Leandro Marcarian

Los datos del 3^{er} trimestre de Europa muestran inequívoco estancamiento económico. Países claves como Alemania y Francia han experimentado una marcada desaceleración, que puede persistir en línea con los riesgos geopolíticos y económicos de los últimos meses.

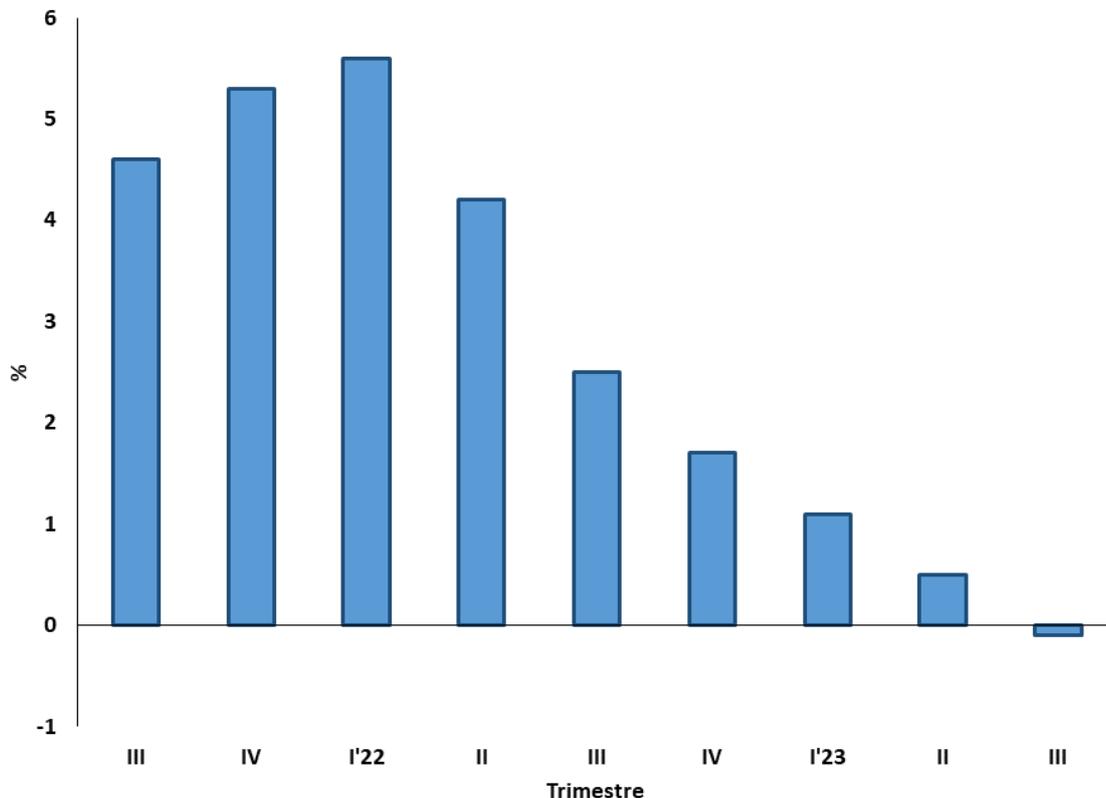
1. Introducción

Europa, una región clave en la economía global, ha enfrentado una serie de problemas que han desencadenado un estancamiento económico en varios de sus países. El continente ha experimentado una desaceleración marcada en su crecimiento económico, reflejada en datos recientes que revelan un panorama preocupante en múltiples áreas. Según Eurostat, la oficina de estadística de la Unión Europea, la zona euro ha mostrado señales de alarma sobre un estancamiento en la actividad económica. El Producto Interior Bruto (PIB) de los países de la zona ha mostrado una tendencia a la desaceleración trimestre tras trimestre: comenzó el año con un crecimiento del 0,2%, pasando a un modesto 0,1% en el segundo trimestre, terminando

con una contracción del 0,1% en el PIB para el tercer trimestre (gráfico 6). Esta tendencia pone a la economía al borde de la recesión. A nivel de la Unión Europea en su totalidad, la economía se mantuvo estancada en ese mismo período.

Este estancamiento se ha manifestado en países clave como Alemania y Francia, mostrando una contracción generalizada en diversas industrias, agravado por la incertidumbre tras la invasión de Rusia a Ucrania, la cual ha desencadenado sanciones internacionales con repercusiones comerciales significativas.

GRÁFICO 6: VARIACIÓN % TRIMESTRAL DEL PBI DE LA EUROZONA - TRIM I 2012 A TRIM III 2023-



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Eurostat

2. ¿Qué pasa en Alemania?

A pesar de su posición previamente sólida en Europa, las proyecciones actuales del Instituto Ifo, centro de investigación económica con sede en Alemania, describen un panorama más sombrío. Se espera que la economía se contraiga un 0,3 % este año, con una proyección de crecimiento más débil del 0,9 % para 2024, cinco décimas por debajo de las expectativas iniciales. Según la OCDE, será el único país, además de Argentina, cuyo PIB disminuirá en 2023.

Aunque se culpa a la burocracia estatal, este debilitamiento se ha atribuido a varios factores. La crítica a la burocracia estatal está relacionada con la idea de que ciertos procedimientos, regulaciones o trámites administrativos pueden estar dificultando la capacidad de adaptación y reacción rápida ante problemas económicos como la transición hacia vehículos eléctricos, la crisis energética o la necesidad de inversiones ágiles para fomentar la recuperación económica.

No obstante, existen otros factores como la incertidumbre generalizada, que ha llevado a una mayor propensión al ahorro entre los consumidores y una disminución en la disposición de inversión por parte de empresas y hogares. La situación económica también se ha visto afectada por problemas presupuestarios, como la reducción fiscal de aproximadamente € 17.000 millones para 2024, que surgió tras un fallo del Tribunal Constitucional.

