

# Informe Económico Mensual



**USAL**  
UNIVERSIDAD  
DEL SALVADOR

Instituto de Investigación

Nº 213 Año 23 –13 de febrero de 2023

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

## EL DATO DEL MES

**Inflación.** El IPC de la ciudad de Buenos Aires aumentó 7,7% en enero de 2023 (99,4% i.a.). Es la segunda mayor suba mensual de ese índice de precios y el mayor incremento interanual desde 2013.

## LO QUE HAY QUE SABER

**Argentina: inicia un año electoral bastante complicado.** Las expectativas positivas del sector de energía y gas alentaron el boom bursátil de los últimos 3 meses, pero la sequía y las heladas tardías del año pasado restringirán la oferta de alimentos y de divisas. Las restricciones a importaciones no se eliminarán, complicando así a la actividad económica. Con subas de precios regulados y continuidad de la emisión monetaria, las presiones alcistas sobre el dólar y los precios conducen a un 2023 con tasas de interés e inflación más altas y una probable recesión.

**Escenario global: ¿se festejó por anticipado?** La inflación en el mundo está descendiendo desde los máximos de 2022 y los mercados financieros ya anticipan el final del ciclo de suba de tasas. Sin embargo, la inflación todavía supera a las metas de los bancos centrales, y una serie de factores, entre ellos la fortaleza del mercado laboral en EE.UU., pueden frenar el proceso de desinflación y obligar a los bancos centrales a mantener políticas restrictivas.

**Brasil y el retorno de Lula.** El nuevo presidente Lula Da Silva inició su mandato frente un cambio en las condiciones externas que podría amenazar su programa económico en los próximos meses. Más allá de la holgura fiscal que dejó la gestión de Bolsonaro, no se observa robustez en la recuperación post-pandemia. En estas condiciones la probabilidad de éxito de un programa heterodoxo es baja.

## LO QUE VIENE

**Inflación.** El martes 14 de febrero el INDEC publicará el IPC de enero. En general se espera que indique una inflación para dicho mes superior al 5,1% de diciembre de 2022.

**Brasil: el fin de la autonomía monetaria.** Después de que el presidente Lula calificara de “tontería” la actual independencia legal del Banco Central, el mercado financiero espera que a partir de marzo las decisiones del Comité de Política Monetaria pasen a estar bajo la influencia directa del Poder Ejecutivo. El mercado financiero local ha percibido esto como una fuente de mayor volatilidad futura de las tasas de interés y del tipo de cambio.

**La Fed no bajaría las tasas.** El titular de la Fed, Jerome Powell, anticipó en el Club Económico de Washington DC que deberán “aplicar más incrementos de tasas de interés” ya que lograr el control de la inflación llevará más tiempo que lo que se esperaba inicialmente. En los mercados se descuentan nuevas subas de la Fed Funds Rate hasta ubicarse por encima del 5% anual bastante antes de fin de año.

## PRINCIPALES INDICADORES HASTA FIN DE ENERO DE 2023

|   | 2022<br>Octubre | Noviembre | Diciembre | 2023<br>Enero | Tendencia<br>hasta<br>ene. 2023   |
|---|-----------------|-----------|-----------|---------------|---|
| <b>IPC</b><br>Var. % mensual  | 6,3%            | 4,9%      | 5,1%      | s.d.          |    |
| <b>IPC</b><br>Var. % interanual   | 88,0%           | 92,4%     | 94,8%     | s.d.          |    |
| <b>Industria</b><br>% uso capacidad instalada   | 66,7%           | 68,9%     | s.d.      | s.d.          | estable   |
|   | 2022<br>Octubre | Noviembre | Diciembre | 2023<br>Enero | Tendencia<br>hasta<br>ene. 2023   |
| <b>LELIQ</b>  | 75,0%           | 75,0%     | 75,0%     | 75,0%         | estable   |
| <b>EMBI Arg.</b><br>Riesgo país en puntos básicos al último día del mes                     | 2.625           | 2.248     | 2.213     | 1.817         |  |
| <b>IVA DGI</b><br>Recaudación Mensual Var. % interanual.                                    | 119,0%          | 113,2%    | 114,9%    | 133,1%        |  |
| <b>Dólar</b><br>\$/U\$S mayorista promedio bancos al último día del mes                     | 156,9           | 167,3     | 177,1     | 186,9         |  |
| <b>Depósitos<br/>en pesos</b> Sector privado Var. % mensual de saldos promedios mensuales   | 6,2%            | 5,8%      | 9,9%      | 5,5%          |  |
| <b>Depósitos<br/>en dólares</b> Sector privado Var. % mensual de saldos promedios mensuales | 1,0%            | 1,4%      | 3,4%      | 3,5%          |  |

## PRECIOS, ACTIVIDAD Y COMERCIO EXTERIOR

### INDICADORES MÁS RECIENTES

Adolfo Bosch

#### I. PRECIOS

| VARIABLE |              | FUENTE | Periodo   | Unidad           | Valor            | Periodo anterior |       |  |
|----------|--------------|--------|---|------------------|------------------|------------------|-------|--|
| PRECIOS  | IPC Nacional | INDEC  | Diciembre 2022                                  | Var. % mensual   | 5,1%             | 4,9%             |       |  |
|          |              |        |   | Var.% interanual | 94,8%            | 92,4%            |       |  |
|          | IPC G.B.A    |        | Diciembre 2022                                  | Var. % mensual   | 5,3%             | 5,0%             |       |  |
|          |              |        |   | Var.% interanual | 95,2%            | 92,8%            |       |  |
|          | IPC C.A.B.A  |        | Dirección General de Estadística y Censos. GCBA | Enero 2023       | Var. % mensual   | 7,3%             | 5,8%  |  |
|          |              |        |   |                  | Var.% interanual | 99,4%            | 93,4% |  |

#### II. ACTIVIDAD

| VARIABLE   |  | FUENTE | Periodo                    | Unidad  | Valor  | Periodo anterior |  |
|--|--|--------|----------------------------|---|--------|------------------|--|
| DEMANDA INTERNA  | Ventas en Shoppings                      | INDEC  | Noviembre 2022             | Var. % i.a. acumulado vs. acum. año anterior a precios constantes | 41,4%  | 47,5%            |  |
|  | Ventas en Supermercados                  |        | Noviembre 2022             | Var. % i.a. acumulado vs. acum. año anterior a precios constantes | 2,5%   | -1,6%            |  |
|  | Patentamiento autos 0 Km                 | ACARA  | Enero 2023                 | Var.%interanual   | 15,1%  | 10,9%            |  |
| ACTIVIDAD  | Estimador Mensual de Actividad Economica | INDEC  | Noviembre 2022             | Var.% mensual (sin estacionalidad)                                | -0,7%  | -0,5%            |  |
|  |  |        |                            | Var.% interanual  | 2,6%   | 4,5%             |  |
| ACTIVIDAD INDUSTRIAL                                       | PBI                                      |        | 3 <sup>er</sup> trim. 2022 | Var. % jul-sep '22 vs jul-sep '21                                 | 5,9%   | 6,9%             |  |
|  |  |        | Diciembre 2022             | Var.% interanual  | -2,7%  | 1,0%             |  |
| CONSTRUCCIÓN   | Uso capacidad instalada                  |        | Noviembre 2022             | % uso capacidad instalada   | 68,9%  | 66,7%            |  |
|  |  |        | Diciembre 2022             | Var.% interanual  | -10,9% | -1,5%            |  |
| INGRESOS TRIBUTARIOS RELACIONADOS CON LA ACTIVIDAD INTERNA | IVA DGI (Bruto)                          | AFIP   | Enero 2023                 | Var % mensual   | -17,3% | 12,3%            |  |
|  |  |        |                            | Var. interanual   | 103,1% | 114,9%           |  |
|  | Var % mensual                            |        |                            | 45,3%   | 3,7%   |                  |  |
|  | Var. interanual                          |        |                            | 105,4%  | 96,5%  |                  |  |
| Sistema Seguridad Social                                   | Var % mensual                            |        | -1,4%                      | 14,0%   |        |                  |  |
|  | Var. interanual                          |        | 97,4%                      | 85,5%   |        |                  |  |
| Créditos y Débitos en Cta.Cte.                             |  |        |                            |   |        |                  |  |

#### III. COMERCIO EXTERIOR

| VARIABLE                |               | FUENTE | Periodo        | Unidad            | Valor  | Periodo anterior |  |
|-------------------------|---------------|--------|----------------|-------------------|--------|------------------|--|
| COMERCIO EXTERIOR       | Exportaciones | INDEC  | Diciembre 2022 | Nivel (U\$S M)    | 6.119  | 7.089            |  |
|                         |               |        |                | Var. % interanual | -7,1%  | 14,5%            |  |
|                         | Importaciones |        |                | Nivel (U\$S M)    | 5.017  | 5.750            |  |
|                         |               |        |                | Var. % interanual | -19,3% | -0,3%            |  |
| Saldo balanza comercial |               |        |                | Nivel (U\$S M)    | 1.102  | 1.339            |  |

## PANORAMA DE ARGENTINA

### SE LARGA EL AÑO ELECTORAL, CON INFLACIÓN Y COMPLICACIONES VARIAS

Héctor Rubini

**Las expectativas positivas del sector de energía y gas alentaron el boom bursátil de los últimos 3 meses, pero la sequía y las heladas tardías del año pasado restringirán la oferta de alimentos y de divisas. Las restricciones a importaciones no se eliminarán, complicando así a la actividad económica. Con subas de precios regulados y continuidad de la emisión monetaria, las presiones alcistas sobre el dólar y los precios conducen a un 2023 con tasas de interés más altas, inflación y una probable recesión.**

#### 1. 2023 en clima electoral

La victoria de la selección de fútbol en el mundial de Qatar no detuvo los movimientos hacia el complejo calendario electoral se han acelerado. El Frente de Todos no parece definir candidaturas a nivel nacional. La decisión de Cristina Fernández de no presentarse como candidata ha incrementado la incertidumbre y también los movimientos internos con vistas a las elecciones provinciales y municipales, y dentro del gobierno se ha exacerbado el enfrentamiento con el presidente, que parece ahora abiertamente enfrentado con el ministro del interior Wado de Pedro. Esto podía dar aliento a la candidatura del ministro de economía Sergio Massa, pero el funcionario habría manifestado ante varios gobernadores que no se candidateará este año a ningún cargo. En el principal frente opositor (Juntos por el Cambio) se perfila como candidato casi seguro el jefe de gobierno de la ciudad de Buenos Aires, Horacio Rodríguez Larreta. Los movimientos de los principales bloques estarán a su vez condicionado al complejo proceso de elecciones provinciales separadas de las nacionales que ya se inició el domingo 12 de febrero en la provincia de La Pampa.

### CUADRO 1. CALENDARIO ELECTORAL DE ARGENTINA PARA EL AÑO 2023

| Fechas fundamentales   | Calendario elecciones nacionales   | Comicios provinciales separados de los nacionales |  |
|--|--|---|--|
| 12 de febrero  |  | La Pampa  | Primarias Abiertas Simultáneas y Obligatorias (PASO) provinciales. |
| 19 de marzo  |  | Córdoba   | Elecciones municipales en La Falda.                                |
| 16 de abril  |  | Río Negro   | Gobernador y vice, leg. provinciales y com. de fomento.            |
|  |  | Neuquén   | Gobernador y vice, leg. provinciales y autoridades municipales.    |
|  |  | Chubut  | Elecciones municipales en la ciudad de Trelew.                     |
| 7 de mayo  |  | Misiones  | Gobernador y vice, leg. provinciales y autoridades municipales.    |
|  |  | Jujuy   | Gobernador y vice, leg. provinciales y autoridades municipales.    |
| 14 de mayo   |  | San Juan  | Gobernador y vice, leg. provinciales y autoridades municipales.    |
|  |  | La Pampa  | Gobernador y vice, legisladores provinciales y jueces de paz.      |
|  |  | Salta   | Gobernador y vice, leg. provinciales y autoridades municipales.    |
|  |  | Tucumán   | Gobernador y vice, leg. provinciales y autoridades municipales.    |
| 15 de mayo   | Fecha límite para convocar las PASO nacionales.  |   |  |
| 11 de junio  |  | San Luis  | Gobernador y vice, leg. provinciales y autoridades municipales.    |
|  |  | Mendoza   | PASO provinciales.   |
| 24 de junio  | Fecha límite presentación candidatos para las PASO.                                      |   |  |
| 25 de junio  |  | Córdoba   | Elecciones municipales en la Villa Carlos Paz.                     |
| 13 de agosto   | Elecciones PASO nacionales   |   |  |
| 17 de septiembre   |  | Chaco   | Gobernador y vice, leg. provinciales y autoridades municipales.    |
| 24 de septiembre   |  | Mendoza   | Gobernador y vice, leg. provinciales y autoridades municipales.    |
| 8 de octubre   | 1er debate público entre candidatos presidenciales                                       |   |  |
| 15 de octubre  | 2º debate público entre candidatos presidenciales  |   |  |
| 22 de octubre  | Elecciones generales.  |   |  |
| 19 de noviembre  | Ballotage en caso de que no hubiere ganador en la elección del 22 de octubre.            |   |  |
| 10 de diciembre  | Asunción del presidente electo.  |   |  |
| <b>Distritos sin fecha confirmada:</b>   |  |   |  |
| Entre Ríos:  | En caso de elecciones separadas, las PASO serían el 30 de julio                          |   |  |
| Santa Fe:  | Gov. y vice, leg. provinciales y aut. municipales. entre 27 de agosto y 10 de septiembre |   |  |
| Córdoba  |  |   |  |
| Formosa  | Habrá comicios provinciales separados a los nacionales. Sin fecha definida.              |   |  |
| Chubut   |  |   |  |
| Tierra del Fuego   |  |   |  |
| <b>Únicas provincias con comicios subnacionales con igual calendario al nacional:</b>  |  |   |  |
| Ciudad de Bs. Aires, Pcia. de Buenos Aires, Catamarca, La Rioja y Santa Cruz.  |  |   |  |
| Distritos sin comicios provinciales (elección de autoridades en 2021, la próxima en 2025): Corrientes y Santiago del Estero. |  |   |  |

Fuente: elaboración propia en base a datos de la Cámara Nacional Electoral y medios de prensa provinciales.

