

Informe Económico Mensual



USAL
UNIVERSIDAD
DEL SALVADOR

Instituto de Investigación

Nº 218. Año 23 – 18 de julio de 2023

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

EL DATO DEL MES

Tipo de cambio. El 14 de julio el dólar del mercado paralelo (dólar “blue”) llegó a su máximo histórico de \$ 526.

LO QUE HAY QUE SABER

Argentina: estabilización en zona de crisis. La baja de la inflación en junio y del desempleo del primer trimestre no indican ningún cambio en la delicada situación económica y social del país. El próximo gobierno administrará un país con crecientes reclamos populares y un alto grado de desconfianza. Los escenarios optimistas basados en la demanda global de recursos naturales pueden ser un espejismo si buena parte de la dirigencia opta por priorizar la captura de rentas y no las reformas necesarias para volver a crecer.

Economía global: prevalece el optimismo. En EE.UU., la inflación de junio volvió a sorprender a la baja: 0,2% mensual y 3% interanual. Junto a datos de alentadores de la actividad económica, esto alimenta expectativas positivas, impulsando a los mercados accionarios a nuevos máximos. La perspectiva de condiciones financieras globales más laxas mejora las perspectivas para los países latinoamericanos que están experimentando una fuerte apreciación de sus monedas.

Precios de materias primas. La Guerra entre Rusia y Ucrania dio lugar a un significativo aumento de los precios internacionales de alimentos y energía en todo el mundo. El acuerdo de granos del Mar Negro morigeró el impacto, pero ahora Rusia amenaza con no renovarlo.

LO QUE VIENE

Argentina y el FMI. Las autoridades de nuestro país estarían a punto de lograr un acuerdo con el FMI sobre el fin de esta semana que permitiría acceder a nuevos desembolsos para este trimestre.

Elecciones Primarias Abiertas, Simultáneas y Obligatorias (PASO). El 13 de agosto se llevarán a cabo las PASO nacionales. La mayoría de las encuestas prevé una derrota del oficialismo a nivel nacional, pero no así en la provincia de Buenos Aires.

Elecciones en España. El domingo 23 de julio se celebrarán elecciones generales. La mayoría de las encuestas prevé una victoria del Partido Popular, pero este requerirá el apoyo del bloque de extrema derecha Vox para poder formar gobierno.

Decano Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales: Héctor Dama

Director Instituto de Investigación: Juan Miguel Massot

Viamonte 1816 - C1056ABB - CABA - Argentina - (+54-11) 3754-7900

fceye.usal.edu.ar - @usal.fceye

PRINCIPALES INDICADORES HASTA FIN DE JUNIO DE 2023

	2023 Marzo	Abril	Mayo	Junio	Tendencia hasta junio 2023
IPC Var. % mensual	7,7%	8,4%	7,8%	s.d.	
IPC Var. % interanual	105,3%	108,8%	114,2%	s.d.	
Industria % uso capacidad instalada	67,3%	68,9%	67,8%	s.d.	
	2023 Marzo	Abril	Mayo	Junio	Tendencia hasta junio 2023
LELIQ Tasa de interés anunciada por el BCRA para Letras Liquidez (LELIQ) a 28 días	78,0%	91,0%	97,0%	97,0%	
EMBI Arg. Riesgo país en puntos básicos al último día del mes	2.276	2.656	2.590	2.037	Estable
IVA DGI Recaudación Mensual	157,4%	130,6%	148,7%	164,9%	
				Var. % interanual.	
Dólar \$/U\$ mayorista promedio bancos al último día del mes	209,0	222,6	239,3	256,7	
Depósitos en pesos Sector privado	5,6%	5,4%	3,5%	7,7%	
				Var. % mensual de saldos promedios mensuales	
Depósitos en dólares Sector privado	-0,3%	-3,3%	-3,1%	0,2%	
				Var. % mensual de saldos promedios mensuales	

PRECIOS, ACTIVIDAD Y COMERCIO EXTERIOR

INDICADORES MÁS RECIENTES

Adolfo Bosch

I. PRECIOS

VARIABLE	FUENTE	Periodo	Unidad	Valor	Periodo anterior		
PRECIOS	IPC Nacional	Junio 23	Var. % mensual	6,0%	7,8%		
			Var.% interanual	115,6%	114,2%		
	IPC G.B.A	Junio 23	Var. % mensual	5,8%	8,0%		
			Var.% interanual	117,0%	116,3%		
	IPC C.A.B.A	Dirección General de Estadística y Censos. GCBA	Junio 23	Var. % mensual	7,1%	7,5%	
				Var.% interanual	118,6%	114,4%	