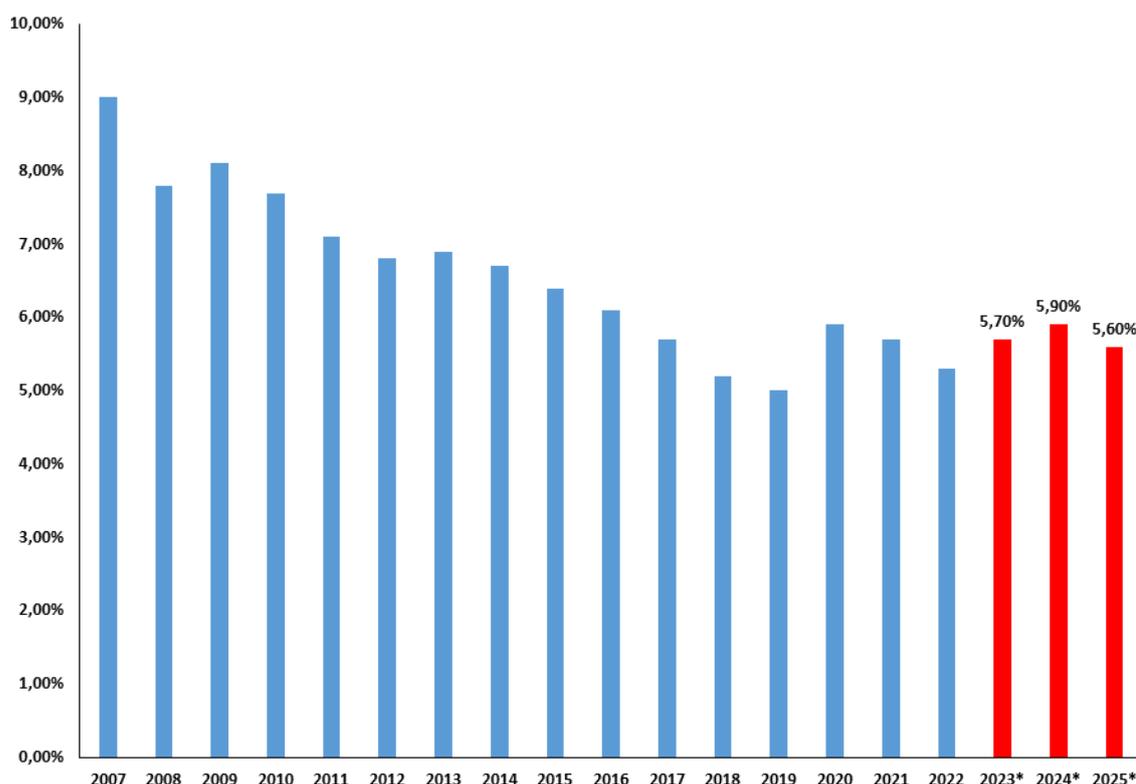
A principio de diciembre, el Tribunal Constitucional alemán decidió anular la transferencia de € 60.000 millones de créditos que no habían sido utilizados durante la pandemia para inversiones ecológicas y promoción industrial. Como estos fondos habían sido asignados para otros fines distintos a los establecidos originalmente en el presupuesto, violó las normativas presupuestarias. Para resolver la crisis, el gobierno realizó recortes en ayudas para la energía solar y eliminó subvenciones a

actividades perjudiciales para el clima. Estos ajustes podrían tener un impacto negativo en la economía alemana, que viene afectada por la guerra entre Rusia y Ucrania y la crisis energética, lo que podría llevarla a una recesión.

La economía alemana se ve afectada por la crisis energética y la transición hacia vehículos eléctricos. La transición hacia vehículos eléctricos representa un cambio en la matriz productiva automotriz, donde Alemania fue líder en la fabricación de automóviles tradicionales. La transición a la producción de vehículos eléctricos implica una reestructuración significativa, desde la cadena de suministro hasta la oferta laboral, lo que puede generar costos y problemas logísticos para la industria alemana. Además, Alemania es muy dependiente de la energía proveniente de fuentes como el gas natural ruso que hoy se encuentra en guerra. El conflicto geopolítico entre Rusia y Ucrania, junto con otras tensiones políticas, ha llevado a restricciones en el suministro de gas natural desde Rusia, lo que termina elevando los costos energéticos en Alemania. La suba de precios perjudica a la competitividad de la industria alemana, que depende, tradicionalmente, de una energía barata.

A pesar de estos obstáculos, el Ifo advierte que existe un curso establecido para la recuperación. Los salarios están en aumento y el empleo está en niveles históricamente altos, lo que, según el instituto, debería impulsar nuevamente la demanda. Además, se especula que los tipos de interés podrían haber alcanzado su punto máximo, lo que podría brindar cierta estabilidad a la economía en el futuro cercano. Más específicamente, los salarios reales evidenciaron un aumento interanual del 0,6% entre julio y septiembre, impulsados por el crecimiento significativo de los salarios nominales y un incremento más moderado en los precios. En términos de empleo, se prevé un aumento del desempleo durante este año y el próximo antes de una disminución proyectada para 2025. Se estima que la tasa de desempleo alcance el 5,9 % en 2024 y el 5,6 % en 2025, comparado con el 5,7 % actual (gráfico 7).

GRÁFICO 7: TASA DE DESEMPEÑO ALEMANIA 2007-2024



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Statista y estimaciones de Ifo

El informe también resalta una desaceleración en el aumento de los precios, especialmente en energía, lo que probablemente reducirá la tasa de inflación en el segundo semestre del 2024. Sin embargo, se espera que los servicios relacionados con el consumo mantengan una inflación significativa, manteniéndose por encima del 3%. A pesar de estos desafíos, se pronostica que el superávit de la cuenta corriente alemana aumentará considerablemente, saltando de €171.000 millones en 2022 a €316.000 millones en 2024, representando el 7,5 % de la producción económica anual. Estos datos reflejan una economía en transición y un panorama económico que enfrenta retos significativos para lograr un crecimiento sostenido en los próximos años.