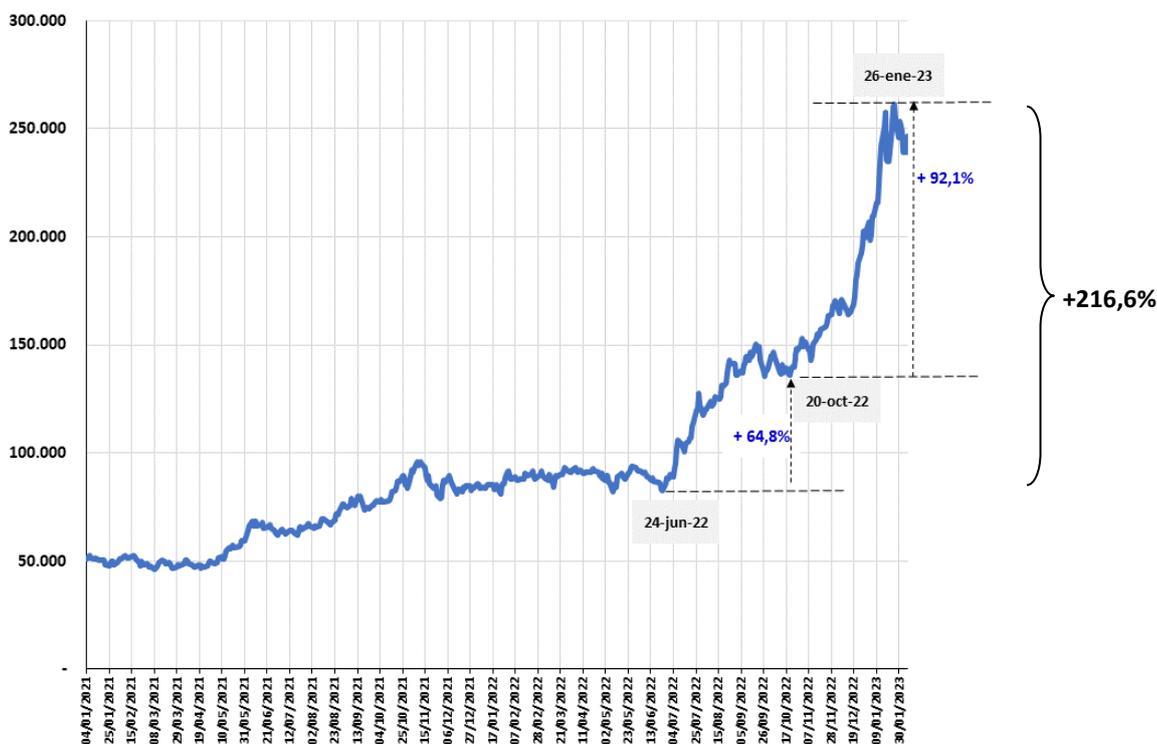
Las encuestas de opinión siguen mostrando una intención de votos levemente a favor de Juntos por el Cambio. Aproximadamente no superaría el 40% de votos, pero tendría cierto “piso” asegurado próximo al 30%. El oficialismo kirchnerista, en cambio tendría su “techo” en no mucho más de 36% y un “piso firme” en torno del 25%. Para una hipótesis

“intermedia”, las encuestas de opinión sobre preferencias electorales sugieren **prácticamente sin excepción** una tendencia hacia un triunfo opositor con el 36%-40% de votos seguido del el Frente de Todos con el 34%-36% de los votos. En esos escenarios, el ganador no lograría la diferencia requerida por la Constitución<sup>1</sup>, y para un casi inevitable ballottage, jugará un rol decisivo el voto de los libertarios con la candidatura de Javier Milei (hoy con una intención de votos entre 15% y 20%). Claramente, todo evento que reduzca la preferencia por algunos de los dos bloques mayoritarios y se traspase a este último, tornará más incierto el resultado esperable tanto para la primera vuelta como para un probable ballottage.

## 2. El mercado bursátil, de fiesta...

El año culminó con buenas noticias para el sector de energía que fueron interpretadas por inversores locales y extranjeros como un paraguas de mayor certidumbre para inversiones en el sector (en particular en gas natural) al menos hasta 2028. La suba de acciones de energía y gas, y sobre todo la de YPF arrastró a las demás del panel líder del índice Merval que cerró 2022 con una suba de nada menos que del **142%**. El optimismo se ha mantenido en enero hasta alcanzar un pico el pasado 26 de enero, observándose cierta calma hasta esta semana. Si se toma como punto de partida el inicio gradual de la recuperación del Merval, a partir del 24 de junio de 2022, **el primer ciclo alcista, del 26 de junio de 2022 hasta el 20 de octubre de 2022 acumuló una suba de 64,8%, y desde entonces hasta el 26 de enero de 2023, otra de 92,1%. En 7 meses el Merval logró un incremento inédito de 216,6%:**

**GRÁFICO 1. LA EXTRAORDINARIA SUBA DEL MERVAL**



Fuente: elaboración propia en base a datos de casas de bolsa locales.

Los anuncios de septiembre se confirmaron en noviembre con el Decreto 730/2022 que clarificaron los mecanismos de promoción de inversiones y de asignación de cupos de exportaciones, un significativo aumento de inversiones en las cuencas Neuquén (Vaca Muerta) y Austral, y probablemente a partir de 2024 el efectivo (y demorado) autoabastecimiento de gas. Además, en octubre se conocieron estudios sobre nuevos yacimientos petroleros en el mar Argentino (el llamado “Pozo Argerich”) a 307 km. de Mar del Plata del cual podrían extraerse unos 1.000 millones de barriles de petróleo. La acción de YPF cobró impulso, favorecida luego del fallo de 2ª instancia de la Cámara Federal de Apelaciones de Mar del Plata que habilitó las actividades de prospección en el mar.

<sup>1</sup> Según los arts. 97 y 98 de la Constitución de la Nación Argentina que la fórmula más votada en la primera vuelta gana la elección con más del 45% de votos válidos, o de no alcanzar ese mínimo, si obtuviera al menos el 40% de los votos emitidos y una diferencia de 10 puntos porcentuales respecto de los votos válidos de la fórmula que le sigue en número de votos.

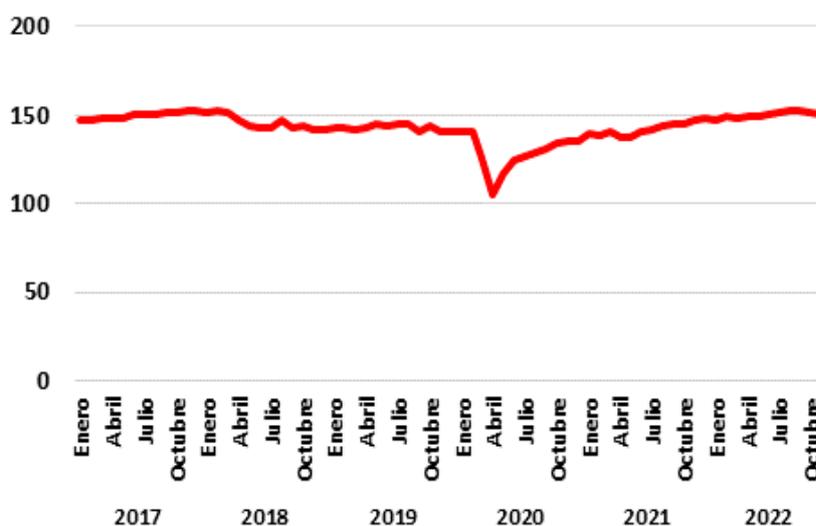
El cierre de 2022 mostró subas extraordinarias en la Bolsa de Buenos Aires para las acciones de Transportadora Gas del Sur (+348,9%), YPF (+303,4%), Transportadora Gas del Norte (+283%), Transener (+241,5%), Central Puerto (+228,2%), Sociedad Comercial del Plata (+211,2%), Pampa Energía (+165,2%), Grupo Financiero Valores (+162,2%) y Edenor (+141,7%).

En Wall Street, en cambio, 2022 cerró con un panorama heterogéneo. Por el lado de las subas se destacaron en el año las ADR de YPF (+140,7%), Transportadora Gas del Sur (+84,8%) y Tenaris (+67,1%). En cuanto a las caídas de su valor de mercado, las más castigadas fueron Banco Macro (-49%), Despegar.com (-47,7%), Globant (-46,5%) y Mercado Libre (-37,2%). Si bien se ha calmado un poco la euforia de los últimos 3 meses todavía prevalece la expectativa alcista para buena parte de las acciones de empresas argentinas, tanto en nuestro como país como en el exterior.

### 3. La actividad interna, lejos de todo festejo...

Equivocadamente, diversos analistas y “economistas” emergieron en redes sociales y medios festejando cierto “boom” de actividad asociado a la euforia bursátil. Sin embargo, la economía real lejos está de mostrar un comportamiento satisfactorio. Los diversos indicadores de actividad interna muestran que desde el año pasado el nivel de actividad muestra una dinámica lejos de un sendero de crecimiento económico:

**GRÁFICO 2. ESTIMADOR MENSUAL DE ACTIVIDAD ECONÓMICA (EMAE) DESESTACIONALIZADO**



Fuente: INDEC

Las perspectivas para 2023 no son auspiciosas. La sequía en la pampa húmeda va a tener impacto negativo en la demanda de mano de obra y en el consumo interno, lo que puede complicar las perspectivas de desaceleración e incipiente caída en la actividad de la industria manufacturera, la construcción, los servicios y el consumo interno.

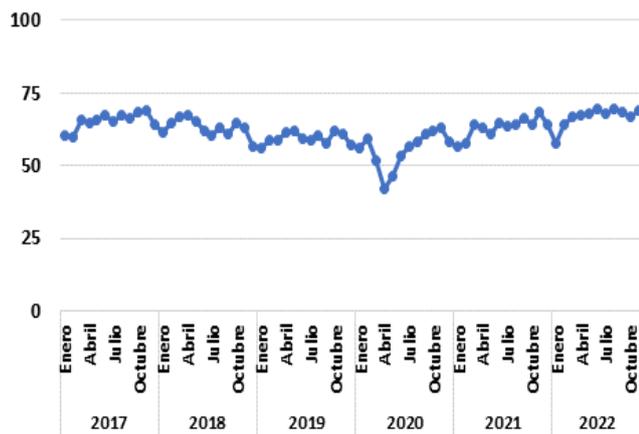
La evolución de diversos indicadores sectoriales muestra que el aparente estancamiento del nivel de actividad, aproximado por el EMAE puede devenir en recesión y no sólo por el factor climático:

- restricciones a las importaciones,
- la carga de controles y de impuestos que sigue bloqueando el comercio interior y exterior,
- una persistente inflación que incentiva al BCRA a sostener tasas de interés reales negativas a niveles nominales efectivos ya superior al 100%, y sin aminorar la emisión de pasivos monetarios y no monetarios,
- la perspectiva de cambios de reglas de juego a partir de la asunción del nuevo gobierno en diciembre próximo, que torna ya inevitable la decisión de postergar inversiones al menos hasta el año próximo.

La floja evolución de la actividad más la inflación en ascenso le han permitido al gobierno cumplir las metas de déficit fiscal primario acordadas con el FMI en los primeros tres trimestres del año. En general se descuenta que también se habrían cumplido en el cuarto trimestre, de modo que no habría problemas para seguir recibiendo desembolsos del organismo al menos en el primer semestre del año.

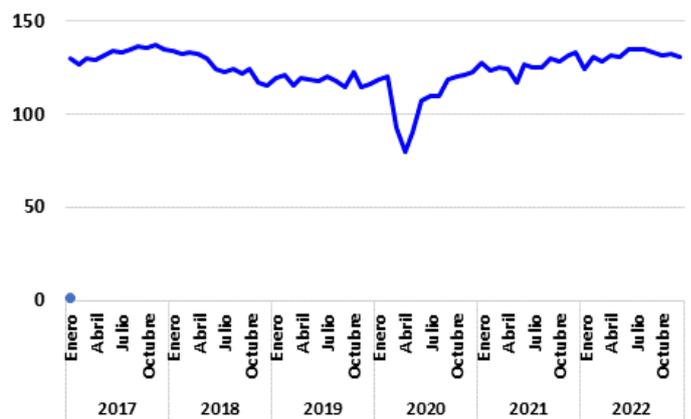
**GRÁFICO 3. INDICADORES DE ACTIVIDAD INTERNA (DESESTACIONALIZADOS)**

**3.a. Uso de capacidad instalada de la industria**



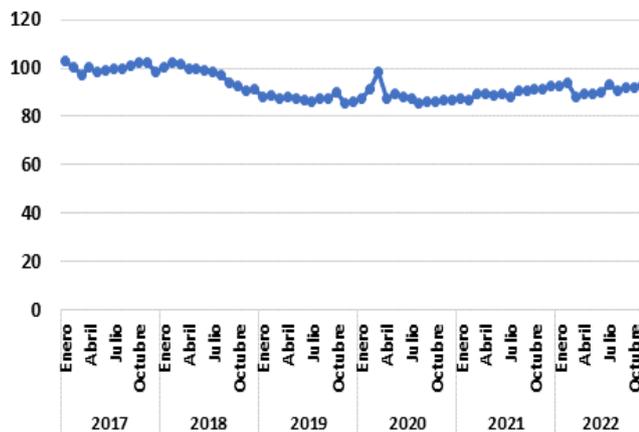
Fuente: INDEC

**3.b. Indicador de Producción industrial (IPI)**



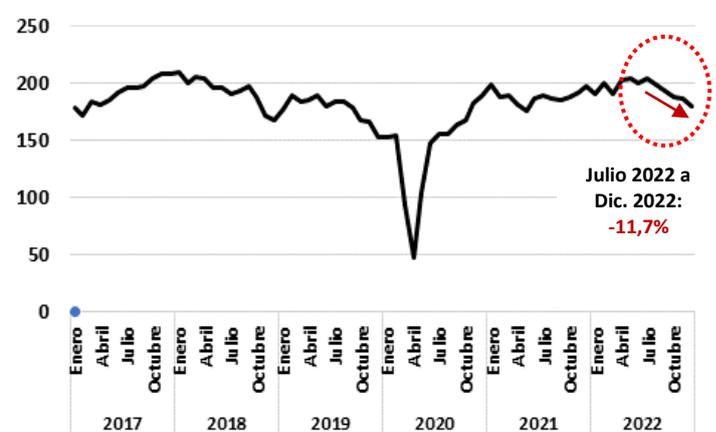
Fuente: INDEC

**3.c. Ventas de supermercados (a precios de 2021)**



Fuente: INDEC

**3.d. Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción (ISAC)**



Fuente: INDEC

El problema que en ese sentido se le presenta al gobierno es la potencial baja en la acumulación trimestral de reservas internacionales, pero probablemente asomen complicaciones fiscales ya a partir del actual trimestre.

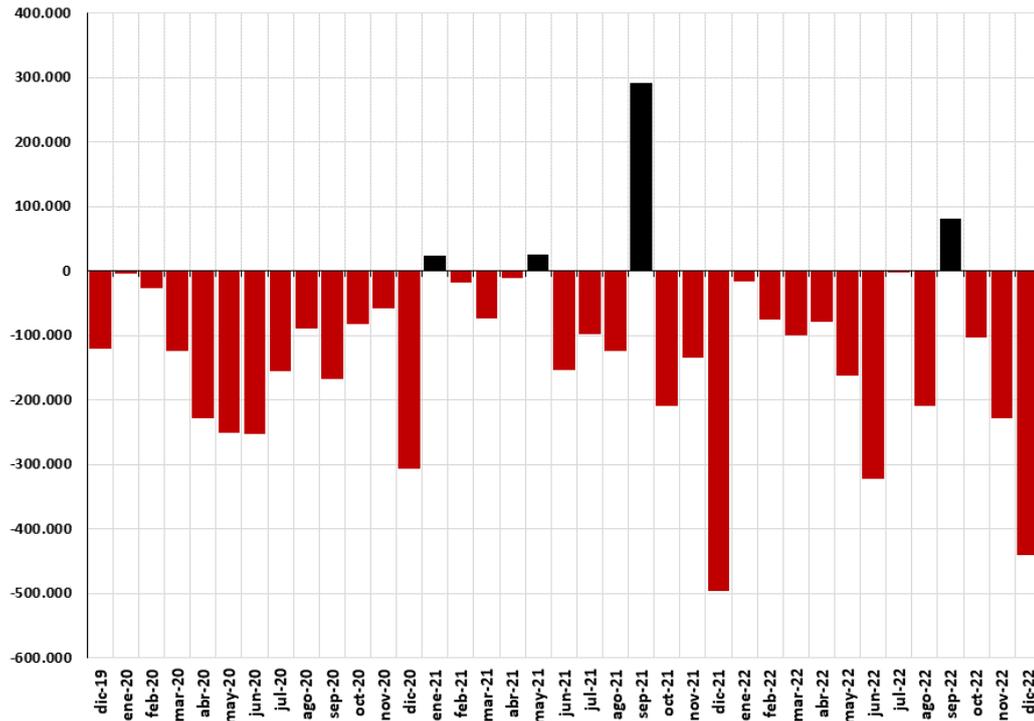
La contracción de la actividad, el empleo y la demanda inicialmente no van a tener impacto en los ingresos fiscales. En materia de gasto público es difícil pensar en una contracción del gasto público frente a la perspectiva de una elección que se presenta difícil para el oficialismo.