II. ACTIVIDAD

VARIABLE	FUENTE	Periodo	Unidad	Valor	Periodo anterior	
DEMANDA INTERNA	INDEC	Abril 2023	Var. % i.a. acumulado vs. acum. año anterior a precios constantes	13,4%	12,7%	
		Abril 2023	Var. % i.a. acumulado vs. acum. año anterior a precios constantes	2,3%	1,9%	
	ACARA	Junio 2023	Var.%interanual	11,2%	11,8%	
ACTIVIDAD	INDEC	Abril 2023	Var.% mensual (sin estacionalidad)	0,1%	0,0%	
			Var.% interanual	1,3%	0,2%	
ACTIVIDAD INDUSTRIAL	INDEC	1 er Trimestre 2023	Var. % ene-mar '22 vs ene-mar '23	1,3%	1,9%	
		Mayo 2023	Var.% interanual	1,1%	1,7%	
CONSTRUCCIÓN	INDEC	Mayo 2023	% uso capacidad instalada	67,8%	68,9%	
			Var.% interanual	-2,9%	-4,0%	
INGRESOS TRIBUTARIOS RELACIONADOS CON LA ACTIVIDAD INTERNA	AFIP	Junio 2023	Var % mensual	17,9%	-0,6%	
			Var. interanual	164,9%	148,7%	
			Var % mensual	2,3%	7,8%	
			Var. interanual	113,9%	117,8%	
			Var % mensual	4,9%	19,2%	
Var. interanual	108,3%	139,9%				

III. COMERCIO EXTERIOR

VARIABLE	FUENTE	Periodo	Unidad	Valor	Periodo anterior	
COMERCIO EXTERIOR	INDEC	Mayo 2003	Nivel (US\$ M)	6.203	5.898	
			Var. % interanual	-24,8%	-29,3%	
	INDEC	Mayo 2003	Nivel (US\$ M)	7.357	6.091	
			Var. % interanual	-6,7%	-11,5%	
			Nivel (US\$ M)	-1.154	-193	

PANORAMA DE ARGENTINA

ESTABILIZADOS EN ZONA DE CRISIS

Juan Miguel Massot

La baja de la inflación en junio y del desempleo del primer trimestre no indican ningún cambio en la delicada situación económica y social del país. El próximo gobierno administrará un país con crecientes reclamos populares y un alto grado de desconfianza. Los escenarios optimistas basados en la demanda global de recursos naturales pueden ser un espejismo si buena parte de la dirigencia opta por priorizar la captura de rentas y no las reformas necesarias para volver a crecer.

1. Un camino penoso y lleno de incertidumbre

Quizás en diciembre podamos celebrar, además de las tradicionales fiestas de Navidad y año nuevo, que el tornado de un default y de una hiperinflación sólo llegó a tocar con su cola las playas del Atlántico sur. Esperemos que así sea, pero, lamentablemente, esto hoy constituye un deseo a partir de los datos de los últimos meses lo que no significan mucho en tiempos de crisis. **¿Qué podría derrumbar este escenario profundamente negativo, pero no catastrófico?** No lo podemos identificar con claridad. Puede ir desde unos resultados en las elecciones primarias (PASO) muy diferentes a los que hoy avizoran los expertos en encuestas hasta una suspensión de los desembolsos del FMI, pasando por una huida abrupta y profunda del peso... o todo eso junto y más también.

Así como una golondrina no hace al verano, unos meses de tasas de inflación menores al 8% mensual y el pedaleo constante de la deuda pública local no son suficientes para cantar victoria, tal como lo demostró el despertar de los dólares blue y financieros en los últimos días o las extenuantes negociaciones con un FMI renuente a seguir aprobando desembolsos.