3. La situación en Francia

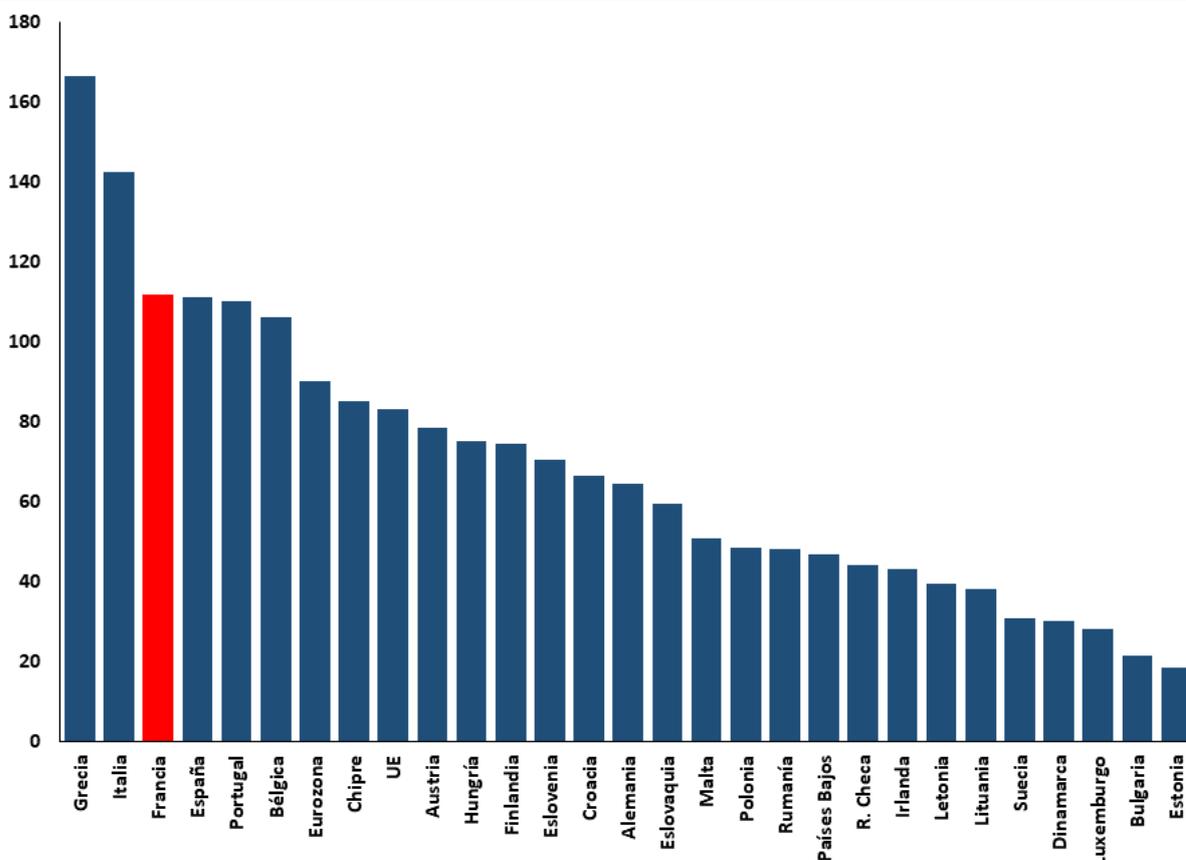
Según las proyecciones del Instituto Nacional de Estadística (INSEE), en Francia se prevé una mayor desaceleración económica para 2023. Sólo crecería un 0,8%, por debajo de las estimaciones gubernamentales y del Banco de Francia. El último trimestre de 2023 proyecta una contracción del PBI del 0,1%, en lugar de un crecimiento esperado del 0,2%, marcando una desaceleración económica. Esta desaceleración se atribuye a varios factores, como tasas de interés más altas que desalientan la inversión y una producción industrial estancada.

Las tasas de interés más altas encarecen el costo del endeudamiento para las empresas, reduciendo su disposición para pedir préstamos para invertir, y afectan negativamente la rentabilidad de ciertas inversiones, ya que aumentan el costo de capital, lo que lleva a una disminución de los márgenes de ganancia esperados en nuevos proyectos. El crecimiento de los préstamos hipotecarios ha disminuido, pasando del 6,3% interanual en septiembre de 2022 al 1,8% en septiembre de 2023, mientras que los préstamos para consumo y corporativos también se han desacelerado significativamente.

En términos de inflación, se anticipa una desaceleración hasta el 2,6% en junio, en comparación con el 3,7% registrado a finales de 2023. A pesar de esta baja, se esperan ciertos problemas, especialmente en el mercado laboral. El desempleo podría aumentar en 0,1 puntos porcentuales, llegando al 7,6% de la población activa en el último trimestre de 2023 y el primero de 2024, según las previsiones del INSEE. Sumado a esto, a pesar de los recortes de gasto anunciados, se espera que el déficit presupuestario siga siendo elevado, alcanzando el 4,6% del PIB en 2025.

Según el presidente francés, Emmanuel Macron, Francia se enfrenta a una serie de problemas. En el ámbito internacional, destaca la tensión geopolítica, en particular la situación en Ucrania y el riesgo de desestabilización global por la disputa entre Estados Unidos y China, que afecta el orden comercial. Además, la retirada de tropas francesas de países africanos, donde combatían grupos yihadistas, genera preocupaciones sobre la seguridad regional. A nivel interno, resalta los disturbios sociales tras la muerte de un joven en un incidente policial, evidenciando tensiones raciales y sociales arraigadas en Francia. Además de esto, Francia posee una deuda pública elevada que alcanza más de €3 billones y un déficit presupuestario anual que supera el límite del 3% establecido por Bruselas. La deuda pública de Francia es la más alta de la Eurozona (gráfico 8)

GRÁFICO 8: DEUDA PÚBLICA DE LA EUROZONA EN % DEL PBI



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Eurostat

4. Situación del resto de Europa y proyecciones.

El crecimiento en Europa se vio afectado por las interrupciones económicas debido a la invasión de Rusia, la reducción de la confianza empresarial y del consumidor, una aceleración de la inflación, una política monetaria más restrictiva y perturbaciones en el suministro de energía que encarecieron los costos productivos. Los patrones comerciales regionales más amplios cambiaron como resultado de la invasión, con más países occidentales exportando a Asia Central y el Cáucaso. Simultáneamente, hubo un aumento en las exportaciones de esos países a Rusia. Sin embargo, este aparente "comercio intermediado" es solo una fracción de lo que se exportaba previamente directamente a Rusia.

Con respecto a la inflación, se evidencia una desaceleración en algunos países de Europa que se deben a la disminución de los precios de la energía desde los máximos del año pasado. Aunque, la inflación subyacente permanece elevada. Para contener la inflación por encima del objetivo, 17 bancos centrales en la región elevaron las tasas de interés en 2022, y 6 las han elevado aún más hasta ahora en 2023.