La contracara podría ser algún “desliz” del compromiso de no incurrir en adelantos transitorios permanentes del Tesoro al BCRA. Pero luego de la escalada en la emisión de deuda a corto plazo y la acumulación de vencimientos a renovar en torno de \$ 1 billón mensual, tornará inevitable recurrir a la colocación de más deuda al BCRA y hacerse así de emisión monetaria para financiar gasto electoralista.

El acuerdo con el FMI sólo establece límites al concepto de Adelantos Transitorios, no a las demás vías de emisión monetaria para financiar al Tesoro, por consiguiente no es nada imposible un nuevo “plan platita en el bolsillo” vía planes u otros mecanismos de subsidios al consumo ya desde el inicio de las elecciones provinciales. Pero si bien se cumplen las metas con el FMI, el desempeño fiscal desde diciembre de 2019 dista de ser sostenible, al menos observando el comportamiento del déficit fiscal primario mensual desde entonces.

**GRÁFICO 4. RESULTADO FISCAL PRIMARIO (ANTES DE INTERESES) MENSUAL -SECTOR PÚBLICO NACIONAL NO FINANCIERO-**

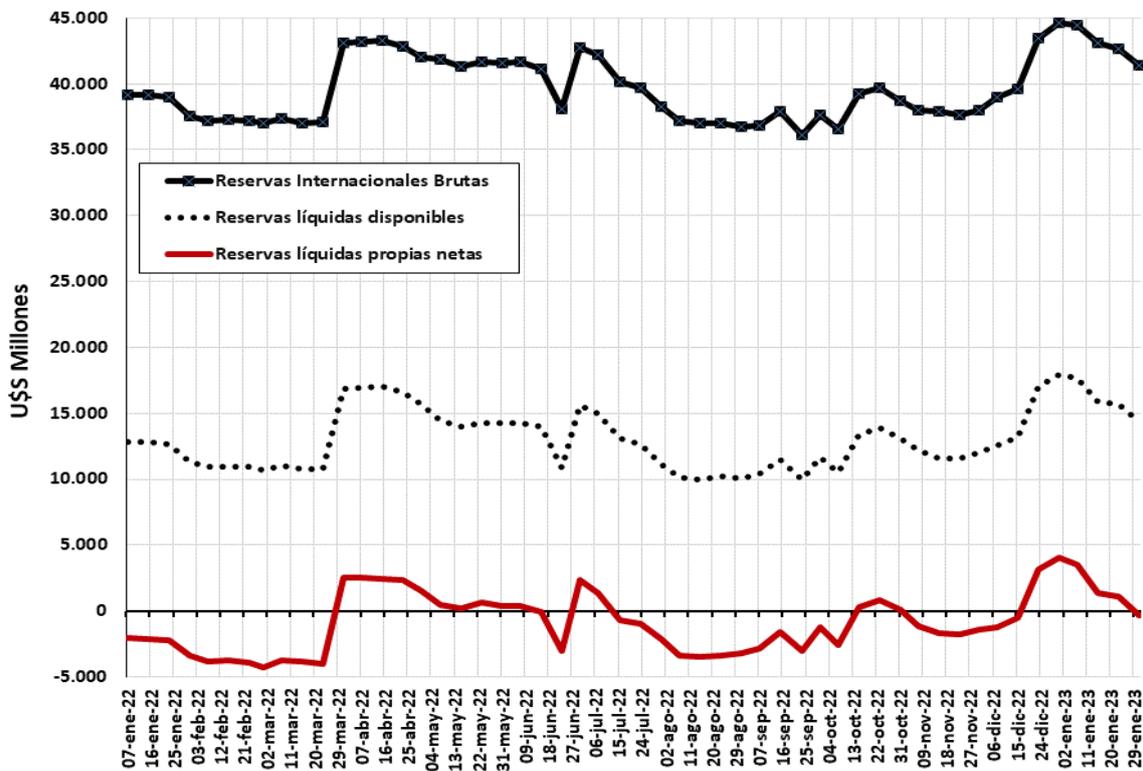
En millones de pesos corrientes



Fuente: Ministerio de Economía

Como es de esperar, aun con una prima de riesgo país en baja el plan “soja II” de adelantar la liquidación de agrodivisas se agotó a fin de diciembre de 2022. Junto a la mayor demanda estacional el gobierno enfrenta un escenario en el que **el BCRA nuevamente se ha quedado sin reservas netas líquidas propias: el saldo a fin de enero llegó otra vez a ser inferior a cero: - U\$S 321 M.**

**GRÁFICO 5. RESERVAS INTERNACIONALES DEL BCRA (BRUTAS Y LÍQUIDAS NETAS PROPIAS DEL BCRA)**



Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA.

Después del “Plan Soja II” por el cual el Gobierno autorizó liquidar adelantos de divisas por exportaciones de soja y derivados a un tipo de cambio superior al oficial, el riesgo país y la brecha cambiaria empezaron a aumentar.

Las restricciones a las importaciones reavivaron la demanda por dólares paralelos y la brecha del “blue” respecto del oficial al viernes 13 de enero superaba el 100%. Frente a ese panorama el Ministerio de Economía anunció sorprendentemente en la mañana del miércoles 18 de enero, antes de la apertura del mercado, un programa de **recompra de deuda pública (Bonos globales GD29 y GD30) por U\$S 1.000 M, por parte del BCRA, y a cuenta y orden del Tesoro Nacional.**

El anuncio sorprendió inicialmente, pero respondía a las presiones resultantes de que en la primera quincena del año la suba del dólar siguió a una caída en las reservas internacionales propias del BCRA de casi U\$S 1.700 M. Pero a su vez esta baja del stock de reservas cuando las empresas tienen dificultades para contar con acceso a dólares oficiales simplemente fortalece la demanda de dólares en los mercados paralelos. Pero **el uso de reservas del BCRA para esta operatoria también generó (y aun hoy genera) no pocas dudas.**

El problema que se suscitó con la operación fue que el martes 17 de enero se registraron **compras del bono GD30 por U\$S 265 M, cuando la negociación diaria promedio de los 30 días previos era de U\$S 137 M.**

Esto generó sospechas de “insider trading” (uso de información privilegiada) en las redes sociales que forzaron al Ministerio de Economía a requerir a la Comisión Nacional de Valores una investigación cuyos resultados hasta ahora se desconocen.

Desde el 18 de enero, **fecha de inicio del programa el Gobierno recompró bonos por unos U\$S 490 M hasta los primeros días de febrero, sosteniendo la suba de sus cotizaciones y contribuyendo a que el riesgo país se estabilice en torno de los 1840 p.b.** Sin embargo, el impacto sobre el dólar CCL y el “Blue” fue efímero. Al subir los precios de los títulos antes de la operatoria, además de tornarse poco atractiva (y no “desendeudar” al Tesoro), la suba del precio de los bonos tienden a arrastrar también hacia arriba a la cotización del dólar Contado con Liquidación (“CCL”), lo que verificó al cabo de una semana.

Luego, el pasado martes 7 de febrero el Ministerio de Economía intentó una segunda operación de recompra de deuda pública por U\$S 200 M, pero sólo obtuvieron ofertas por apenas el 5% del monto ofrecido (en realidad unos U\$S 12 M), y llamativamente los bonos ofrecidos pasaron luego a cotizar a la baja.

Lo razonable es que, si el objetivo es reducir el stock de deuda, la operatoria se realice cuando los precios de mercado **estén cotizando a la baja antes de la operatoria**, y fundamentalmente **no anunciarla antes de realizarla.** Sin embargo, y aun después del fracaso del martes 7, **el viernes 10 de febrero el Gobierno anunció otra próxima operatoria de recompra de deuda por U\$S 100 M para ese mismo día.** Al cierre de este informe no se contaba con ninguna información oficial sobre su resultado, pero al finalizar la jornada el Global GD30 terminó con una **caída de 1,2% en Wall Street y 1,5% en el mercado local.**

La evolución de los últimos meses muestra no sólo la permanente emisión monetaria y de pasivos remunerados (letras del BCRA y pases pasivos) del BCRA, sino además la persistente acumulación de títulos públicos en el activo de la autoridad monetaria.

En los últimos tres meses, el BCRA aumentó el stock de los pasivos monetarios y no monetarios por \$ 3,5 billones y perdió U\$S 426 M de reservas internacionales, de modo que el incremento de reservas, fundamentalmente gracias al Plan Soja II, de mediados de noviembre a fin de 2022 (U\$S 2.143 M), pasó a una salida de reserva aun mayor por parte del sector privado en la primera quincena de enero.

En el período noviembre 2022-enero 2023 el resultado neto por liquidaciones de exportadores y otras operaciones del BCRA con el sector privado fue una caída de reservas internacionales de U\$S 3.425 M. Fue la asistencia del FMI y de otros organismos que devino en el ingreso al BCRA de U\$S 2.999 M, lo que llevó a la mencionada caída acotada a U\$S 426 M en dicho período.

Lo que revela esto es no sólo un exceso de oferta monetaria vía aumento de la emisión con una demanda de dinero local que no crece, y una demanda de dólares que no cede y va en aumento, lo que además se refleja en la evolución de **la brecha entre el dólar “blue” y el oficial que desde mediados de enero ya supera el 100%.**

**CUADRO 4. RESERVAS INTERNACIONALES DEL BCRA (BRUTAS Y LÍQUIDAS NETAS PROPIAS DEL BCRA)**

| Concepto  | 07-nov-22     | 15-nov-22     | 23-nov-22     | 30-nov-22     | 07-dic-22     | 15-dic-22     | 23-dic-22     | 31-dic-22     | 07-ene-23     | 15-ene-23     | 23-ene-23     | 31-ene-23     | Var. acum.<br>Nov. 22 a Ene. 23 |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------------------------|
| <b>Reservas Internacionales Brutas</b>                                | <b>38.014</b> | <b>37.867</b> | <b>37.604</b> | <b>38.009</b> | <b>39.007</b> | <b>39.637</b> | <b>43.470</b> | <b>44.598</b> | <b>44.432</b> | <b>43.115</b> | <b>42.659</b> | <b>41.417</b> | <b>2.741</b>                    |
| <i>Var. semanal</i>   | -62           | -147          | -263          | 405           | 998           | 630           | 3.832         | 1.129         | -166          | -1.317        | -456          | -1.242        | 2.741                           |
| Swap China  | 130.000       | 130.000       | 130.000       | 130.000       | 130.000       | 130.000       | 130.000       | 130.000       | 130.000       | 130.000       | 130.000       | 130.000       |                                 |
| Swap China  | 7,22891       | 7,04180       | 7,13210       | 7,16289       | 6,97862       | 6,96026       | 6,98871       | 6,89822       | 6,84266       | 6,70285       | 6,78460       | 6,75494       |                                 |
| Préstamo BIS  | 17.983        | 18.461        | 18.227        | 18.149        | 18.628        | 18.677        | 18.601        | 18.845        | 18.998        | 19.395        | 19.161        | 19.245        |                                 |
| DEG FMI 2021  | 3.241         | 3.242         | 3.243         | 3.243         | 3.244         | 3.245         | 3.245         | 3.245         | 3.247         | 3.247         | 3.248         | 3.249         |                                 |
| DEG FMI 2022  | 410           | 419           | 417           | 419           | 421           | 424           | 424           | 424           | 422           | 429           | 430           | 429           |                                 |
| Reservas líquidas disponibles (a)                                     | 12.239        | 11.605        | 11.578        | 12.058        | 12.573        | 13.152        | 17.059        | 17.943        | 17.625        | 15.904        | 15.680        | 14.354        | 1.268                           |
| Encajes dep. en U\$S  | 11.579        | 11.544        | 11.682        | 11.500        | 11.905        | 11.920        | 12.104        | 12.064        | 12.234        | 12.695        | 12.818        | 12.867        |                                 |
| Pases pasivos en U\$S con Bcos.                                       | 1.783         | 1.774         | 1.715         | 1.971         | 1.907         | 1.761         | 1.842         | 1.845         | 1.843         | 1.837         | 1.803         | 1.809         |                                 |
| <b>Rvas. líquidas propias netas (b)</b>                               | <b>-1.123</b> | <b>-1.714</b> | <b>-1.820</b> | <b>-1.414</b> | <b>-1.238</b> | <b>-529</b>   | <b>3.112</b>  | <b>4.034</b>  | <b>3.547</b>  | <b>1.372</b>  | <b>1.060</b>  | <b>-321</b>   | <b>-426</b>                     |
| <i>Var. semanal</i>   | -1.227        | -591          | -106          | 406           | 176           | 709           | 3.641         | 922           | -487          | -2.176        | -312          | -1.381        | -426                            |
| <i>De org. internac.</i>  | -604          | -10           | -159          | 0             | -11           | 413           | 3.367         | -5            | -1            | 8             | 1             | 0             | 2.999                           |
| <i>Resto</i>  | -623          | -581          | 53            | 406           | 187           | 296           | 274           | 927           | -487          | -2.183        | -313          | -1.381        | -3.425                          |
| <b>Var. acum. Nov. 22 a Ene. 23</b>                                   |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |                                 |
| Concepto  | 07-nov-22     | 15-nov-22     | 23-nov-22     | 30-nov-22     | 07-dic-22     | 15-dic-22     | 23-dic-22     | 31-dic-22     | 07-ene-23     | 15-ene-23     | 23-ene-23     | 31-ene-23     | Var. acum.<br>Nov. 22 a Ene. 23 |
| Dólar CCL   | 303,5         | 319,1         | 333,2         | 344,1         | 338,1         | 332,7         | 333,2         | 333,2         | 338,9         | 349,3         | 363,2         | 367,4         |                                 |
| Dólar MEP   | 289,8         | 302,1         | 311,8         | 312,5         | 330,0         | 320,1         | 325,7         | 325,7         | 329,9         | 340,2         | 352,2         | 354,8         |                                 |
| Dólar Blue  | 290,0         | 302,0         | 312,0         | 314,0         | 316,0         | 320,0         | 340,0         | 346,0         | 354,0         | 369,0         | 376,0         | 383,0         |                                 |
| Dólar oficial mayorista   | 159,3         | 162,1         | 164,8         | 167,3         | 169,9         | 172,4         | 174,8         | 177,1         | 179,2         | 181,3         | 184,7         | 186,9         |                                 |
| Brecha CCL vs. oficial  | 90,5%         | 96,8%         | 102,1%        | 105,8%        | 99,0%         | 92,9%         | 90,5%         | 88,1%         | 89,1%         | 92,7%         | 96,6%         | 96,6%         |                                 |
| Brecha MEP vs. oficial  | 81,9%         | 86,3%         | 89,2%         | 86,8%         | 94,3%         | 85,6%         | 86,3%         | 83,9%         | 84,1%         | 87,7%         | 90,7%         | 89,9%         |                                 |
| Brecha Blue vs. oficial   | 82,0%         | 86,3%         | 89,3%         | 87,7%         | 86,0%         | 85,6%         | 94,5%         | 95,3%         | 97,5%         | 103,6%        | 103,6%        | 104,9%        |                                 |
| Base monetaria (c)  | 4.413.457     | 4.397.890     | 4.458.330     | 4.507.747     | 4.633.119     | 4.862.243     | 4.839.335     | 5.203.751     | 5.228.618     | 5.319.259     | 5.364.495     | 5.316.722     | 1.017.833                       |
| Letras BCRA y pases pas. en \$ BCRA (d)                               | 10.841.521    | 10.789.997    | 11.275.998    | 11.800.583    | 12.259.419    | 12.515.931    | 12.669.948    | 12.514.725    | 12.749.466    | 12.569.532    | 12.900.742    | 13.468.069    | 2.464.058                       |
| Pasivos BCRA/Reservas disp. [(c) + (d)]/(a)                           | 1.246         | 1.309         | 1.359         | 1.353         | 1.344         | 1.321         | 1.026         | 987           | 1.020         | 1.125         | 1.165         | 1.309         |                                 |
| Base Monetaria/Reservas disp. (c)/(a)                                 | 361           | 379           | 385           | 374           | 368           | 370           | 284           | 290           | 297           | 334           | 342           | 370           |                                 |
| Var. stock títulos públicos negociables del BCRA (\$ M) (e)           | -207          | -10.647       | 142.966       | 150.140       | 32.615        | 194.527       | 169.106       | 121.583       | -145.574      | 69.147        | 126.814       | 166.191       | 1.016.662                       |
| Var. total títulos públicos negociables en pesos del BCRA (\$ M)      | -651          | -11.378       | 142.875       | 149.655       | 32.667        | 194.014       | 168.757       | 121.611       | -145.700      | 68.545        | 125.833       | 166.002       | 1.012.229                       |
| Var. stock letras intransferibles en cartera del BCRA (\$ M) (f)      | 148.748       | 173.190       | 166.381       | 147.419       | 159.821       | 156.662       | 148.929       | 314.494       | 146.470       | 129.879       | 194.184       | 158.370       | 2.044.546                       |
| Var. stock letras intransferibles en cartera del BCRA (U\$S M)        | 6             | 20            | 8             | 7             | 6             | 8             | 9             | 993           | 88            | 21            | 15            | 19            | 4.408                           |
| Var total stock títulos públicos en cartera del BCRA (\$ M) (e) + (f) | 148.541       | 162.543       | 309.347       | 297.559       | 192.436       | 351.189       | 318.035       | 436.076       | 896           | 199.026       | 320.998       | 324.561       | 3.061.207                       |