En este contexto, dos **indicadores multidimensionales** nos traen de regreso a la cruda realidad. El *Índice de Bienestar Económico y Social (IBES USAL)*¹, que brinda una lectura global de la situación económico-social del país, nos da una primera alerta. El nivel alcanzado por el indicador del primer trimestre del año es 56, en un rango de 0 a 100, donde 100 es el máximo nivel de bienestar. Dos momentos críticos recientes muestran un dato tan bajo: el tercer y cuarto trimestre de 2020, plena pandemia, y el primer trimestre de 2019, año en que el oficialismo perdió las elecciones. El otro es el *Índice de Fragilidad Externa (IFEX USAL)*², que estima la capacidad del país para hacer frente a condiciones internacionales desfavorables. En el primer trimestre del año llega a 79,3, en un intervalo de 0 a 100 donde 100 es la máxima fragilidad. Estos valores son similares a los del período comprendido entre el tercer trimestre de 2018 y finales de 2019, que coinciden con la crisis de balance de pagos de la administración anterior, el préstamo del FMI y el cambio de signo político en las elecciones presidenciales.

Si bien los últimos datos de inflación y desempleo parecen señales de una tregua económica, **los dos indicadores multidimensionales sugieren que el período actual no sería diferente a la crisis de la última etapa del gobierno del presidente Mauricio Macri que terminó con la entrega del poder a la oposición.** Esta alta probabilidad de cambio de gobierno en 2023 es lo que desde hace un tiempo alimenta las cruentas disputas políticas internas del oficialismo, así como el entusiasmo que lleva a la oposición a desbordes discursivos de escaso o nulo valor agregado.

Si se acepta como **escenario más probable el cambio de coalición de gobierno, ¿puede esto evitar un accidente macroeconómico grave en lo que queda del año?** No necesariamente, ya que se puede desatar tanto por la incapacidad de la actual administración para gestionar la transición, como de la futura en recrear la confianza necesaria para aplicar con cierto grado de éxito y rapidez un programa creíble de estabilización y desarrollo. Ambas cuestiones mantienen en vilo a la población, cuyo empobrecimiento, tanto por el impacto de la inflación sobre su poder de compra como por el crecimiento de la informalidad, indica que miles de personas caen diariamente en la pobreza y en la indigencia.

La evidencia la brinda el mismo INDEC. En el primer trimestre del año el coeficiente de desigualdad en la distribución de ingreso de Gini pasó de 0,43 en el primer trimestre de 2022 a 0,443 en el mismo período de este año, lo que nos regresa a la situación de inequidad vigente en la pandemia e inmediata postpandemia. Algo similar ocurre con **la tasa de informalidad laboral de los asalariados que alcanzó 36,7%, superior al 35,9% del mismo trimestre del año pasado;** esto implica que, **si bien los asalariados en un año se incrementaron en 600.000 personas, los informales lo hicieron en 300.000.** Dada la evolución y perspectivas de la inflación y el crecimiento económico, **es poco probable que estas cifras puedan mejorar.**

¹ Ver últimos resultados y metodología en https://fceye.usal.edu.ar/fceye_Indice-de-Bienestar-Econ%3b3mico-y-Social-instituto-fceye

² Ver últimos resultados y metodología en https://fceye.usal.edu.ar/fceye_indice-fragilidad-interna-instituto-fceye

En claro contraste está todo lo que se habla y escribe sobre las oportunidades que nos brinda la economía global para salir de nuestra propia trampa a partir de los recursos de Vaca Muerta, las energías renovables, la agroindustria, el litio, el cobre y otros minerales, los sectores creativos y las industrias basadas en el conocimiento. Ahora bien, **¿puede la misma dirigencia que creó y gestionó décadas de crisis ser capaz de usarlos para conducirnos al desarrollo, o serán solo un botín de mayores proporciones a las prebendas logradas en las últimas décadas de decadencia económica, desintegración social y violencia?** Además, dado que las grandes inversiones en sectores estratégicos tienen un alto correlato con cuestiones geopolíticas, **¿estará esta misma dirigencia en condiciones de tomar decisiones de mediano y largo plazo razonables en el turbulento contexto de una segunda guerra fría?** Lamentablemente, los actores clave de esta etapa histórica no han podido hasta el presente despejar estas dudas; es más, el accionar de algunos solo tiende a confirmar que persiguen meramente sus intereses personales o sectoriales, no los del país.