Las proyecciones económicas hacia adelante se encuentran afectadas por la incertidumbre geopolítica, la lenta recuperación postpandemia y el impacto de las políticas monetarias y fiscales en diferentes países. Europa se enfrenta a la estabilización de los precios, el estímulo de un crecimiento sostenible y la respuesta a problemas estructurales de largo plazo que pueden obstaculizar la convergencia regional. La desaceleración de la inflación y las políticas monetarias más estrictas están brindando cierto alivio, pero persisten problemas como el enfriamiento del crecimiento, especialmente en economías orientadas hacia la manufactura y la energía, como el caso de Alemania.

Se proyecta un crecimiento del 1,3% en 2023, descendiendo desde el 2.7% del año anterior, con una leve mejora al 1,5% en 2024. Se prevé que las economías orientadas a servicios, como Francia, se recuperen más rápido que aquellas con sectores manufactureros más demandantes de energía.

Entre los riesgos que debe afrontar la región se encuentran la posibilidad de una invasión rusa más intensa o prolongada en Ucrania hasta un período prolongado de políticas monetarias más estrictas debido a una inflación elevada y una demanda externa más débil de lo esperado. También se incluyen riesgos como el estrés en el sector financiero, una posible escalada de tensiones geopolíticas en otras partes de la región y mayores dislocaciones debido a posibles eventos climáticos adversos asociados al cambio climático. Una escalada en la invasión de Ucrania podría aumentar el riesgo de inseguridad energética, dada la vulnerabilidad de la región a interrupciones en el suministro y su dependencia de Rusia.

El aumento significativo de los costos de envío de remesas desde Rusia, debido a sanciones internacionales en respuesta a la invasión, podría resultar en un crecimiento más lento de las remesas de lo proyectado este año. Esto puede generar preocupaciones sobre la seguridad alimentaria o energética de hogares vulnerables, particularmente en países con espacio fiscal limitado.

Si la inflación persiste más de lo esperado, podría erosionar los ingresos reales disponibles y la confianza del consumidor. Además, una mayor tensión en algunos mercados inmobiliarios, con aumentos en los precios de alquiler debido a una mayor demanda asociada a flujos migratorios en la región oriental, podría contribuir a una inflación más persistente.

Los bancos centrales podrían aumentar las tasas de interés más de lo previsto si la inflación sigue siendo alta, lo que podría llevar a un aumento en los costos de endeudamiento y a una desaceleración más marcada. El estrés financiero entre soberanos, bancos e instituciones financieras no bancarias podría resultar no solo de una mayor restricción monetaria, sino también de preocupaciones asociadas con un posible menor crecimiento en un entorno de deuda elevada. Esto podría generar presiones en los tipos de cambio y aumentar los riesgos crediticios y de liquidez.

En definitiva, Europa está sumida en un estancamiento económico marcado. A pesar de ciertos signos positivos como el incremento en los salarios y la alta ocupación laboral en muchos de los países, persisten riesgos significativos debido a la incertidumbre tanto geopolítica como económica, lo que dificulta la posibilidad de una recuperación sostenida en la región.

NOTA ESPECIAL

EL ELÁSTICO FUTURO DE LA NEGOCIACIÓN UNIÓN EUROPEA - MERCOSUR⁶

Jorge Riaboi

Hace algunos días, el Canciller de Brasil, embajador Mauro Vieira, afirmó que los progresos realizados durante la Presidencia regional pro Tempore que acaba de ejercer su país permitirán concluir, **a más tardar en febrero de 2024, el nuevo proyecto de Acuerdo de Libre Comercio (ALC) entre la Unión Europea (UE) y el Mercosur**. De confirmarse tan magnífico pronóstico, se alcanzará un hito de gran valor político y social, sin que ello garantice la maduración de los incentivos que se requieren para estimular respetables flujos de comercio, un fuerte impulso al crecimiento económico y una atractiva corriente de inversiones.

Tanto los brillantes colegas de Itamaraty, como la clase política brasileña, saben que las decisiones que no generan tangibles resultados son prescindibles. Aunque en la Argentina no son muchos los especialistas que entienden la hoja de ruta que sirve para impulsar esta clase de temas, la utilidad de los Acuerdos de Integración está casi siempre ligada a dos factores. A responder **si las medidas regulatorias y el nivel de los compromisos de acceso al mercado que adoptaron las partes conseguirán movilizar nuevos proyectos rentables o necesarios**. Y también a saber **si existe vocación de revertir el actual desinterés europeo por asociarse y abrir racionalmente su economía para lograr que sean verídicos los objetivos del Acuerdo**. Ello supone olvidar las cuarentenas económicas que pesan sobre los hasta ahora son los intocables sectores agrícolas, agroalimentarios y los destinados a producir energía renovable. El problema es que todo lo que sea tocar al campo europeo suena como infantil utopía.

Quien se opone con claridad al Acuerdo, es el Presidente de Francia Emmanuel Macron, quien expone un pensar que concita visible respaldo en la mayor parte de los veintisiete Miembros de la UE. Según el Financial Times (del domingo 10 de diciembre), el Comisionado de Comercio Valdis Dombroskis anunció que **la Comisión Europea se propone desoír los reparos del mandatario francés a este Acuerdo, algo que suena bien si está acotado con signos de interrogación**.

En los órganos decisorios de Europa, se registró hasta el momento **notoria simpatía por los enfoques de la London School of Economics (LSE), uno de cuyos equipos asesora al Comité de Comercio Internacional del Parlamento Europeo (conocido por la sigla inglesa INTA)**. Esa entidad alegó que los compromisos birregionales asumidos por las partes en junio de 2019 **no sólo fueron vetados sucesivamente por los órganos de la UE, sino también son vistos como ineptos para generar un cambio cualitativo y cuantitativo de los vínculos entre ambas regiones**. La LSE produjo un informe de casi 400 páginas que fundamenta con notable solidez esos puntos de vista.