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

El optimismo hasta mediados de enero parece haber quedado atrás. Desde entonces parece ahora cobrar relevancia la percepción de que **no se alterará el exceso de demanda de dólares si no se logra alguna ayuda extra del FMI.**

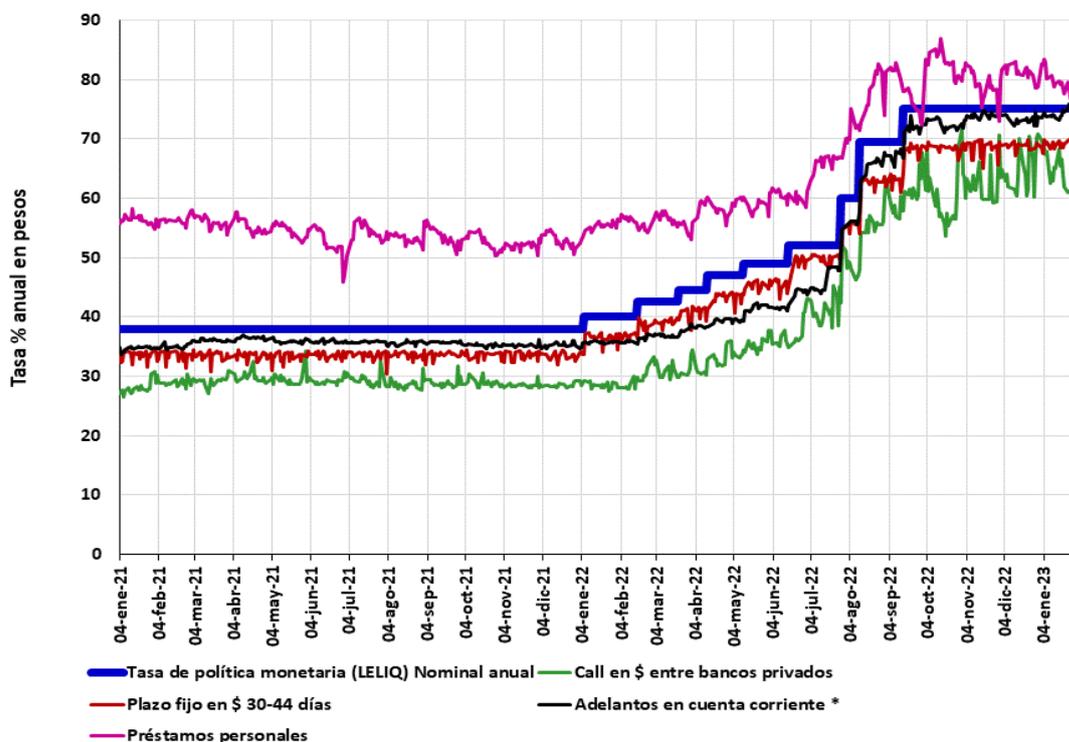
**GRÁFICO 6. TIPO DE CAMBIO -PESOS POR DÓLAR ESTADOUNIDENSE- : MAYORISTA BCRA Y COTIZACIONES PARALELAS**



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

La reacción del BCRA es la de mantener sin cambios la tasa de “política monetaria” en el 75% anual nominal en pesos (107,4% efectiva), sosteniendo además el resto de las tasas de referencia a niveles elevados, que tornan inviable imaginar una reacción fuertemente positiva de la inversión bruta fija en 2023.

GRÁFICO 7. TASAS DE INTERÉS EN PESOS ANUALES -ACTIVAS, PASIVAS E INTERBANCARIAS- (2021-23)



Fuente: BCRA.

Eso pareciera configurar un escenario de corto plazo todavía manejable, al menos hasta fin del segundo trimestre del año, pero el cumplimiento de las metas acordadas con el FMI probablemente ya esté ingresando en zona de riesgo.

CUADRO 5. ACUERDO CON EL FMI: METAS EXIGIBLES (“PERFORMANCE CRITERIA”) 2022-2023 Y SU CUMPLIMIENTO

| Metas relevantes   |   | 2022                   |   |  |         | 2023      |        |         |         |         |         |
|--|---|------------------------|---|--|---------|-----------|--------|---------|---------|---------|---------|
|  |   | Trimestre              |   |  |         | Trimestre |        |         |         |         |         |
|  |   | I                      | II  | III  | IV      | I         | II     | III     | IV      |         |         |
| Metas fiscales de desempeño (“performance criteria”)                                     | Máximo acum. en el año  | a                      | -210,9  | -848,6   | -1136,0 | -2015,7   | -441,5 | -1181,4 | -2064,4 | -2798,3 |         |
|  | Superávit fiscal primario Ejecutado   | b                      | -192,7  | -755,9   | -887,3  | -1659,7   |        |         |         |         |         |
|  | máximo (\$ Miles de mill.)  |                        | 18,2  | 92,7   | 248,7   | 356       |        |         |         |         |         |
|  |   |                        | Sobrecumplimiento (b-a >0)<br>Incumplimiento (b-a <0) |  |         |           |        |         |         |         |         |
|  | "Techo" o máximo de atrasos deuda interna gob. nacional (\$ Miles de mill.) | Máximo acum. en el año | c   | 535,9  | 612,2   | 654,0     | 654,0  | 1.177,4 | 1.177,4 | 1.177,4 | 1.177,4 |
|  |   | Ejecutado              | d   | 336,2  | 489,4   | 589,7     | 600,0  |         |         |         |         |
|  |   |                        | -199,7  | -122,8   | -64,3   | -54,0     |        |         |         |         |         |
|  |   |                        | Sobrecumplimiento (d-c <0)<br>Incumplimiento (d-c >0) |  |         |           |        |         |         |         |         |
| "Techo" para acumulación atrasos deuda externa del gobierno nacional (\$ Miles de mill.) | Máximo acum. en el año  | e                      | 0   | 0  | 0       | 0         | 0      | 0       | 0       | 0       |         |
|  | Ejecutado   | f                      | 0   | 0  | 0       | 0         |        |         |         |         |         |
|  |   |                        | 0   | 0  | 0       | 0         |        |         |         |         |         |
|  |   |                        | Cumplimiento (f-e <0)<br>Incumplimiento (f-e >0)      |  |         |           |        |         |         |         |         |
| Metas monetarias de desempeño (“performance criteria”)                                   | "Piso" acum. reservas internac. netas BCRA (U\$S Miles de mill.)            | Máximo acum. en el año | g   | 1.245  | 2.950   | 3.600     | 5.000  | 5.500   | 8.600   | 8.700   | 9.800   |
|  |   | Ejecutado              | h   | 1.568  | 2.703   | 4.591     | 5.674  |         |         |         |         |
|  |   |                        |   | 323  |         | 991       | 674    |         |         |         |         |
|  |   |                        |   | Cumplimiento (h - g >0)<br>Incumplimiento (h - g <0) |         |           |        |         |         |         |         |
| "Techo" adelantos transitorios del BCRA al Tesoro (\$ Miles de mill.)                    | Máximo acum. en el año  | i                      | 236,8   | 475,8  | 665,4   | 654,0     | 139,3  | 372,8   | 651,4   | 883,0   |         |
|  | Ejecutado   | j                      | 122,0   | 435,1  | 620,1   | 620,1     |        |         |         |         |         |
|  |   |                        | -114,8  | -40,7  | -45,3   | -33,9     |        |         |         |         |         |
|  |   |                        | Cumplimiento (j - i <0)<br>Incumplimiento (j - i >0)  |  |         |           |        |         |         |         |         |

Fuente: elaboración propia en base a los datos de la 3ª revisión del FMI (diciembre de 2022), ajustados con información posterior publicada por el Ministerio de Economía y el BCRA.

El sobrecumplimiento de metas del año 2022 no estaría necesariamente en riesgo, pero ya en el trimestre en curso resultará muy difícil para el Gobierno cumplir la meta de acumulación de U\$S 5.000 M de reservas internacionales líquidas propias. Las restricciones a las importaciones empezarán a tornarse indispensables, pero también un factor en contra de la reactivación necesaria de la actividad para sostener la recaudación tributaria y el cumplimiento de las metas fiscales. Ya empezaron a circular trascendidos sobre algún intento de reanudar una “ventana” de adelanto de liquidación de agroexportaciones (un “Plan Soja III”) a un tipo de cambio mayor al oficial (en torno del MEP o del CCL). **Pero la sequía y las perspectivas de una caída significativa de la cosecha gruesa en la zona núcleo tornará inevitable un faltante permanente (no transitorio) de reservas que forzará al Gobierno a negociar con el FMI un “recalibramiento” hacia abajo del “piso de acumulación de reservas internacionales propias netas del BCRA.** El Gobierno deberá resolverlo antes de la primera quincena de marzo, sino será inevitable un segundo incumplimiento de la meta de acumulación de reservas del BCRA en menos de un año, y algún perdón (“waiver”) del organismo para que no se interrumpan los desembolsos del FMI para el pago sin atrasos de los servicios de la deuda reprogramada con el organismo

Si algo es claro, es que a partir del cierre de enero con un stock negativo de reservas líquidas propias (- U\$S 321 M, según se observa en el Cuadro 4) que deja al BCRA con sólo 2 meses para acumular en términos netos, nada menos que U\$S 5,821 M para no incumplir la meta con el organismo. Algo que luce a todas luces no factible y que **preanuncia presiones alcistas sobre el tipo de cambio no sólo para este mes y el próximo sino para (al menos) el primer mes y medio del segundo trimestre del año.**

## PANORAMA INTERNACIONAL

### ESCENARIO GLOBAL: ¿FESTEJANDO POR ANTICIPADO?

Jorge Viñas

**La inflación global está descendiendo desde los máximos de 2022 y los mercados financieros empezaron a anticipar el final del ciclo de suba de tasas. Sin embargo, la inflación todavía sigue por encima de las metas, y una serie de factores, entre ellos la fortaleza del mercado laboral en EE.UU., pueden frenar el proceso de desinflación y obligar a los bancos centrales a mantener políticas restrictivas.**

1. *Los mercados financieros anticipan el final del ciclo de suba de tasas de interés.*

**El cierre del año 2022 dejó un balance negativo para los mercados financieros internacionales, tanto en los países desarrollados como en los países emergentes.**

El error de no haber empezado a reducir los estímulos monetarios extraordinarios cuando la economía global se recuperó en 2021 se tradujo en un proceso de fuerte aceleración inflacionaria en 2022, que forzó a los bancos centrales a subir las tasas de interés en forma agresiva hasta niveles restrictivos, muy por encima de lo que anticipaban los agentes económicos e inversores a principios del año. Esto, junto a las secuelas de la guerra entre Rusia y Ucrania que aún continúa, y el impacto negativo de las medidas prolongadas de aislamiento estricto sobre la economía de China, aumentaron el riesgo de que la economía global caiga en recesión.

**La combinación de alta inflación, subas agresivas de tasas de interés y riesgo de recesión, llevó a que prácticamente ninguna categoría de activos financieros estuviera a salvo de sufrir fuertes pérdidas.**

El Cuadro 5 presenta las variaciones acumuladas en el año 2022 de los principales índices accionarios y de renta fija de países desarrollados y emergentes, la variación del Dollar Index y del índice de commodities y sus principales componentes. En el mismo se puede apreciar las caídas generalizadas tanto en acciones como en renta fija.

Entre las monedas, el USD se erigió como el claro ganador, lo que se refleja en la suba del DXY y la caída de la mayoría de las monedas frente al USD (con la notoria excepción de las monedas latinoamericanas). La única categoría que muestra saldos positivos es la de los commodities. Esto, que en principio marca una disonancia respecto a la historia ya que las materias primas suelen tener una correlación negativa con el DXY, tiene una única explicación: el impacto negativo de la guerra entre Rusia y Ucrania sobre la oferta global de energía (petróleo y gas) y materias primas agrícolas.

**CUADRO 6. PERFORMANCE DE LOS MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES**

| Performance acumulada:<br>En porcentaje            | año 2022 | desde 01/10/22<br>a la fecha (*) |
|--|----------|----------------------------------|
| <b>Índices de acciones</b>                         |          |                                  |
| Índice Mundial de Acciones (MSCI World)            | -19,5    | 17,4                             |
| EE.UU (S&P 500)                                    | -19,4    | 14,7                             |
| EE.UU (Nasdaq 100)                                 | -33,0    | 13,6                             |
| Eurozona (FEZ)                                     | -14,3    | 41,3                             |
| Mercados Emergentes (EEM)                          | -20,6    | 17,2                             |
| Asia Emergente (AAXJ)                              | -20,5    | 19,7                             |
| China ADRs (FXI)                                   | -20,7    | 20,9                             |
| Latinoamérica (ILF)                                | 9,8      | 10,2                             |
| <b>Índices de Renta Fija</b>                       |          |                                  |
| Bonos del Tesoro de EE.UU. largo plazo (TLT)       | -31,2    | 4,6                              |
| Bonos Corporativos EE.UU. Grado de Inversión (LQD) | -17,9    | 8,8                              |
| Bonos Corporativos EE.UU. Grado Especulativo (HYG) | -11,0    | 8,8                              |
| Bonos de Mercados Emergentes en USD (EMB)          | -18,6    | 12,0                             |
| <b>Monedas</b>                                     |          |                                  |
| Dollar Index (DXY)                                 | 8,2      | -7,6                             |
| <b>Commodities</b>                                 |          |                                  |
| Índice de Commodities de Bloomberg (BCOM)          | 13,8     | -4,3                             |
| Índice de Commodities Agrícolas (BCOMAG)           | 13,2     | 1,4                              |
| Oro (XAU)  | -0,3     | 12,5                             |
| Crudo WTI - primer contrato futuro (CL1)           | 6,7      | -6,8                             |

(\*) 06/02/2022

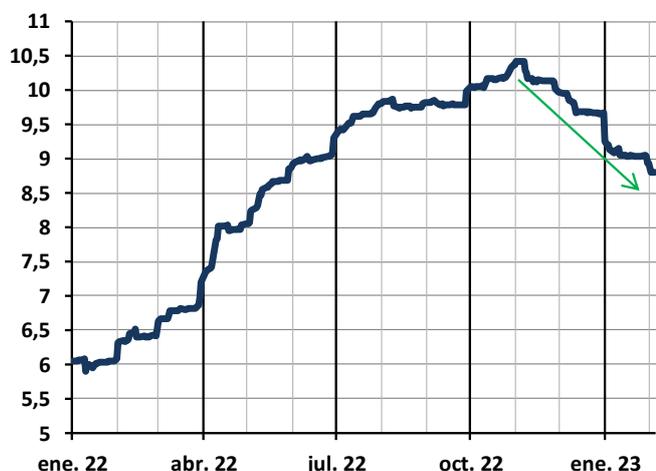
Fuente: Bloomberg

Más allá de los resultados anuales negativos, un análisis detallado de la evolución de los mercados financieros a lo largo del año permite advertir que los mínimos se alcanzaron entre fines del tercer trimestre y principios del cuarto trimestre, dando lugar a una incipiente recuperación hacia fin de año que se intensificó a comienzos de 2023.