¿Por qué estas cuestiones son importantes? Porque el grado de adhesión de empresarios y ahorristas a este escepticismo sobre la dirigencia y las decisiones que tome el futuro gobierno, tendrá impacto sobre la inversión, la actividad económica, el empleo, la inflación y el tipo de cambio. No es difícil inferir que **sus aciertos y fracasos definirán los límites del conflicto social y su durabilidad en el poder.**

Pasada la algarabía inicial de una parte de la sociedad por los resultados de la elección presidencial, cualquiera sea la coalición triunfante, se abrirá un período, posiblemente muy breve, en el que el nuevo gobierno deberá demostrar una solvencia suficiente que despeje tales incertidumbres. Aunque no lo logre, y a pesar de sus dramáticas consecuencias sociales, no obstará que persistan o surjan reservorios de gran prosperidad, como siempre ha ocurrido: **los negocios estrechamente asociados a los designios de los fallidos funcionarios, o aquellos que por su altísima competitividad sean capaces de generar beneficios a pesar de contextos poco favorables.**

2. La macro esperando las PASO

La percepción general es que no se observarán cambios fundamentales de política al menos hasta las elecciones de octubre. En el corto plazo, el dato más llamativo ha sido la desaceleración de la inflación. La variación mensual del IPC, que superó el 8% en abril, descendió a 7,8% en mayo y, sorprendiendo a la mayoría de los pronosticadores locales, a 6% en junio. Como se observa en el cuadro 1, las mayores desaceleraciones en junio se registraron en bebidas alcohólicas y tabaco (-3,9 p.p.), vivienda, electricidad, agua, gas y otros combustibles (-3,8 p.p.), y prendas de vestir y calzado (-3,0 p.p.).

CUADRO 1. LA EVOLUCIÓN DE LA TASA DE INFLACIÓN

	Var. acumulada IPC hasta junio 2023				Inflación mensual 2023		
	Desde Dic. 2016	Desde Dic. 2019	Desde Junio 2022	Enero-Junio 2023	Abril	Mayo	Junio
	Nivel general	1609,6%	503,2%	215,6%	50,7%	8,4%	7,8%
Alimentos y bebidas no alcohólicas	1748,0%	547,8%	216,9%	55,6%	10,1%	5,8%	4,1%
Bebidas alcohólicas y tabaco	1264,2%	472,3%	215,3%	43,8%	3,8%	8,4%	4,5%
Prendas de vestir y calzado	1883,4%	741,3%	221,4%	44,6%	10,8%	7,6%	4,2%
Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles	1224,6%	319,1%	213,2%	54,0%	5,6%	11,9%	8,1%
Equipamiento y mantenimiento del hogar	1617,2%	495,3%	222,3%	49,5%	8,6%	8,8%	8,0%
Salud	1715,4%	449,6%	204,7%	47,4%	6,6%	9,0%	8,6%
Transporte	1601,8%	465,0%	200,5%	43,4%	6,5%	8,1%	6,5%
Comunicación	1144,8%	264,6%	206,2%	48,7%	6,3%	6,7%	10,5%
Recreación y cultura	1461,7%	497,3%	215,7%	49,8%	7,5%	8,4%	6,5%
Educación	1310,5%	451,9%	210,7%	58,0%	5,0%	4,9%	6,6%
Restaurantes y hoteles	1790,0%	640,8%	234,7%	57,4%	9,9%	9,3%	6,3%
Bienes y servicios varios	1364,1%	411,4%	219,2%	47,1%	6,6%	7,1%	6,6%
Estacional	1994,7%	756,1%	237,9%	48,2%	12,6%	6,0%	1,8%
Núcleo	1646,8%	523,2%	213,1%	51,4%	8,4%	7,8%	6,5%
Regulados	1283,9%	338,6%	209,0%	49,5%	4,9%	9,0%	7,2%
Bienes	1770,1%	553,2%	215,7%	50,2%	9,1%	7,4%	5,5%
Servicios	1295,2%	399,7%	214,8%	51,8%	6,6%	8,6%	7,2%

Fuente: INDEC

Los bienes estacionales mostraron una fuerte desaceleración, de 12% mensual de suba en abril a 6,0% en mayo y 1,8% en junio, pero **la misma no ha sido tan marcada en la inflación núcleo (bienes y servicios excluyendo estacionales y regulados)**, que descendió en menor medida de 8,4% en abril (igual que el IPC promedio general) a 6,5% (mayor que la inflación promedio general, de 6,0%). **Esto torna todavía prematuro imaginar una baja permanente de la inflación bajo las condiciones actuales, salvo una fuerte recesión y de carácter permanente por lo que resta del año.**