En general, quienes estudiaron el tema, coinciden con tales enfoques y el texto prueba que los merco-sureños no hicimos mucho para mejorar tal escenario, ya que a Bruselas nunca se le pasó por la cabeza mejorar en serio los niveles de ambición de sus reglas y concesiones. Por su parte, el ministro Vieira se abstuvo de enunciar las costuras sueltas que aún requieren ser consensuadas con los líderes de la UE para dar la puntada final a este inacabable thriller. El propio Lula da Silva acaba de convalidar, con lenguaje principista, que su gobierno rechazó de cuajo la posibilidad de abrir las compras del sector público a los proveedores europeos. Pero, como lo demuestra el proceso de aprobación del Acuerdo Comprensivo de Economía y Comercio (CETA), suscripto entre Canadá y la UE en 2016, el proyecto birregional UE-Mercosur no es la única víctima del letargo que caracteriza al Viejo Continente.

A esta altura, **diez de los veintisiete Estados Miembros de la UE, siguen sin ratificar el CETA en sus Parlamentos nacionales. Y eso que dicho Acuerdo (de "nueva generación") nunca chocó con duros rechazos sociopolíticos en la ciudadanía europea**. En consecuencia, sería recomendable no alentar expectativas de alto vuelo si se suscribe el mentado ALC birregional. No sería astuto confundir la necesidad de concretar respaldo a los futuros progresos que se observen en este Acuerdo, sin percibir que estamos viendo el primer escalón de una compleja escalinata. **Y menos sin conocer en detalle los textos que fueron pulidos, ni los asuntos que aún quedan por pulir**.

Si tras lograr la primera firma del Acuerdo, el proceso de ratificación se traba en el Parlamento Europeo o en cada uno de los parlamentos nacionales, el Mercosur corre el riesgo de festejar otro decorado teatral. Lo anterior no precluye el hecho de que a los mandos europeos les importa aumentar su presencia e influencia en el mercado sudamericano, lo que incluye

⁶ Versión modificada del artículo originalmente publicado por el autor en https://www.clarin.com/opinion/negociacion-ue-mercosur-elastico-futuro_0_vdIL2CpwwF.html

un sólido interés por consolidar el abastecimiento minero y los insumos biodiversos que se originan en las gigantes selvas de América del Sur. Bruselas y Estrasburgo sólo detestan la lógica reciprocidad que demanda la consecución de tales objetivos.

A su vez, mientras Europa nos da clases de desarrollo sostenible, sus reglas de mercado son campos minados para los exportadores extracomunitarios. Por lo **pronto la actual legislación sobre el Pacto Verde (Green Deal), el programa del productor al tenedor (Farm to Fork), el concepto de Autonomía Estratégica, las nociones de soberanía alimentaria y energética y la horizontal aplicación del principio precautorio son una extensa oda al cierre selectivo, y muchas veces ilegal de mercados, exigencias que a veces se aplican a todo el comercio.**

Los forjadores de la “lúcida política agrícola” comunitaria son conscientes de que la tendencia a sustituir importaciones por producción local está asentada en medidas caras, totalmente ridículas y de incierto alcance real. **El presidente de Francia y casi toda la clase política regional, no se concentra únicamente en los antedichos dossiers. Sus políticas públicas fueron inspiradas en los antiguos enfoques desarrollistas que estimularon el crecimiento artificial registrado tras la segunda Posguerra Mundial.** Con la salvedad de que esta vez no existirá otro Plan Marshall para impulsar una nueva reconstrucción europea.

Por otra parte, a pesar de los agregados de texto formulados que hicieron Brasil y la UE para lograr que Francia retire sus vetos al paquete UE-Mercosur, el presidente Emmanuel Macron acaba de reiterar que no sabe cómo “pedirle a un industrial siderúrgico o a un productor rural de su continente, que ellos se esfuercen en descarbonizar la economía, mientras Bruselas propone liberalizar la competencia importada de naciones que carecen de esa clase de reglas”.

Por otra parte, el Comunicado Conjunto que expidieron las delegaciones de la UE y el Mercosur el pasado 7 de diciembre exhibió gran maestría al decir, entre otras cosas, que las partes “continúan alentando el propósito de concluir el proceso y lograr un Acuerdo que sea mutuamente beneficioso para ambas regiones y responda a las demandas y aspiraciones de sus respectivas sociedades”.

Si en verdad ese es el espíritu, tardaremos otros veintitrés años en definir cuál es el significado que cabe dar a cada una de esas premisas conceptuales que pueden generar nuevos focos de aburrida e inevitable conflictividad. Y aunque los términos del Comunicado son inaceptables, nuestra posibilidad de ajustar el rumbo estriba, y sólo parcialmente, en el desarrollo de una política exterior más sólida y mejor dirigida.

Nuestros negociadores deberían tener en cuenta que **Bruselas no sólo le marcó las líneas rojas al Mercosur, Nueva Zelandia y Chile en lo referido a parar o moderar hasta el hueso las concesiones agrícolas, agroalimentarias y bioenergéticas de respetable viabilidad y envergadura comercial. El único interlocutor que rechazó las humillantes propuestas europeas fue el gobierno de Australia. Sus representantes cumplieron una clara advertencia previa y congelaron oficialmente las negociaciones tendientes a suscribir su propio Acuerdo de Libre Comercio.**

El otro aspecto que requiere mayor cuidado en la agenda del Mercosur, son los tiempos políticos de la UE. **Entre el 6 y el 9 junio de 2024 se habrán de realizar las próximas elecciones parlamentarias y es difícil predecir quienes, y con qué ideas, conseguirán aterrizar en los recintos de Estrasburgo.**

Hoy el mundo occidental, o lo que queda de él, está encandilado por el gen populista y mercantilista que introdujo a las relaciones globales, el profeta Donald Trump. Todos nos vamos a arrepentir del silencio cómplice que guardamos ante la implantación de su capitalismo incompetente y sus alianzas con la Eurasia equivocada.

Poco después, el 31 de octubre, también se agotará el actual mandato de la Comisión Europea que preside la doctora Úrsula von der Leyen, quien parece lastimada por los antedichos bandazos de política comercial y por el ultra dogmático desarrollo sostenible que el Viejo Continente desea exportar al resto del planeta.

Mafalda solía decir “Paren el mundo que me quiero bajar”. Y ahora que el mundo se quema y se mueve raro, tampoco sabemos qué hacer...