Dicho punto de inflexión en los mercados financieros está relacionado con el pico máximo de inflación global alcanzado a principios del cuarto trimestre y que dio lugar al inicio de un proceso de desinflación, todavía gradual, que se extiende a enero de 2023 (véase el gráfico 8). **Las primeras señales de desinflación fueron interpretadas por los participantes en los mercados financieros como una menor presión sobre los bancos centrales para seguir subiendo tasas de interés.**

**GRÁFICO 8. EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN GLOBAL Y DEL ÍNDICE MUNDIAL DE ACCIONES DESDE PRINCIPIOS DE 2022**

Índice de Inflación mundial (pond. por PIB) - Var. Interanual (%)



Índice mundial de acciones (31/12/2001 = 100)



Fuente: Bloomberg

En un contexto donde hasta el momento los riesgos de recesión aun no se han materializado en una caída concreta de la actividad económica, solo ha habido algunas señales tentativas y aisladas, la posibilidad de que los bancos centrales no sigan subiendo las tasas de interés, y que eventualmente puedan empezar a bajarlas, se traduce en una mayor probabilidad de que el temido “*hard landing*” sea evitado.

Para completar el cuadro más favorable a principios de 2023, el relajamiento de las medidas de aislamiento en China está dando lugar a una rápida recuperación de la actividad en los sectores más afectados, proceso similar a lo que ocurrió en el resto del mundo en 2021. La recuperación de la segunda economía del mundo contribuye a mejorar las perspectivas de la economía global.

**El FMI, en su actualización de las proyecciones de la economía mundial de enero de 2023, presenta una revisión al alza de la estimación de crecimiento del PIB mundial para 2023, junto con una disminución de los riesgos a la baja respecto al escenario base.** La estimación del crecimiento del PIB para 2023 aumentó de 2,7% en octubre de 2022 a 2,9% en enero de 2023, aunque todavía implica una desaceleración respecto al 3,4% que cerró el año 2022.

La revisión al alza se explica principalmente por la mejora de la estimación de crecimiento de China, EE.UU. y Alemania, mientras que del lado negativo sobresale el Reino Unido. Entre las principales economías latinoamericanas, se destaca la revisión al alza de México, más moderada la de Brasil, aunque la región en términos agregados sólo sube 0,1% para 2023 y todavía se proyecta una desaceleración significativa de 3,9% en 2022 a 1,8% en 2023.

**De esta forma, los mercados financieros comenzaron 2023 con condiciones más benignas que las imperantes durante gran parte de 2022:** tasas de interés a mediano y largo plazo a la baja (la tasa del bono del Tesoro de EE.UU. a 10 años bajó de un pico de 4,30% en agosto de 2022 a 3,62% al cierre del lunes 6 de febrero) y mejora en las perspectivas de la actividad económica, con el motor de la economía de China. A tal punto, que algunos han caído en la exageración de comparar el escenario actual con el del período 2003-2008, que fue sumamente favorable para los mercados financieros en general y en especial para los mercados emergentes, coloquialmente denominado como “*Goldilocks*” (“*Ricitos de oro*”).

**Sin embargo, tales condiciones benignas distan de estar consolidadas.** Por un lado, la inflación sigue estando por encima de las metas, el proceso de desinflación es incipiente y su continuidad no está asegurada.

Si bien algunos bancos centrales como la Fed han desacelerado el ritmo de las subas de tasas, siguen alertando que la lucha contra la inflación no ha terminado y que probablemente requiera de una política monetaria aún más restrictiva. La recuperación de China juega a favor de las perspectivas de crecimiento global, pero también presiona sobre los precios de commodities, lo que puede jugar en contra del proceso de desinflación.

Por otro lado, el riesgo de recesión global no se ha disipado. Si los bancos centrales se ven obligados a endurecer aún más las condiciones monetarias, el riesgo de “*hard-landing*” se reavivaría. Además, la guerra entre Rusia y Ucrania todavía no tiene un final a la vista, y sus consecuencias económicas negativas podrían agravarse y extenderse. Otro foco de tensión geopolítica que puede recrudecer es el de las relaciones EE.UU.-China, que muestran crecientes fricciones en diversos planos, como lo pone de manifiesto el reciente incidente con el “*globo-espía*” chino derribado por EE.UU. **En definitiva, da la sensación de que los mercados financieros han descontado por anticipado un escenario de desinflación y “*soft-landing*”.** Pero, como suele verificarse en el ámbito deportivo, festejar por anticipado puede terminar siendo contraproducente.

## 2. EE.UU.: Datos de empleo ponen en duda la continuidad de la desinflación.

**En la reunión del 1° de febrero, la Fed subió la tasa de Fondos Federales 25 p.b., pasando el tope del rango de 4,50% a 4,75%.** Esto implica una desaceleración en el ritmo de suba de tasas, que hasta septiembre de 2022 había sido de 75 p.b. por reunión y en las últimas dos reuniones ya había descendido a 50 p.b. Tanto el comunicado que acompañó al anuncio como Jerome Powell en la conferencia de prensa posterior, mantuvieron un tono “duro”, en términos de que el combate contra la inflación no ha terminado y que probablemente requerirá subas de tasas adicionales, si bien a ritmo inferior del que impusieron a lo largo de 2022, lo que implica llevar la política monetaria a terreno aún más restrictivo.

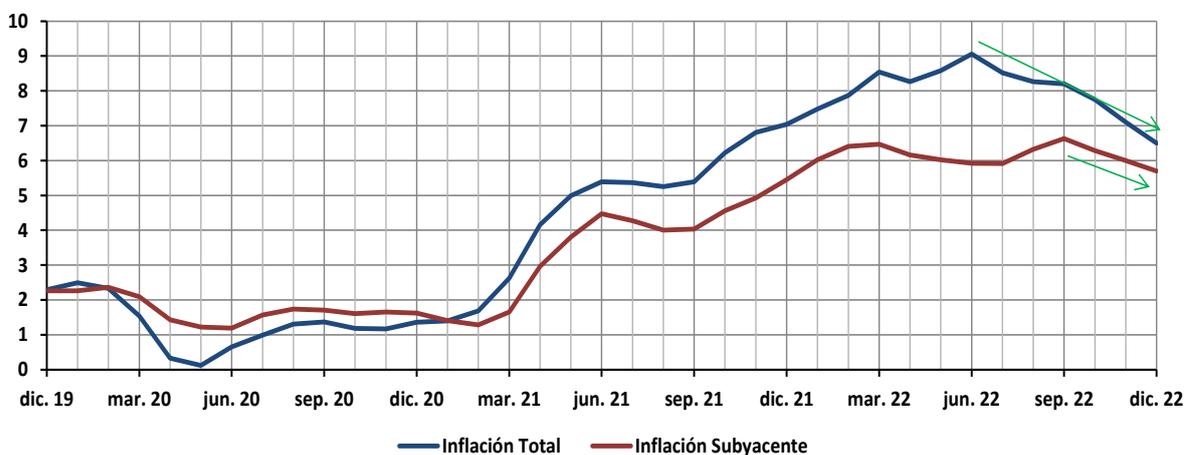
**Hay que recordar que, según las últimas proyecciones presentadas en la reunión de diciembre (las próximas serán presentadas en la reunión de marzo), la mayoría de los miembros de la Fed prevé que la tasa de Fed Funds se ubicará en el rango 5,0%-5,25% a fines de 2023.** Esto equivale a dos subas de tasas de 25 p.b. adicionales desde el nivel actual. Sin embargo, durante la conferencia de prensa Powell también admitió que el proceso de desinflación ya estaba en marcha, lo que fue interpretado como una señal de que, más allá del tono duro del discurso, el final del ciclo de suba de tasas estaba más cerca.

Ese día, al terminar la conferencia de prensa, la valuación de mercado de los futuros de tasa de Fondos Federales descontaba que dicha tasa alcanzaría un máximo de 4,9% a mediados de 2023 y que empezaría a bajar en el segundo semestre, para terminar el año en torno al 4,5%, muy por debajo de las proyecciones de la Fed. El descenso en la trayectoria esperada de la tasa de Fed Funds también se reflejó en el desplazamiento hacia abajo de la curva de rendimientos de los bonos del Tesoro. **Efectivamente, en los últimos meses los datos de inflación muestran una desaceleración, tanto a nivel agregado como a nivel de la inflación subyacente.** El índice de inflación minorista alcanzó el pico de variación interanual en junio de 2022 en 9,1%. Desde entonces se ha desacelerado mes a mes hasta ubicarse en 6,5% en diciembre.

Durante el tercer trimestre, la desinflación se explicaba íntegramente por la baja de precios de la energía y de los alimentos, que habían tenido un fuerte salto tras la invasión de Rusia a Ucrania. Pero en el cuarto trimestre se suma la desaceleración en la inflación subyacente, que alcanzó un pico del 6,6% interanual en septiembre y luego comenzó a descender hasta el 5,7% que cerró en diciembre (véase el gráfico 9).

La principal contribución a la baja de la inflación subyacente vino por el lado de los precios de los bienes, superados los cuellos de botella de oferta a la salida de la pandemia y ante el cambio de los patrones de consumo en favor de los servicios. Como contrapartida, la suba de los precios de los servicios impidió que las bajas significativas de los precios de algunos bienes, como los autos usados, se tradujera en una desaceleración más pronunciada en la inflación subyacente. Para enero, el consenso compilado por Bloomberg estima que seguirá la tendencia a la baja de la inflación subyacente en términos interanuales a 5,5%.

**GRÁFICO 9. EE.UU. EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN MINORISTA – VARIACIÓN INTERANUAL (%)**



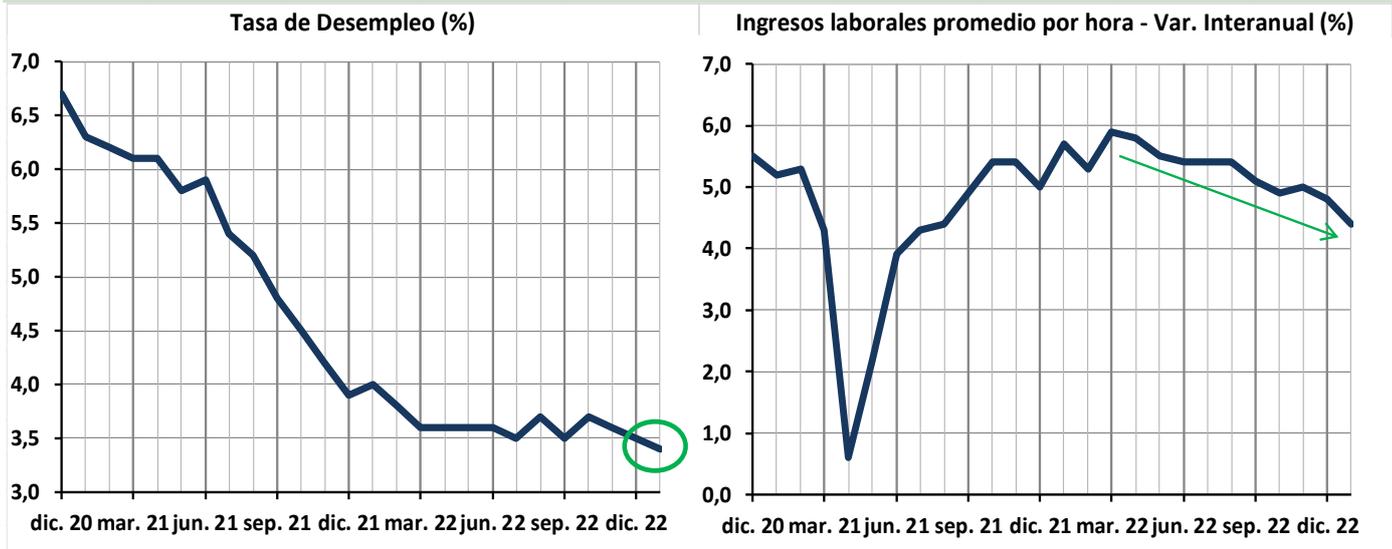
Fuente: Bloomberg

**Sin embargo, todavía falta un largo trecho para llegar a la meta de la Fed del 2% y el camino para alcanzarla no luce despejado.** El principal obstáculo radica en la fortaleza persistente del mercado laboral, que pone presión alcista sobre los salarios. Además, los costos relacionados con la vivienda (alquileres y renta imputada de los propietarios) muestran resistencia a la baja y, en caso de que se extienda el relajamiento reciente de las condiciones financieras, que incluye un descenso de las tasas hipotecarias del 7% al 6%, el repunte del precio de las propiedades impediría una desaceleración de estos componentes que tienen una ponderación en torno al 30% en el índice de inflación minorista. Finalmente, otro factor clave de la desinflación del segundo semestre de 2022, la baja de precios de energía y alimentos podría revertirse en caso de que, como se mencionó anteriormente, la recuperación de la demanda de China empuje los precios de commodities al alza.

**En cuanto a la evolución reciente del mercado laboral, el dato de creación de empleo de enero registró una fuerte aceleración respecto al ritmo mensual de fines de 2022, superando las estimaciones de consenso por un amplio margen.**

En enero se crearon 517.000 nuevos puestos de trabajo, frente a 189.000 esperado por el consenso compilado por Bloomberg, duplicando los 260.000 puestos creados en diciembre. Adicionalmente, la tasa de desempleo descendió a un nuevo piso de 3,4%. Por el momento, esta nueva reducción del desempleo, que lleva a que la cantidad de desempleados se mantenga muy por debajo de la apertura de nuevos puestos de trabajo, no se ha traducido en nuevas presiones salariales significativas. Los ingresos salariales promedio por hora mostraron un incremento interanual del 4,4%, el más bajo desde agosto de 2021, tras haber tocado un pico de 5,9% en marzo de 2022 (véase el gráfico 10). Sin embargo, parece una cuestión de tiempo hasta que la escasez de mano de obra se traslade a aumentos salariales de mayor envergadura.

**GRÁFICO 10. EE.UU. INDICADORES DEL MERCADO LABORAL**



Fuente: Bloomberg

La sorpresa alcista del dato de empleo de enero puso paños fríos a las expectativas de pronta reversión de la política monetaria. Tras la publicación del dato, la trayectoria de tasas implícita en la valuación de futuros de tasa de Fondos Federales se desplazó hacia arriba, ahora se espera que la tasa máxima supere el 5%, más en línea con las proyecciones de los miembros de la Fed. En caso de que la política monetaria deba tornarse aun más restrictiva, podría reaparecer con fuerza el riesgo de recesión, que por ahora parece haber quedado en un segundo plano.