El registro acumulado de la inflación muestra un panorama bastante desalentador. **La inflación acumulada desde la publicación del índice actual (diciembre de 2016) hasta junio ha sido de 1.609,6%, y desde el inicio del actual gobierno (diciembre de 2019) fue de 503,2%.** En ambas comparaciones, las subas superiores al promedio general se observaron en prendas de vestir y calzado, restaurantes y hoteles, y en alimentos y bebidas no alcohólicas. En los últimos doce meses las mayores se registraron en restaurantes y hoteles (+ 234,7%), equipamiento y mantenimiento del hogar (+222,3%), prendas de vestir y calzado (+ 221,4%) y bienes y servicios varios (+219,2%). A su vez, **en lo que va de este año, mientras el IPC promedio general aumentó 50,7%, los rubros de mayores subas han sido educación (58,0%), restaurantes y hoteles (57,4%) y alimentos y bebidas no alcohólicas (55,6%).**

Todavía no hay evidencia suficiente para determinar las medidas adoptadas desde mayo para disciplinar precios de alimentos a través de importaciones es realmente efectiva. En principio daría la impresión de que la dinámica de las últimas 6-8 semanas responde al comportamiento estacional de la demanda y de la oferta, y en **el caso de la carne**, no se esperan cambios en la elevada proporción de liquidación de hembras que se observa en los últimos meses. Habitualmente la faena de vacas y vaquillonas crece a partir de marzo y llega a su pico en junio-julio para luego descender hasta fin de año. Sin embargo, el informe del lunes pasado de Rosgan³ indicaba que **en mayo la liquidación de hembras registró un aumento interanual de 8%. A su vez, datos de SENASA indicaban que al 1° de junio el stock de vacas ingresada a corrales de engorde registró un aumento de 41% respecto de un año atrás.** Esto preanuncia una mayor oferta en frigoríficos por unos pocos meses, al cabo del cual el aparente exceso de oferta de este año probablemente gire hacia un exceso de demanda permanente, con fuerte presión futura a la suba sobre precios de cortes de carne fresca.

La macroeconomía tampoco ayuda mucho. No se observan síntomas de sostenida reactivación en la mayoría de los indicadores de la economía real. Esto implica una retracción de la demanda de saldos reales de dinero y una demanda de dólares que mantiene la dinámica de recurrentes “saltos” en los tipos de cambio paralelos y, en los últimos días, también del dólar “blue”. El combustible monetario, a su vez, mantiene sin cambios las expectativas inflacionarias, dado que sigue creciendo el stock de los pasivos remunerados del BCRA, las Letras y Notas de Liquidez del BCRA (“LELIQ” y “NOTALIQ”) que no son más que futura emisión de dinero. **Al 11 de julio el stock de LELIQ no vencidas, neto de las LELIQ a recibir por el BCRA por pases pasivos, era de casi \$ 12,8 billones. Sobre ese total, 59% eran tenencias de bancos privados, con un plazo promedio de 16 días, y el resto en manos de entidades públicas, con un plazo promedio de 19 días.** La tasa que pagan las LELIQ es de 97% nominal anual (efectiva anual: 154,2%), mientras que las NOTALIQ pagan una tasa nominal anual igual a la de las LELIQ más un spread de 8,5% anual (tasa nominal: 105,5%, efectiva anual: 174,9%). Al 11 de julio el stock de NOTALIQ ascendía a \$ 186,6M. Sobre dicho stock el 49,4% estaba en manos del sector privado (plazo promedio: 126 días), y el resto en manos de tenedores del sector público (plazo promedio: 116 días).