PRÓXIMOS INDICADORES Y EVENTOS

2023		Diciembre				
LUNES	MARTES	MIÉRCOLES	JUEVES	VIERNES	SÁBADO	DOMINGO
18	19	20	21	22	23	24
	INDEC: Índice del costo de la construcción (ICC). Noviembre de 2023. Sistema de índices de precios mayoristas (SIPM). Noviembre de 2023.	INDEC: Intercambio comercial argentino (ICA). Noviembre de 2023. <u>U.S. Bureau of Economic Analysis</u> (EE.UU.): PBI 3 ^{er} Trim. 2023. (3 ^a Estimación)	INDEC: Mercado de trabajo. Tasas e indicadores socioeconómicos. Tercer trimestre de 2023. Estimador mensual de actividad económica (EMAE). Octubre de 2023. <u>U.S. Bureau of Labor Statistics</u> (EE.UU.): Situación del Empleo. Octubre 2023.	INDEC: Índice de salarios. Octubre de 2023.		
25	26	27	28	29	30	31
		INDEC: Encuesta nacional de centros de compras. Octubre de 2023. Encuesta de supermercados. Octubre de 2023.	INDEC: Balanza de pagos, Posición de Inversión Internacional y Deuda Externa. Tercer trimestre de 2023. <u>U.S. Bureau of Labor Statistics</u> (EE.UU.): Situación del Empleo. Octubre 2023.	INDEC: Dotación de personal de la administración pública nacional, empresas y sociedades. Noviembre de 2023.		

2024		Enero				
LUNES	MARTES	MIÉRCOLES	JUEVES	VIERNES	SÁBADO	DOMINGO
1	2	3	4	5	6	7
				<u>U.S. Bureau of Labor Statistics</u> : Situación del Empleo. Diciembre de 2023.		
8	9	10	11	12	13	14
INDEC: Índice de producción industrial manufacturero (IPI manufacturero). Noviembre de 2023. Indicadores de coyuntura de la actividad de la construcción. Noviembre de 2023.			INDEC: Índice de precios al consumidor (IPC). Cobertura nacional. Diciembre de 2023. Utilización de la capacidad instalada en la industria (UCII). Noviembre de 2023. <u>U.S. Bureau of Labor Statistics</u> (EE.UU.): IPC Diciembre de 2023. <u>IBGE</u> (Brasil): IPC Amplio. Diciembre de 2023.			
15	16	17	18	19	20	21
	INDEC: Valorización mensual de la canasta básica alimentaria (CBA) y de la canasta básica total (CBT). Diciembre de 2023.	INDEC: Índice del costo de la construcción (ICC). Diciembre de 2023. Sistema de índices de precios mayoristas (SIPM). Diciembre de 2023.	INDEC: Intercambio comercial argentino (ICA). Diciembre de 2023.			
22	23	24	25	26	27	28
	INDEC: Estimador mensual de actividad económica (EMAE). Noviembre de 2023. <u>Banco de Japón</u> : Reunión de Política Monetaria.	INDEC: Encuesta de supermercados. Noviembre de 2023. Encuesta nacional de centros de compras. Noviembre de 2023. <u>Banco de Japón</u> : Reunión de Política Monetaria.	<u>U.S. Bureau of Economic Analysis</u> (EE.UU.): PBI 4 ^o Trim. y Año 2023. (1 ^{er} Avance). <u>Banco Central Europeo</u> : Reunión de Política Monetaria.	INDEC: Índice de salarios. Noviembre de 2023.		
29	30	31	1	2	3	4
	<u>Reserva Federal</u> (EE.UU.): Reunión del Comité de Mercado Abierto.	INDEC: Dotación de personal de la administración pública nacional, empresas y sociedades. Diciembre de 2023. <u>Reserva Federal</u> (EE.UU.): Reunión del Comité de Mercado Abierto. <u>Banco Central de Brasil</u> : Reunión del Comité de Política Monetaria.				

ANEXO ESTADÍSTICO

Indicador	Nov-22	Dic-22	Ene-23	Feb-23	Mar-23	Abr-23	May-23	Jun-23	Jul-23	Ago-23	Sep-23	Oct-23	Nov-23
Precios													
IPC Nacional (INDEC) Var. % m/m	4,9%	5,1%	6,0%	6,6%	7,7%	8,4%	7,8%	6,0%	6,3%	12,4%	12,7%	8,3%	12,8%
IPC Nac. Núcleo Var. % m/m	4,8%	5,3%	5,4%	7,7%	7,2%	8,4%	7,8%	6,5%	6,5%	13,8%	13,4%	8,8%	13,4%
IPC Alim. y beb. no alc. Var. % m/m	3,5%	4,7%	6,8%	9,8%	9,3%	10,1%	5,8%	4,1%	5,8%	15,6%	14,3%	7,7%	15,7%
IPC Nacional (INDEC) Var. % a/a	92,4%	94,8%	98,8%	102,5%	104,3%	108,8%	114,2%	115,6%	113,4%	124,4%	138,3%	142,7%	160,9%
IPC Nac. Núcleo Var. % a/a	89,1%	90,6%	94,4%	100,4%	102,0%	105,2%	110,3%	113,1%	111,5%	125,3%	142,2%	149,7%	170,3%
IPC Alim. y beb. no alcohólicas Var. % a/a	94,2%	95,0%	98,4%	102,6%	106,6%	115,0%	117,8%	116,9%	116,3%	133,5%	150,1%	153,8%	183,6%
IPC GBA (INDEC) Var. % m/m	5,0%	5,3%	6,0%	6,7%	7,8%	8,6%	8,0%	5,8%	6,2%	12,3%	12,2%	8,6%	12,9%
IPC GBA Núcleo Var. % m/m	4,9%	5,6%	5,5%	7,5%	6,8%	8,4%	7,9%	6,5%	6,4%	13,5%	12,7%	9,2%	13,8%
IPCBA (CABA) Var. % m/m	5,8%	5,8%	7,3%	6,0%	7,1%	7,8%	7,5%	7,1%	7,3%	10,8%	12,0%	9,4%	11,9%
IPC GBA (INDEC) Var. % a/a	92,8%	95,2%	99,0%	103,1%	105,3%	109,9%	116,3%	117,0%	114,6%	125,2%	138,3%	142,9%	161,2%
IPC GBA Núcleo Var. % a/a	90,7%	92,5%	96,6%	102,2%	103,6%	106,2%	112,0%	114,5%	112,4%	125,5%	140,9%	148,6%	169,8%
IPCBA (CABA) Var. % a/a	89,9%	93,4%	99,4%	103,1%	105,5%	110,4%	114,4%	118,6%	117,9%	127,3%	140,9%	146,4%	160,6%
Expectativas de Inflación (UTDT)													
Mediana	80,0	70,0	70,0	80,0	80,0	90,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Media	72,4	69,6	70,2	69,9	75,4	82,0	96,4	94,1	89,6	90,9	99,1	115,9	107,2
Indicadores Fiscales SPNF (Var. % a/a)													
Ingresos Totales	79,4%	92,0%	92,4%	85,6%	60,7%	71,9%	104,8%	115,0%	95,1%	136,1%	95,4%	133,9%	s/d
Gastos Totales	88,7%	70,6%	116,1%	109,2%	69,6%	84,6%	114,6%	106,0%	127,9%	105,3%	125,9%	134,2%	s/d
Ingr. Primarios (sin Rentas de la Prop.)	85,9%	90,2%	94,9%	83,1%	78,1%	87,0%	106,3%	114,1%	102,1%	137,2%	97,1%	127,7%	s/d
Gastos Primarios	77,9%	54,8%	111,3%	95,0%	69,0%	88,7%	98,2%	109,8%	118,9%	113,0%	129,8%	138,5%	s/d
Recursos tributarios (Var. % a/a)													
Recaudación total	88,8%	95,6%	93,4%	82,3%	88,3%	90,2%	104,9%	109,2%	104,6%	134,6%	102,3%	127,4%	139,5%
Dirección General Impositiva	111,2%	102,8%	109,6%	111,5%	124,7%	102,0%	103,7%	107,8%	110,9%	142,1%	139,5%	127,2%	137,3%
Dirección General de Aduanas	38,3%	79,1%	43,8%	7,2%	17,2%	47,4%	97,3%	109,1%	66,6%	120,5%	42,3%	131,0%	144,5%
Sistema de Seguridad Social	94,9%	96,5%	105,4%	103,2%	113,0%	110,7%	117,8%	113,9%	127,2%	130,5%	125,1%	124,0%	141,2%