Por último, la postura expansiva de la política fiscal del gobierno de Biden tampoco ayuda al proceso de desinflación y a una rápida reversión de la política monetaria contractiva. A pesar de haber perdido algo de impulso luego de las elecciones de medio término de noviembre de 2022, debido a una merma en el peso legislativo de los demócratas, los programas aprobados en los dos primeros años de gobierno, a los fines de modernizar la infraestructura y mejorar la sustentabilidad ambiental de la economía de EE.UU., habilitan subsidios por U\$S 2 Bn en los próximos 10 años.

### 3. Eurozona: Esquivando la recesión, por ahora.

A pesar de que las proyecciones de consenso apuntaban a una contracción del PIB de la Eurozona en el 4° trimestre de 2022, los datos oficiales arrojaron una variación trimestral positiva de 0,5% anualizado contra el 3er. trimestre.

El año 2022 cerró con un crecimiento del 3,3%. Entre las razones que explican que la evolución de la actividad económica europea hacia fines de 2022 no haya sido tan débil como se temía, sobresale la cuestión de la disponibilidad y precios de la energía, más específicamente del gas, al ingresar en la temporada invernal.

Las medidas preventivas para acumular inventarios, las medidas de ahorro y racionamiento energético y la administración de precios mediante topes y subsidios, en el corto plazo evitaron que la escasez de gas forzara subas de precios desmedidas e impactara negativamente sobre los ingresos reales y provocara un derrumbe del consumo. También ayudaron las temperaturas más benignas que lo habitual a principios del invierno (aunque esto cambió a principios de 2023).

En definitiva, los precios del gas, lejos de volver a los máximos de mediados de 2022 como se temía, se desplomaron por debajo de los niveles de febrero de 2022, antes de la invasión de Rusia a Ucrania (véase el gráfico 11).

La baja de precios del gas también dio lugar a una desaceleración de la inflación que, tras haber tocado un pico de 10,7% interanual en octubre, empezó a descender hasta el 8,5% en enero. Este comportamiento más benigno de la inflación se explica íntegramente por la baja de precios de la energía, ya que la inflación subyacente (que excluye energía y alimentos) se mantuvo en enero en el máximo de 5,2% interanual alcanzado en diciembre. Más allá del alivio para los ingresos reales de la población que representa el descenso de la inflación ante la caída de precios de la energía, el BCE no tiene margen para cantar victoria. La inflación subyacente, que se aproxima más a la tendencia de mediano plazo de los precios, continúa muy por encima de la meta oficial del 2% y hasta el momento no ha dado muestras de ceder.

GRÁFICO 11. EUROZONA: EVOLUCIÓN DEL PRECIO DEL GAS EN EL MERCADO DE AMSTERDAM (€/MWh)



Fuente: Bloomberg

Por ello, en la reunión de política monetaria del 2 de febrero, la entidad conducida por Cristine Lagarde decidió seguir adelante con el proceso de suba de tasas, anunciando una suba de 50 p.b. en la tasa de política monetaria al 3%, en línea con lo esperado. Adicionalmente, en la conferencia de prensa posterior a la reunión, Lagarde anticipó que es muy probable que suban otros 50 p.b. en la próxima reunión de marzo. Sin embargo, al no dar completa certeza respecto a la suba de tasas en marzo, la interpretación inicial fue que Lagarde había buscado mostrar una postura menos agresiva en términos de la dirección de la política monetaria en el futuro próximo. Ese día, tras las declaraciones de Lagarde, la tasa de retorno del bono del tesoro alemán a 10 años (Bund) bajó 20 p.b. a 2,08%. Sin embargo, el efecto positivo duró poco. Tras la publicación de los datos de empleo en EE.UU. el viernes 6, la tasa del Bund volvió al nivel previo a la reunión del BCE y los mercados financieros europeos operaron a la baja en línea con los mercados globales.

**La economía de la Eurozona aun no parece estar a salvo.** Más aun, el riesgo de recesión permanece elevado. La suba de tasas seguirá impactando sobre la demanda agregada, con el riesgo adicional de que el endurecimiento de las condiciones financieras asociado a una política monetaria más restrictiva ponga de manifiesto la endeble posición de los segmentos más débiles del sistema financiero europeo, que se han mantenido a flote gracias a las condiciones laxas que generó la política monetaria expansiva del BCE desde el 2008 en adelante.

El efecto contractivo ya se está sintiendo en el mercado hipotecario, donde el otorgamiento mensual de financiamiento para la compra de propiedades cayó un 70% interanual a menos de € 5.000 millones, el mínimo desde el comienzo de la pandemia, disminuyendo abruptamente desde € 30.000 millones mensuales justo antes de que el BCE comenzara con las subas de tasas en julio de 2022. Finalmente, la guerra entre Rusia y Ucrania continúa y, mientras no se acabe, las consecuencias negativas para la economía regional pueden seguir agravándose, a pesar de que hasta ahora no hayan sido tan destructivas como se temía.

## BRASIL: LA HERENCIA QUE RECIBE LULA Y SUS PLANES PARA EL FUTURO

Leandro Marcarian

**Lula enfrenta a un cambio en las condiciones externas que podría amenazar su programa económico en los próximos meses. Más allá de la holgura fiscal que dejó la gestión de Bolsonaro, no se observa robustez en la recuperación post-pandemia. En estas condiciones la probabilidad de éxito de un programa heterodoxo es baja.**

### 1. La herencia económica que deja Bolsonaro

Después de la recuperación de la pandemia, Brasil debe encarar un sendero de crecimiento sostenible y dinámico. Sin embargo, al igual que el resto de los países de la región, se enfrenta este año a un contexto externo adverso con una desaceleración económica global, la estabilización de los precios de las commodities, incertidumbre generalizada derivada de la Guerra entre Rusia-Ucrania, las consecuencias de la suba de las tasas de interés internacionales y la persistencia de altas tasas de inflación. En el último año de Bolsonaro, el gigante sudamericano se vio favorecido por la suba de los precios de las commodities, del petróleo y el agrícola, y la mayor demanda externa que dejó un total exportado anual en 2022 de

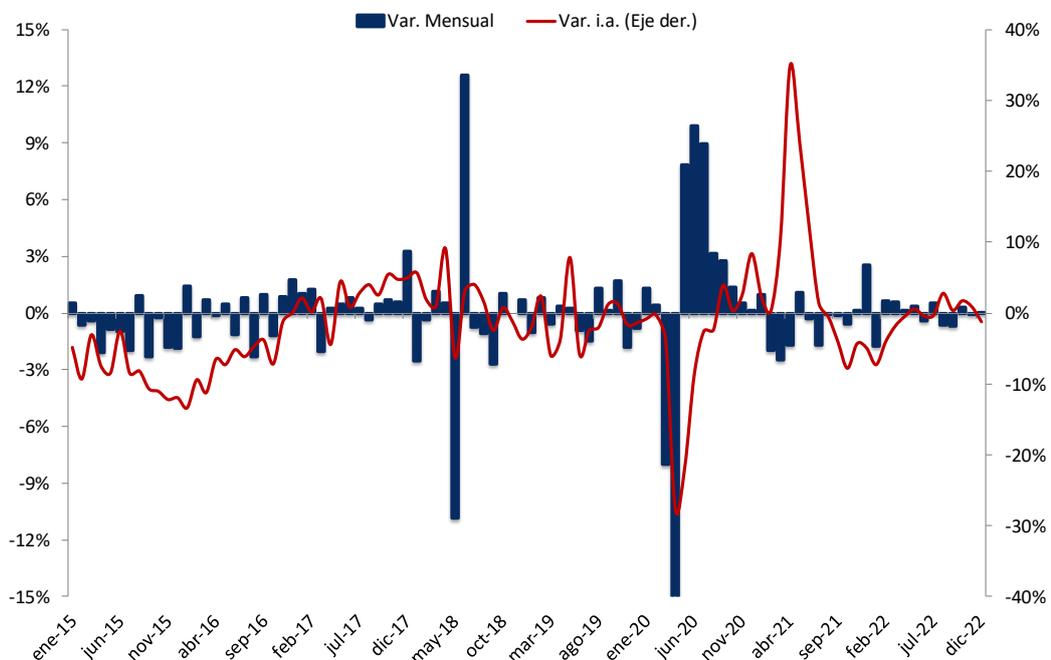
US\$334.463,1 millones, una suba del 19,1% interanual (ia), e importaciones por un total de US\$272.701,7 millones, con un incremento del 24,3%ia. De esta forma, el superávit comercial volvió a quedar por arriba de los US\$60.000 millones, números históricos.

El sector más favorecido fue el agropecuario, representando el 22% del total de las exportaciones brasileñas. No obstante, se observa que a partir del segundo semestre del año pasado las exportaciones comienzan a estancarse debido al impacto de la desaceleración de la economía de China y la UE que está afectando a sectores como la minería. En tanto, crecimiento de las importaciones de insumos para la producción, que representa alrededor de 5 de cada 10 dólares de importación, y bienes de consumo comienzan a subir con fuerza. Una alerta de que podría haber problemas en la balanza comercial en los próximos meses, afectando tanto la actividad como las cuentas fiscales.

En materia de actividad, se ha llegado a tocar máximos a principios de 2022 y Brasil cerró el año con un crecimiento económico del 3,1%. Sin embargo, **debido al cambio de condiciones externas, mencionadas al principio, se espera una desaceleración que llevaría el crecimiento económico en un 1,2% en 2023.** Cabe remarcar que gran parte del crecimiento económico del último año fue impulsado tanto por la recuperación del sector de los servicios, uno de los sectores más afectados por las restricciones impuestas por la pandemia, y los altos precios de las materias primas. Este mayor ingreso de divisas permitió una mayor recaudación que se destinó a inyectar US\$14.000 millones en gasto, lo que favoreció el consumo de las familias. Tanto la producción industrial como las inversiones se encuentran estancadas y han sufrido mermas mensuales a lo largo de todo el año. **El año pasado, la producción experimentó una contracción del 1,0%, después de una recuperación del 4,0% en 2021.**

Ya en el último trimestre del año, con ajuste estacional, la baja fue del 0,5%, mayor al 0,3% de caída del tercer trimestre. La formación bruta de capital, luego de la caída de más del 6% en el primer trimestre del año, se ha recuperado hasta una variación del 5,0% en el tercer trimestre y no ha reflejado variación frente al promedio del mismo período del 2021 en el acumulado. De hecho, la importación de bienes de capital ha crecido muy magramente en el último año. Este es un indicador de que la recuperación económica responde más a un cambio en las condiciones externas y a impulsos específicos en materia fiscal más que a un proceso de crecimiento sostenido de largo plazo. Este rezago en las inversiones puede deberse a una crisis de confianza frente a un gobierno entrante anti-iniciativa privada. Hoy el mercado se encuentra expectante ante el rumbo que vaya tomando la economía que muestra un claro giro hacia políticas redistributivas que vayan en contra de los estratos más altos, generadores de empleo y de inversiones.

**GRÁFICO 12. PRODUCCIÓN INDUSTRIAL DE BRASIL 2015-2022: VARIACIONES % MENSUALES E INTERANUALES**

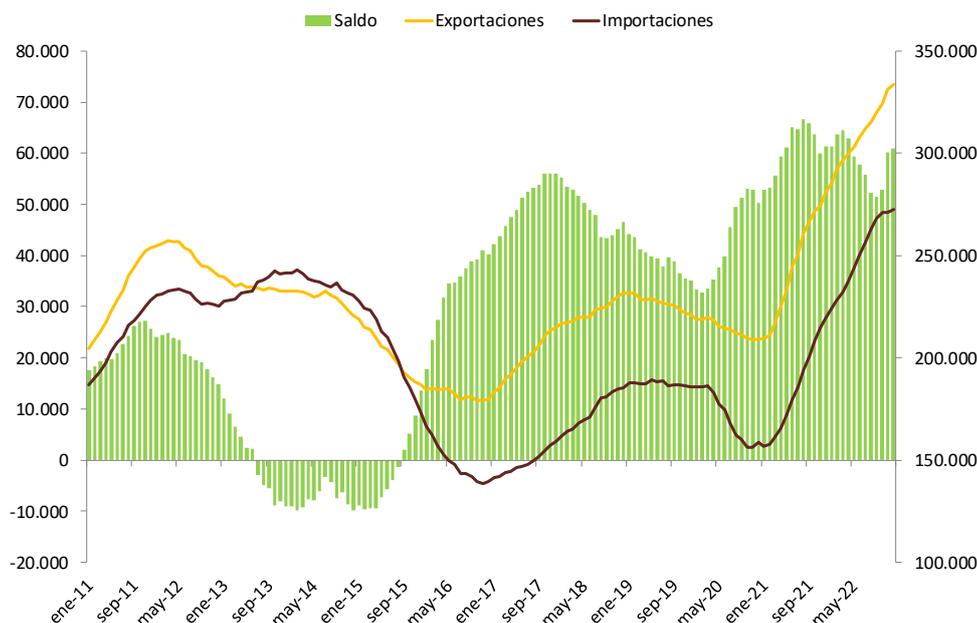


Fuente: Elaboración propia en base a Serviços e Informações do Brasil

En materia laboral, la reactivación económica y la recuperación del sector de los servicios, que más empleo genera en el país, favoreció a la baja de la tasa de desempleo que terminó en el mismo nivel que en abril de 2015. Esto también responde a que en la medición de la tasa se incluyó al empleo por cuenta propia como vendedores ambulantes. Se estima que 4 de cada

10 empleos se encuentra en esta situación en Brasil, que se ha expandido desde el 2020. Por ese motivo la tasa de desempleo cayó al 8,1%, casi 4 puntos porcentuales por debajo de cuando había asumido y 3,5 pp. más bajo que un año atrás.

**GRÁFICO 13. BALANZA COMERCIAL DE BRASIL 2011-2022**



Fuente: Elaboración propia en base a Serviços e Informações do Brasil

No obstante, el shock energético, fruto de la Guerra entre Rusia y Ucrania, impactó sobre la inflación ya que gran parte de combustibles son importados. El 2022 cerró con una inflación anual del 5,8%, acumulando así, una inflación del 32% en los últimos 5 años. La baja de impuestos a los combustibles ayudó a bajar las presiones inflacionarias y favoreció a partir del segundo semestre del año la desaceleración de precios; luego de la fuerte suba del último trimestre del 2021 que dejó una inflación anual del 10%. Más precisamente, en el tercer trimestre del año hubo una deflación del 0,4% frente al segundo trimestre del año, con tres meses seguidos de deflación. Esto respondió a una política monetaria contractiva y a la caída del costo de la energía. Sin embargo, todavía la inflación sigue estando por arriba del límite máximo establecido por el Banco Central de Brasil del 5,0%.

Más allá de las últimas declaraciones de Lula que marcan un “desequilibrio fiscal”, el rumbo económico que ha tomado Brasil en los últimos años, de la mano de Bolsonaro, le dan al entrante Gobierno **más holgura fiscal para responder a cualquier eventual shock exógeno que se presente en los próximos años**. En materia fiscal, el superávit fiscal primario a finales de 2022 se ubicó en un 1,3% en relación al PBI, desde el 0,7% de 2021. Valores que no se observaban desde hace una década. Lo que podría ser aprovechado por el gobierno entrante, tal como veremos adelante, de utilizar una política fiscal expansiva. En materia monetaria, el panorama se encuentra más encrudecido. Se observa una clara depreciación del real a partir de marzo del 2020 y una caída de las reservas internacionales que lo llevó a mínimos históricos. La tasa de interés ha ido en aumento de forma escalonada desde abril de 2021 y hoy se encuentra en un 13,75%. Por su parte, la entrada de capitales no ha mostrado una fuerte recuperación de la pandemia y los resultados de las elecciones, con un Congreso bien dividido, no han hecho más que fortalecer la desconfianza. El flujo dependerá mucho de si Lula logra pasar la reforma tributaria en los próximos meses, como veremos más adelante.