Indicador	Nov-22	Dic-22	Ene-23	Feb-23	Mar-23	Abr-23	May-23	Jun-23	Jul-23	Ago-23	Sep-23	Oct-23	Nov-23
Confianza del Consumidor (UTDT)													
Indice	35,2	35,9	38,5	36,2	36,2	37,1	38,3	41,8	43,6	44,1	43,4	45,1	47,5
Var. % m/m	-1,4%	2,2%	7,3%	-6,1%	5,6%	-2,9%	3,3%	9,1%	4,3%	1,1%	-1,5%	4,0%	5,3%
Var. % a/a	-11,4%	-4,9%	-4,0%	-8,2%	-2,0%	3,8%	5,5%	6,9%	25,4%	18,9%	16,6%	26,5%	35,2%
Indicadores de Actividad													
EMAE (INDEC) Var. % a/a	2,2%	-1,6%	2,9%	0,1%	1,2%	-4,3%	-5,6%	-4,7%	-1,5%	0,1%	-0,7%	s/d	s/d
Var m/m, sin estacionalidad	-0,6%	-0,3%	1,2%	0,1%	-0,1%	-2,0%	-0,7%	-0,2%	2,5%	1,2%	0,0%	s/d	s/d
Uso Capacidad Instalada Industria Manufacturera (INDEC)	68,9%	63,8%	62,0%	65,0%	67,3%	68,9%	67,8%	68,6%	65,0%	67,9%	67,9%	65,3%	s/d
Venta de autos O Km (ADEFA) Var. % a/a	26,6%	2,4%	9,8%	18,5%	12,6%	9,5%	14,5%	18,5%	5,1%	3,8%	25,1%	23,3%	-15,6%
Var m/m, con estacionalidad	6,4%	-5,6%	-34,0%	36,2%	26,4%	-11,3%	14,2%	14,3%	-29,9%	-2,1%	42,9%	-5,8%	-27,2%
Producción Industrial (FIEL) Var. % a/a	0,1%	-3,8%	3,8%	-2,2%	0,2%	0,6%	-3,4%	-2,6%	-4,1%	-0,6%	1,1%	0,9%	s/d
Var m/m, desest.	1,0%	-1,3%	2,8%	-1,0%	2,4%	-1,4%	-0,6%	1,0%	-2,9%	2,7%	-0,2%	-2,5%	s/d
Producción Industrial (INDEC) Var. % a/a	0,5%	-3,0%	6,4%	-1,7%	3,4%	1,7%	1,0%	-2,5%	-4,0%	-3,1%	-3,3%	-0,8%	s/d
ISAC (INDEC) Var. % a/a	-1,4%	-10,5%	2,7%	-6,3%	1,2%	-4,0%	-2,9%	-2,8%	-5,8%	-3,0%	-4,5%	3,0%	s/d
Construcción (Grupo Construya) Var. % a/a	-5,1%	-12,7%	0,4%	-10,7%	-9,1%	-12,4%	-9,2%	-7,5%	-13,2%	-7,5%	-9,0%	4,8%	-4,7%
Var. % m/m, desest.	-9,0%	-11,5%	4,9%	8,0%	-4,6%	8,2%	1,1%	0,9%	-2,0%	-1,1%	-5,9%	15,0%	-13,7%
Despachos de Cemento (AFCP) Var. % a/a	-0,1%	-9,4%	8,9%	-5,1%	5,6%	-1,3%	-2,0%	-2,4%	-7,2%	-1,6%	-7,8%	-0,2%	-10,8%
Indicadores del Sector Externo													
Exportaciones en USD	7.122	6.119	4.925	5.239	5.735	5.898	6.203	5.450	6.060	5.854	5.751	5.385	s/d
Var. % a/a	15,0%	-7,1%	-11,2%	-18,8%	-22,0%	-29,3%	-24,8%	-35,4%	-22,4%	-22,4%	-23,5%	-32,4%	s/d
Importaciones en USD	5.762	5.017	5.368	5.029	6.846	6.091	7.357	7.177	6.709	6.865	6.525	5.839	s/d
Var. % a/a	-0,1%	-19,3%	2,2%	-10,7%	-3,3%	-11,5%	-6,7%	-17,2%	-19,1%	-12,4%	-8,6%	-3,9%	s/d
Saldo Comercial en USD	1.360	1.102	-443	210	-1.111	-193	-1.154	-1.727	-649	-1.011	-774	-454	s/d
Precios Materias Primas BCRA (dic 2001=100)	330,2	321,2	327,6	325,9	313,7	310,1	292,2	298,6	309,0	298,6	292,2	284,0	287,5
Var. % a/a	12,9%	8,6%	4,4%	-1,4%	-14,7%	-16,6%	-21,6%	-18,3%	-8,5%	-12,4%	-11,7%	-13,2%	-12,9%