## 2. El programa económico de lula

El programa de Lula se centra en cuatro ejes: i) Combatir las desigualdades sociales y territoriales; ii) Guiarse por la sustentabilidad; iii) Recuperar la Capacidad de Planificación del Estado; y iv) Fomentar la Innovación. Respecto al primer eje, este se centra en profundizar las obras públicas, aumentar el consumo interno a través de una reforma tributaria y llevar adelante una reforma laboral con incremento de salarios. Esto incluye tanto suba de salario mínimo como una ayuda familiar de US\$112 como valor permanente, US\$28 en una asignación por hijo de hasta 6 años y renegociación de deudas de hogares con reducción de tasas. Otro de los puntos de este eje es reactivar el programa Minha Casa Minha Vida para aumentar el empleo y la vivienda de los brasileños. Asimismo, relanzar los programas "Luz para todos" y "Cisternas" para el acceso a servicios básicos en zonas vulnerables de Brasil.

El segundo eje es el de la sustentabilidad que tiene como objetivo la industria minera, para que logre una transición energética y ecológica. Además, el proyecto incluye reactivar los planes de deforestación cero en la Amazonía y de emisión cero de gases de efecto invernadero en la matriz eléctrica. Por otra parte, se incentivaría la agricultura familiar a través del crédito y se crearía un Ministerio de Pueblo Indígenas. El tercer eje es el de planificación del Estado en salud, educación y seguridad. En salud se prevé aumentar el gasto en Sistema Único de Salud, en la Farmacia Popular y en la atención integral de la salud de la mujer. En seguridad se prevé revocar todos los permisos al acceso irrestricto a las armas. En educación becas y recursos alimenticios. Por último, el cuarto eje se tratará de favorecer sectores de nuevas tecnologías como el software y las telecomunicaciones con inversión pública/privada.

### 3. *Reforma tributaria*

El principal objetivo de Lula es llevar adelante una reforma tributaria que fue uno de los pendientes de Bolsonaro. Según el Ministerio de Hacienda, estas reformas junto con una reducción de gasto de US\$10.000 millones, por revisión de contratos públicos, tendrían un impacto fiscal del 2,26% del PBI o unos US\$48.520 millones. De ser así, Brasil cerraría con un superávit primario de unos US\$2.226 millones. Hoy 4 de cada 10 reales que es recaudado por el gobierno brasileño proviene del consumo. Sin embargo, son totalmente regresivos ya que mientras el peso de los impuestos para los estratos de ingresos más bajos representa el 30%, para los más altos sólo el 10%. Además, las empresas pagan los impuestos más altos del mundo. Según el Índice de Competitividad Global, elaborado por el Foro Económico, Brasil se encuentra en el puesto 71 de un total de 141 países. La propuesta incluye un impuesto de renta que eximirá a aquellos que cobren por debajo de los 5.000 reales. En tanto, se crearán tasas para los ingresos más altos y revisión de los impuestos a las herencias. Esta propuesta se inspira en el modelo canadiense, que prevé la creación de un impuesto único al consumo, el Impuesto al Valor Agregado (IVA) dual, con un cobro único e ingresos compartidos entre la Unión y las demás entidades federativas. La idea es que la reforma sea aprobada antes de fin de año y que el trámite sea mediante la Cámara de Diputados en vez del Senado Federal.

Por otra parte, el ICMS, un impuesto al consumo, de circulación de bienes y servicio estatal, que varía del 0% al 35% dependiendo del estado, se ha convertido en el centro del debate sobre el precio de los combustibles en los últimos años. Luego de la aprobación, por el Congreso Nacional, de un proyecto que determina que el impuesto puede tener una tasa máxima de 17% o 18%, según la localidad, São Paulo redujo el impuesto a la gasolina. La propuesta del equipo económico de Lula busca mantener baja el ICMS pero que anularía el veto de Bolsonaro a la compensación económica que se destinaría a los estados. Se espera que esto genere ingresos por 30.000 millones de reales anuales. Asimismo, buscará congelar el Impuesto sobre la Propiedad de Vehículos a Motor durante cuatro años.

### 4. *Política monetaria*

Uno de los puntos que más ruido genera es la política monetaria. El equipo económico de Lula ha manifestado en varias oportunidades que subir las tasas de interés que encarecía el crédito. Por otro lado, el mismo Lula ha cuestionado la independencia del Banco Central y ha asegurado que no sólo reducirá las tasas de interés, sino que reevaluará la autonomía de la autoridad de política monetaria. La situación monetaria no es muy sólida. Hasta octubre del año pasado las condiciones financieras eran muy restrictivas: i) aumento de tasas de interés por parte de la FED y principales bancos centrales del mundo; ii) apreciación del dólar; y iii) mayor riesgo país. **Las reservas del Banco Central de Brasil han caído en un 9% en el último año hasta los US\$324.702 millones; en tanto, el tipo de cambio ha tenido una variación del 15% en los últimos 3 años; más allá de que desde diciembre del 2021, gracias a la suba de tasas de interés, el real se ha apreciado en un 8%.** La suba de tasas de interés desde marzo de 2021 que implicó un alza de 12 veces de las tasas de interés han logrado estabilizar el nivel general de precios y apreciar el real. De aplicar una política monetaria más expansiva podría presionar aún más tanto sobre el tipo de cambio, revirtiendo la apreciación del real del último año, como el drenaje de las reservas del Banco Central.

**Entre los riesgos de este año se encuentran: i) una mayor persistencia de inflaciones globales; y ii) una alta incertidumbre sobre el futuro del marco fiscal del país y los estímulos fiscales que implican sostener la demanda agregada.** Las proyecciones de inflación del Copom en su escenario de referencia se ubican en 5,6% para 2023 y 3,4% para 2024. Las proyecciones de inflación de precios administrados son de 10,6% para 2023 y 5,0% para 2024. Según el Copom la incertidumbre en torno de sus supuestos y proyecciones es mayor de lo habitual.

### 5. *Moneda común con Argentina*

Hay varias idas y vueltas, entre ambos países para crear una moneda común sin eliminar el peso ni el real. Aunque el ministro de Hacienda brasileño, Fernando Haddad, declaró que no es prioridad de ninguna agenda oficial. Como han mencionado muchos analistas, es muy difícil llevar adelante este proyecto ya que traería más problemas que soluciones con el tiempo. Es más, la idea de un "euro latinoamericano" ha generado más desconfianza entre los inversores.

En primer lugar, ya el euro está mostrando hace varios años su debilidad. Los países de la zona euro tiene más dificultades de salir de cada crisis que los demás países. Si se compara la salida de la crisis de la zona euro en relación con Estados Unidos vemos que después del repunte de la actividad económica de 2009 a 2011, entre 2011 y 2013 se genera una nueva caída de la zona euro mientras que la actividad económica de Estados Unidos sigue creciendo sin problemas. Tanto es así que le ha costado volver al nivel del 2007. Esto respondió a la mayor independencia monetaria y fiscal por parte de Estados Unidos. Muchos países como Francia quisieron reducir los déficits muy rápidos con suba de impuestos, impactando negativamente sobre la actividad. Esto desembocó en mayores niveles de desempleo, déficit y deudas públicas. Para que funcione una moneda única **es necesario un sistema de impuestos y tasas de interés coordinado**. Podría agravar una recesión, como sucedió en el sur de la zona euro, solo porque un país esté en una fase del ciclo que necesite tasas de interés mayores y se vea beneficiado por esto.

Asimismo, si falta calidad institucional nada garantiza una moneda que genere confianza. La realidad es que imponer una moneda entre distintos países es difícil porque en conjunto deben contar con cierta solidez institucional. La mayor parte de los países europeos lo lograron antes del euro. En cambio, los países latinoamericanos no. **Ninguna de las partes interesadas ha siquiera mencionado definir criterios de convergencia macroeconómicos, como los que se estipularon en el tratado Maastricht antes de dar curso al Euro, ni tampoco las necesarias modificaciones a las cartas orgánicas de los Bancos Centrales de ambos países**. Todas estas ausencias de criterios básicos para la creación de una moneda común hacen creer que el anuncio es solo marketing político, dado que, desde un punto de vista técnico, **su realización parece imposible en la situación actual**.

#### 6. *Perspectivas económicas 2023*

Para 2023 se espera una desaceleración económica tanto por un contexto internacional adverso, con estabilización de precios de las commodities, como por los efectos del ciclo de tasas de interés de los últimos dos años. Se espera una desaceleración económica del 2,9% al 1,0%, según proyecciones del BCB, con un estancamiento de la industria y los servicios. Estos últimos se verían afectados, fundamentalmente, por el menor consumo de las familias, que se espera una variación en 3,0pp menor que la proyectada para el 2022 (que marcaría el 4,2%). Por el lado de las exportaciones se espera una magra variación del 2,8%, muy por debajo del 4% del 2022. Las importaciones crecerían un 0,7%. Mientras que la inversión bruta de capital fijo podría caer en medio punto porcentual para el corriente año.

En relación a la inflación se espera una desaceleración hacia el 5,7% anual, suponiendo una reducción gradual de la tasa de interés hacia el 11,75% para finales de 2023. Se espera un tipo de cambio estable, cercano a los 5,25 reales por dólar. Para el 2024, de mantenerse la política actual, se espera una inflación del 3,9% con una tasa de interés del 8,5% para 2024. En materia política a Lula se le dificultará la gestión con un Congreso dividido. De no aprobarse la reforma tributaria perderá gobernabilidad. No se descarta una nueva crisis de institucionalidad que provoque el alza del tipo de cambio, la aceleración de la inflación y una contracción de la actividad económica.

#### 7. *Conclusiones*

Si bien Lula no recibe una economía en condiciones óptimas, si lo recibe en recuperación. La gestión de Bolsonaro y su gabinete económico entregan un país con inflación alta, pero a la baja (la expectativa del mercado es que en marzo próximo la inflación vuelva a estar dentro del intervalo aceptable del BCB), una tasa de desempleo que también se encuentra cayendo y un resultado primario positivo del 1,28% del PBI. La contracara es que la tasa de interés ha tenido que escalar de 2% a 15% en el último año y el tipo de cambio vio un alza de aproximadamente un 25% desde el inicio de la gestión de Bolsonaro.

El programa económico de Lula es claramente heterodoxo. Ha dado marcha atrás al proceso de privatización de empresas públicas y declaró a favor de romper el techo al gasto público impuesto por el congreso. Como otros gobernantes latinoamericanos de principio de este siglo, Lula quiere volver a repetir la historia de "éxito" que vivió durante los primeros años de la década. **Ni la situación social de su país, ni los precios de los commodities de los que dependen sus exportaciones, ni las variables macro de la economía mundial (como la tasa de interés en EE.UU.) ya no son las mismas**. Esperar los mismos resultados a partir de premisas distintas solo puede suceder de casualidad. En función del programa económico que expuso y la situación actual del mundo, el éxito económico de Brasil bajo el tercer mandato de Lula, también.

## PRÓXIMOS INDICADORES Y EVENTOS

| 2023  |  | Febrero   |  |  |        |         |
|---|--|---|--|--|--------|---------|
| LUNES   | MARTES   | MIÉRCOLES   | JUEVES   | VIERNES  | SÁBADO | DOMINGO |
| 13  | 14   | 15  | 16   | 17   | 18     | 19      |
|   | INDEC: IPC Enero 2023.<br>U.S. Bureau of Labor Statistics (EE.UU.): IPC. Enero 2023. | INDEC: Utilización de la Capacidad Instalada en la Industria. Diciembre 2022. | INDEC: Índice de Costo de la Construcción. Enero 2023.<br>Sistema de Índice de Precios Mayoristas. Enero 2023.                               | U.S. Bureau of Labor Statistics (EE.UU.): Índice de precios de exportaciones y importaciones. Diciembre 2022 |        |         |
| 20  | 21   | 22  | 23   | 24   | 25     | 26      |
|   |  | INDEC: Intercambio Comercial argentino. Enero 2023.                           | INDEC: Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE). Diciembre 2022.<br>U.S. Bureau of Economic Analysis (EE.UU.): PBI 4° trimestre 2022. |  |        |         |
| 27  | 28   |   |  |  |        |         |
| INDEC: Encuestas de supermercados, autoservicios mayoristas y centros de compras. Diciembre 2022. |  |   |  |  |        |         |

| 2023  |        | Marzo   |  |  |        |         |
|-------|--------|---|--|--|--------|---------|
| LUNES | MARTES | MIÉRCOLES   | JUEVES   | VIERNES  | SÁBADO | DOMINGO |
|       |        | 1   | 2  | 3  | 4      | 5       |
|       |        | U.S. Bureau of Labor Statistics (EE.UU.): Informe anual de desempleo. Año 2022. | Banco de Inglaterra: Reunión del Comité de Política Monetaria. | U.S. Census Bureau (EE.UU.): Nuevos pedidos mensuales de bienes manufacturados. Noviembre 2022.<br>IBGE (Brasil): Encuesta Industrial Mensual. Producción Física. Enero de 2023. |        |         |

## ANEXO ESTADÍSTICO

| Indicador                                     | Ene-22 | Feb-22 | Mar-22 | Abr-22 | May-22 | Jun-22 | Jul-22 | Ago-22 | Sep-22 | Oct-22 | Nov-22 | Dic-22 | Ene-23 |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Precios</b>                                |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| IPC Nacional (INDEC) Var. % m/m               | 3,9%   | 4,7%   | 6,7%   | 6,0%   | 5,1%   | 5,3%   | 7,4%   | 7,0%   | 6,2%   | 6,3%   | 4,9%   | 5,1%   | s/d    |
| IPC Nac. Núcleo Var. % m/m                    | 3,3%   | 4,5%   | 6,4%   | 6,7%   | 5,2%   | 5,1%   | 7,3%   | 6,8%   | 5,5%   | 5,5%   | 4,8%   | 5,3%   | s/d    |
| IPC Alim. y beb. no alc. Var. % m/m           | 4,9%   | 7,5%   | 7,2%   | 5,9%   | 4,4%   | 4,6%   | 6,0%   | 7,1%   | 6,7%   | 6,2%   | 3,5%   | 4,7%   | s/d    |
| IPC Nacional (INDEC) Var. % a/a               | 50,7%  | 52,3%  | 55,1%  | 58,0%  | 60,7%  | 64,0%  | 71,0%  | 78,5%  | 83,0%  | 88,0%  | 92,4%  | 94,8%  | s/d    |
| IPC Nac. Núcleo Var. % a/a                    | 54,0%  | 54,5%  | 57,3%  | 60,5%  | 63,2%  | 65,5%  | 72,2%  | 78,4%  | 82,3%  | 86,4%  | 89,1%  | 90,6%  | s/d    |
| IPC Alim. y beb. no alcohólicas Var. % a/a    | 50,5%  | 55,8%  | 59,7%  | 62,1%  | 64,2%  | 66,4%  | 70,6%  | 80,0%  | 86,6%  | 91,6%  | 94,2%  | 95,0%  | s/d    |
| IPC GBA (INDEC) Var. % m/m                    | 3,9%   | 4,6%   | 6,7%   | 6,2%   | 4,8%   | 5,5%   | 7,4%   | 7,0%   | 6,0%   | 6,6%   | 5,0%   | 5,3%   | s/d    |
| IPC GBA Núcleo Var. % m/m                     | 3,3%   | 4,5%   | 6,1%   | 7,0%   | 5,0%   | 5,3%   | 7,4%   | 6,9%   | 5,5%   | 5,8%   | 4,9%   | 5,6%   | s/d    |
| IPCBA (CABA) Var. % m/m                       | 4,0%   | 4,1%   | 5,9%   | 5,3%   | 5,5%   | 5,1%   | 7,7%   | 6,2%   | 5,6%   | 7,0%   | 5,8%   | 5,8%   | 7,3%   |
| IPC GBA (INDEC) Var. % a/a                    | 52,4%  | 53,8%  | 55,9%  | 59,0%  | 61,2%  | 66,9%  | 71,8%  | 79,1%  | 82,9%  | 87,8%  | 92,8%  | 95,2%  | s/d    |
| IPC GBA Núcleo Var. % a/a                     | 55,4%  | 55,8%  | 58,4%  | 61,8%  | 64,0%  | 66,8%  | 73,3%  | 79,8%  | 83,5%  | 87,9%  | 90,7%  | 92,5%  | s/d    |
| IPCBA (CABA) Var. % a/a                       | 49,5%  | 51,3%  | 54,1%  | 56,0%  | 58,8%  | 61,8%  | 69,2%  | 74,6%  | 78,4%  | 84,0%  | 89,9%  | 93,4%  | 99,4%  |
| <b>Expectativas de Inflación (UTDT)</b>       |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Mediana                                       | 50,0   | 50,0   | 50,0   | 50,0   | 50,0   | 50,0   | 60,0   | 50,0   | 60,0   | 70,0   | 80,0   | 70,0   | 70,0   |
| Media   | 51,1   | 50,3   | 53,7   | 52,2   | 58,4   | 57,9   | 62,5   | 60,6   | 61,7   | 68,4   | 72,4   | 69,6   | 70,2   |
| <b>Indicadores Fiscales SPNF (Var. % a/a)</b> |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Ingresos Totales                              | 47,8%  | 61,5%  | 91,7%  | 77,9%  | 58,7%  | 64,9%  | 82,8%  | 73,3%  | 41,1%  | 94,5%  | 79,4%  | 92,0%  | s/d    |
| Gastos Totales                                | 71,9%  | 67,1%  | 84,0%  | 84,6%  | 76,7%  | 74,2%  | 64,7%  | 77,4%  | 77,6%  | 60,8%  | 88,7%  | 70,6%  | s/d    |
| Ingr. Primarios (sin Rentas de la Prop.)      | 50,2%  | 60,7%  | 67,7%  | 58,9%  | 55,5%  | 57,7%  | 74,1%  | 71,3%  | 33,1%  | 95,5%  | 85,9%  | 90,2%  | s/d    |
| Gastos Primarios                              | 56,9%  | 70,0%  | 84,9%  | 87,4%  | 88,3%  | 75,3%  | 62,0%  | 72,9%  | 78,9%  | 63,5%  | 77,9%  | 54,8%  | s/d    |
| <b>Recursos tributarios (Var. % a/a)</b>      |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Recaudación total                             | 51,6%  | 62,8%  | 62,5%  | 64,0%  | 79,9%  | 82,1%  | 87,0%  | 72,2%  | 117,9% | 92,8%  | 88,8%  | 95,6%  | 93,4%  |
| Dirección General Impositiva                  | 45,3%  | 55,2%  | 49,8%  | 65,8%  | 66,3%  | 78,7%  | 122,8% | 75,2%  | 87,5%  | 119,0% | 113,2% | 114,9% | 103,1% |
| Dirección General de Aduanas                  | 58,7%  | 68,5%  | 67,7%  | 79,7%  | 87,1%  | 73,9%  | 82,3%  | 103,4% | 82,9%  | 86,7%  | 65,7%  | 48,9%  | 45,7%  |
| Sistema de Seguridad Social                   | 64,6%  | 66,1%  | 64,4%  | 72,1%  | 75,8%  | 83,2%  | 79,2%  | 81,4%  | 81,7%  | 89,7%  | 94,9%  | 96,5%  | 105,4% |

| Indicador   | Ene-22 | Feb-22 | Mar-22 | Abr-22 | May-22 | Jun-22 | Jul-22 | Ago-22 | Sep-22 | Oct-22 | Nov-22 | Dic-22 | Ene-23 |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Confianza del Consumidor (UTDT)</b>                  |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Indice  | 40,1   | 39,4   | 36,9   | 35,7   | 36,3   | 39,1   | 34,7   | 37,1   | 37,2   | 35,7   | 35,2   | 35,9   | 38,5   |
| Var. % m/m  | 6,3%   | -1,8%  | -6,4%  | -3,2%  | 1,6%   | 7,7%   | -11,1% | 6,6%   | 0,4%   | -4,1%  | -1,4%  | 2,2%   | 7,3%   |
| Var. % a/a  | 5,1%   | 4,6%   | -3,4%  | 1,1%   | 2,5%   | 12,8%  | -8,2%  | -6,8%  | -8,2%  | -11,3% | -11,4% | -4,9%  | -4,0%  |
| <b>Indicadores de Actividad</b>                         |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| EMAE (INDEC) Var. % a/a                                 | 5,1%   | 8,5%   | 4,7%   | 5,9%   | 7,9%   | 7,0%   | 5,9%   | 6,6%   | 4,8%   | 4,5%   | 2,6%   | s/d    | s/d    |
| Var m/m, sin estacionalidad                             | -0,8%  | 1,1%   | -0,7%  | 0,5%   | 0,2%   | 1,3%   | 0,4%   | 0,7%   | -0,3%  | -0,5%  | -0,7%  | s/d    | s/d    |
| Uso Capacidad Instalada Industria Manufacturera (INDEC) | 57,5%  | 64,0%  | 66,7%  | 67,1%  | 68,0%  | 69,5%  | 67,9%  | 69,6%  | 68,6%  | 66,7%  | 68,9%  | s/d    | s/d    |
| Venta de autos O Km (ADEFA) Var. % a/a                  | -26,2% | -4,7%  | 4,5%   | 3,3%   | 20,4%  | 32,1%  | 20,8%  | 11,9%  | 34,6%  | 30,8%  | 26,6%  | 2,4%   | 9,8%   |
| Var m/m, con estacionalidad                             | -38,4% | 26,2%  | 33,0%  | -8,8%  | 9,3%   | 10,4%  | -21,0% | -0,9%  | 18,6%  | -4,4%  | 6,4%   | -5,6%  | -34,0% |
| Producción Industrial (FIEL) Var. % a/a                 | -0,5%  | 8,6%   | 2,5%   | 4,2%   | 8,4%   | 5,4%   | 2,5%   | 5,6%   | 0,4%   | 0,9%   | -0,5%  | s/d    | s/d    |
| Var m/m, desest.  | -0,4%  | 1,6%   | 2,2%   | 3,1%   | -0,7%  | -0,7%  | -2,8%  | 0,0%   | -3,1%  | -0,6%  | 0,2%   | s/d    | s/d    |
| Producción Industrial (INDEC) Var. % a/a                | -1,3%  | 8,4%   | 3,3%   | 4,4%   | 11,6%  | 7,1%   | 5,3%   | 7,5%   | 3,9%   | 3,3%   | 1,0%   | -2,7%  | s/d    |
| ISAC (INDEC) Var. % a/a                                 | -5,0%  | 7,1%   | 1,9%   | 8,8%   | 20,0%  | 7,2%   | 5,2%   | 7,3%   | 5,1%   | -0,9%  | -1,5%  | -10,6% | s/d    |
| Construcción (Grupo Construya) Var. % a/a               | 3,9%   | 10,5%  | 9,2%   | 8,7%   | 17,0%  | 4,9%   | 8,4%   | 12,1%  | 2,1%   | 0,0%   | -5,1%  | 12,7%  | 0,4%   |
| Var. % m/m, desest.                                     | -5,0%  | 11,2%  | 3,7%   | 4,9%   | -5,3%  | 3,4%   | 7,6%   | -9,9%  | -5,5%  | 5,3%   | -9,0%  | -11,5% | 4,9%   |
| Despachos de Cemento (AFCP) Var. % a/a                  | -2,0%  | 15,7%  | 7,6%   | 9,8%   | 24,2%  | 14,3%  | 9,4%   | 12,3%  | 8,6%   | -1,3%  | -0,1%  | -9,4%  | 8,9%   |
| <b>Indicadores del Sector Externo</b>                   |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Exportaciones en USD                                    | 5.548  | 6.452  | 7.354  | 8.337  | 8.254  | 8.432  | 7.773  | 7.537  | 7.407  | 7.901  | 7.089  | 6.119  | s/d    |
| Var. % a/a  | 12,9%  | 35,1%  | 28,6%  | 35,7%  | 21,2%  | 20,3%  | 7,2%   | -6,9%  | -2,2%  | 15,1%  | 14,5%  | -7,1%  | s/d    |
| Importaciones en USD                                    | 5.251  | 5.634  | 7.083  | 6.883  | 7.886  | 8.547  | 8.210  | 7.837  | 6.993  | 6.074  | 5.750  | 5.017  | s/d    |
| Var. % a/a  | 36,6%  | 51,7%  | 33,1%  | 47,3%  | 53,4%  | 44,6%  | 43,7%  | 36,2%  | 18,8%  | 15,8%  | -0,3%  | -19,3% | s/d    |
| Saldo Comercial en USD                                  | 297    | 818    | 271    | 1.454  | 368    | -115   | -437   | -300   | 414    | 1.827  | 1.339  | 1.102  | s/d    |
| Precios Materias Primas BCRA (dic 2001=100)             | 313,9  | 333,8  | 371,5  | 373,4  | 373,5  | 368,8  | 336,5  | 347,7  | 345,9  | 326,4  | 329,9  | 319,9  | 329,2  |
| Var. % a/a  | 15,2%  | 19,0%  | 31,1%  | 26,9%  | 24,5%  | 18,3%  | 13,0%  | 18,5%  | 23,7%  | 15,9%  | 12,7%  | 8,1%   | 4,9%   |

| Indicador  | Ene-22        | Feb-22        | Mar-22        | Abr-22        | May-22        | Jun-22        | Jul-22        | Ago-22        | Sep-22        | Oct-22        | Nov-22        | Dic-22        | Ene-23        |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Indicadores Monetarios (saldos promedios mensuales)</b>                                     |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |
| <b>Base Monetaria (\$ M.M.)</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>  | <b>4.821</b>  | <b>5.293</b>  |
| Circulante   | 2.677         | 2.685         | 2.674         | 2.685         | 2.743         | 2.935         | 3.200         | 3.233         | 3.172         | 3.239         | 3.348         | 3.790         | 4.089         |
| Otros pasivos BCRA en mon. local: (a) + (b) + (c)  | 6.368         | 6.328         | 6.563         | 6.942         | 7.483         | 8.102         | 9.164         | 9.315         | 10.437        | 11.379        | 11.925        | 12.999        | 13.613        |
| (a) Deuda Remun (LELIQ+NOCOM)  | 2.906         | 3.701         | 4.153         | 4.533         | 4.980         | 5.390         | 5.863         | 6.029         | 6.511         | 7.238         | 7.466         | 7.953         | 8.218         |
| (b) Pasivos netos por pases  | 1.781         | 930           | 650           | 577           | 554           | 628           | 1.044         | 942           | 1.411         | 1.432         | 1.633         | 2.006         | 2.185         |
| (c) Depósitos del Gobierno   | 1.680         | 1.697         | 1.759         | 1.832         | 1.948         | 2.084         | 2.257         | 2.344         | 2.516         | 2.708         | 2.827         | 3.040         | 3.210         |
| <b>Reservas intern. brutas (U\$S M.M.)</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>40,8</b>   | <b>43,2</b>   |
| <b>Dep. en mon.ext. en BCRA (U\$S M.M.)</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>18,8</b>   | <b>19,5</b>   |
| <b>(BaseMon.+ Pas.noMon.)/(Rvas.Int.Brut - Dep.en U\$S en BCRA)</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>808,6</b>  | <b>800,3</b>  |
| <b>Tipo de cambio mayorista bancos (\$ / U\$S)</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>172,9</b>  | <b>182,2</b>  |
| <b>Depósitos bancarios (saldos promedios mensuales)</b>  |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |
| <b>Total depósitos (\$ M.M.)</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> | <b>21.481</b> | <b>22.817</b> |
| Sector privado   | 9.671         | 9.854         | 10.154        | 10.624        | 11.277        | 12.075        | 13.048        | 13.406        | 14.396        | 15.386        | 16.268        | 17.869        | 18.963        |
| Sector público   | 2.357         | 2.277         | 2.413         | 2.456         | 2.589         | 2.701         | 2.820         | 3.029         | 3.198         | 3.529         | 3.627         | 3.612         | 3.854         |
| <b>En moneda local (\$ M.M.)</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> | <b>18.240</b> | <b>19.262</b> |
| Sector privado   | 8.056         | 8.232         | 8.488         | 8.889         | 9.465         | 10.163        | 11.113        | 11.431        | 12.274        | 13.108        | 13.802        | 15.163        | 16.004        |
| Sector público   | 2.024         | 1.935         | 2.067         | 2.105         | 2.225         | 2.342         | 2.429         | 2.631         | 2.822         | 3.142         | 3.160         | 3.077         | 3.257         |
| <b>En moneda extranjera (\$ M.M.)</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>  | <b>3.240</b>  | <b>3.555</b>  |
| Sector privado   | 1.615         | 1.622         | 1.667         | 1.735         | 1.812         | 1.912         | 1.935         | 1.975         | 2.122         | 2.278         | 2.466         | 2.706         | 2.958         |
| Sector público   | 333           | 344           | 346           | 351           | 364           | 359           | 391           | 398           | 376           | 386           | 467           | 535           | 597           |
| <b>En moneda extranjera (U\$S M.M.)</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>18,8</b>   | <b>19,5</b>   |
| Sector privado   | 15,5          | 15,3          | 15,2          | 15,3          | 15,4          | 15,6          | 15,1          | 14,6          | 14,8          | 15,0          | 15,2          | 15,7          | 16,3          |
| Sector público   | 3,2           | 3,2           | 3,2           | 3,1           | 3,1           | 2,9           | 3,0           | 2,9           | 2,6           | 2,5           | 2,9           | 3,1           | 3,3           |
| <b>Tasas de interés nominales</b>  |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |
| <b>Tasa de control monetario BCRA (% anual) Prom. mensual</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>75,0</b>   | <b>75,0</b>   |
| <b>Tasas activas (% anual)</b>   |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |
| Call en pesos entre bancos privados  | 28,7          | 29,4          | 31,2          | 32,2          | 34,7          | 36,9          | 41,7          | 52,7          | 60,5          | 59,9          | 62,5          | 64,5          | 64,7          |
| Adel. cta.cte. en pesos a empresas no financ.<br>por \$ 10 M o más, con acuerdo, de 1 a 7 días | 35,7          | 36            | 37,2          | 38,9          | 40,6          | 42,5          | 46,7          | 61,8          | 69,6          | 72,4          | 73,9          | 73,3          | 74,4          |
| Préstamos personales   | 54,9          | 55,8          | 55,9          | 57,9          | 58,9          | 60,2          | 65,7          | 75,3          | 78,2          | 82,7          | 79            | 81            | 79,4          |
| <b>Tasas pasivas (% anual)</b>   |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |
| BADLAR   | 36,0          | 37,3          | 39,5          | 42,4          | 44,6          | 47,2          | 50,1          | 59,5          | 65,5          | 68,3          | 68,3          | 68,4          | 68,9          |
| Plazo fijo en \$ hasta \$ 100.000  | 37,8          | 39,0          | 41,2          | 43,8          | 46,0          | 49,0          | 52,1          | 64,4          | 71,0          | 73,5          | 73,5          | 73,6          | 73,6          |
| Plazo fijo en \$ más de \$ 1.000.000   | 35,6          | 36,7          | 38,9          | 41,8          | 43,9          | 46,6          | 49,6          | 58,8          | 64,7          | 67,6          | 67,4          | 67,9          | 68,1          |