Indicador	Nov-22	Dic-22	Ene-23	Feb-23	Mar-23	Abr-23	May-23	Jun-23	Jul-23	Ago-23	Sep-23	Oct-23	Nov-23
Indicadores Monetarios (saldos promedios mensuales)													
Base Monetaria (\$ M.M.)	4.400	4.821	5.293	5.237	5.167	5.201	5.394	5.600	6.105	6.397	6.527	7.145	7.807
Circulante	3.348	3.790	4.089	4.086	4.071	4.154	4.299	4.505	4.927	5.184	5.270	5.777	5.977
Otros pasivos BCRA en mon. local: (a) + (b) + (c)	11.925	12.999	13.613	14.360	15.311	16.458	18.073	19.751	21.087	23.748	26.781	27.987	29.430
(a) Deuda Remun (LELIQ+NOCOM)	7.466	7.953	8.218	8.559	8.930	9.618	10.719	11.645	12.563	13.425	14.823	14.076	12.510
(b) Pasivos netos por pases	1.633	2.006	2.185	2.464	2.874	3.100	3.271	3.694	3.801	5.154	5.795	7.968	10.757
(c) Depósitos del Gobierno	2.827	3.040	3.210	3.337	3.507	3.739	4.083	4.413	4.723	5.169	6.163	5.943	6.164
Reservas intern. brutas (U\$S M.M.)	37,9	40,8	43,2	39,9	37,9	37,0	33,5	31,9	26,1	25,3	27,5	25,2	21,4
Dep. en mon.ext. en BCRA (U\$S M.M.)	18,1	18,8	19,5	19,6	19,3	18,5	17,8	17,6	17,8	17,6	17,1	16,8	16,7
(BaseMon.+ Pas.noMon.)/(Rvas.Int.Brut - Dep.en U\$S en BCRA)	823,1	808,6	800,3	965,3	1.100,9	1.170,1	1.494,6	1.779,2	3.301,6	3.912,9	3.210,4	4.174,9	7.882,5
Tipo de cambio mayorista bancos (\$ / U\$S)	162,1	172,9	182,2	191,9	203,1	216,6	231,2	248,8	266,5	322,1	350,0	350,0	353,8
Depósitos bancarios (saldos promedios mensuales)													
Total depósitos (\$ M.M.)	19.895	21.481	22.817	23.777	24.963	26.417	28.620	30.849	33.085	36.659	39.367	41.545	42.875
Sector privado	16.268	17.869	18.963	19.999	21.098	22.299	23.838	25.649	27.479	30.452	32.534	34.161	34.904
Sector público	3.627	3.612	3.854	3.778	3.865	4.118	4.782	5.200	5.606	6.207	6.833	7.385	7.971
En moneda local (\$ M.M.)	16.962	18.240	19.262	20.019	21.043	22.435	24.496	26.479	28.340	31.013	33.379	35.659	36.981
Sector privado	13.802	15.163	16.004	16.859	17.788	18.891	20.303	21.816	23.362	25.558	27.287	29.051	29.870
Sector público	3.160	3.077	3.257	3.160	3.254	3.544	4.192	4.663	4.978	5.455	6.092	6.608	7.111
En moneda extranjera (\$ M.M.)	2.933	3.240	3.555	3.758	3.921	3.982	4.125	4.370	4.745	5.646	5.988	5.886	5.894
Sector privado	2.466	2.706	2.958	3.141	3.309	3.408	3.535	3.834	4.117	4.894	5.247	5.110	5.034
Sector público	467	535	597	618	611	574	590	537	628	752	741	777	860
En moneda extranjera (U\$S M.M.)	18,1	18,8	19,5	19,6	19,3	18,5	17,8	17,6	17,8	17,6	17,1	16,8	16,7
Sector privado	15,2	15,7	16,3	16,4	16,3	15,8	15,3	15,4	15,5	15,2	15,0	14,6	14,2
Sector público	2,9	3,1	3,3	3,2	3,0	2,7	2,6	2,2	2,4	2,3	2,1	2,2	2,4
Tasas de interés nominales													
Tasa de control monetario BCRA (% anual) Prom. mensual	75,0	75,0	75,0	75,0	76,5	80,3	94,3	97,0	97,0	109,4	118,0	127,0	133,0
Tasas activas (% anual)													
Call en pesos entre bancos privados	62,5	64,5	64,7	63,7	64,2	66,0	81,8	84,9	86,2	97,6	102,4	109,0	111,3
Adel. cta.cte. en pesos a empresas no financ. por \$ 10 M o más, con acuerdo, de 1 a 7 días	73,9	73,3	74,4	75,1	75	76,3	88,7	92,2	91,8	102,73	113,51	121,76	128,33
Préstamos personales	79	81	79,4	79,6	79,6	80,9	93,6	103,7	102,4	109,97	102,04	116,37	134,56
Tasas pasivas (% anual)													
BADLAR	68,3	68,4	68,9	68,9	70,2	73,6	88,9	91,5	92,0	103,1	112,4	120,6	128,0
Plazo fijo en \$ hasta \$ 100.000	73,5	73,6	73,6	73,5	75,0	78,0	92,2	95,4	95,5	106,6	115,7	123,6	130,6
Plazo fijo en \$ más de \$ 1.000.000	67,4	67,9	68,1	68,1	69,5	72,9	88,1	90,9	91,1	102,6	112,0	119,9	127,1