De renovarse estas deudas del BCRA a su vencimiento, y suponiendo que las tasas actuales no se modifiquen, **sólo por acumulación de intereses incrementarían la deuda del BCRA por LELIQ se elevaría en poco menos de 5 meses hasta los \$ 17,9 Bn. (+42%) y la deuda por NOTALIQ hasta los \$ 264,1 M (+41,5%).** A su vez, al 11 de julio el stock de otras letras ajustables por tipo de cambio y emitidas en moneda extranjera ascendía a poco más de \$ 602.000 M. Bajo los supuestos anteriores y con un incremento del tipo de cambio oficial para el resto del año en torno del 40%, para el 10 de diciembre dicho stock ascendería a poco más \$ 840.000 M. Por consiguiente, **sólo por intereses y variación de tipo de cambio, estos pasivos remunerados del BCRA aumentarán (al menos) desde \$ 13,4 Bn al 11 de julio, hasta poco más de \$ 20 Bn (un incremento de 49,3% sólo por intereses).** Esto torna altamente incierto el futuro stock para diciembre, ya que la necesidad de compra de divisas para pago de deudas con organismos (fundamentalmente el FMI) y a importadores, implicará cambios en la base monetaria que deberán esterilizarse con nuevas letras o con pases pasivos en pesos a 24 hs.

Estos últimos al 11 de julio ascendían a casi \$ 3,6 Bn, pagando el BCRA una tasa anual de 91% (tasa diaria equivalente de 0,25%), lo que implica que sólo por devengamiento de intereses, manteniéndose dicha tasa sin cambios, el stock acumulado al 10 de diciembre ascendería a \$ 5,4 Bn. Sin embargo, desde el pasado 15 de mayo, cuando la tasa de pases pasivos a 1 día se incrementó de 85% a 91%, la deuda del BCRA por pases viene creciendo a razón de 0,6% diario. Por consiguiente, si se agregara al aumento por intereses otro 0,35% diario de su capital subyacente, la deuda por pases al 10 de diciembre

³ Rosgan pertenece a Mercados Ganaderos S.A., emprendimiento conjunto de la Bolsa de Comercio de Rosario y varios de los más importantes consignatarios ganaderos de varias provincias.

acumularía un incremento adicional por otros \$ 2,4 Bn, llegando a un stock de \$ 7,8 Bn. Al sumar a estos pasivos a 24 hs. la deuda por Letras con una vida promedio inferior a 30 días por \$ 20 Bn., resulta que **el nuevo gobierno se encontrará el próximo 10 de diciembre con una deuda cuasifiscal del BCRA en torno \$ 27 Bn, cifra equivalente a más de 4 veces la base monetaria actual de poco más de \$ 6 Bn.**

En algún momento el BCRA deberá pagarlas con emisión de dinero y no con nueva deuda. Esto supone un programa para lograr eliminar este pasivo gradualmente, y sin impacto desestabilizante. En concepto de tenencias de deuda del BCRA y del Tesoro, la situación de las entidades financiera según el último informe sobre bancos del BCRA indica que no sería factible una eliminación drástica vía canje compulsivo por deuda (del Tesoro) a más largo plazo como fue el llamado "Plan Bonex" de diciembre de 1989:

CUADRO 2. TENENCIAS DE DEUDA DEL BCRA Y SU RELACIÓN CON ACTIVOS Y PASIVOS DEL SISTEMA FINANCIERO -ABRIL DE 2023-

Entidades	LELIQ y otras letras del BCRA como % de		
	Activo	Pasivo	Depósitos a plazo fijo del sector privado
Total sistema financiero	24,30%	29,90%	93,10%
Total bancos privados	25,40%	31,70%	100,80%
Bancos privados nacionales	26,90%	33,70%	97,90%
Bancos privados extranjeros	23,80%	29,60%	104,60%
Bancos públicos	22,90%	27,70%	82,90%
Entidades financieras no bancarias	5,60%	6,90%	46,10%

Fuente: Informe de Bancos (BCRA) de abril de 2023

Las variaciones de fin de 2022 a junio de 2023 de los saldos promedio mensuales de depósitos transaccionales del sector privado en pesos en bancos privados muestran incrementos nominales inferiores a la inflación del primer semestre de este año (50,7%) y los depósitos a plazo fijo apenas superaron dicho umbral, con un crecimiento de 52,9%. **Los depósitos en dólares, en cambio, mostraron una baja nominal. Signo inequívoco de incertidumbre ante el resultado de las elecciones generales de octubre y el eventual cambio o no de la política económica en curso:**

**CUADRO 3. VARIACIÓN DE DEPÓSITOS DEL SECTOR PRIVADO EN BANCOS PRIVADOS
(SALDOS PROMEDIO JUNIO 2023 VS. SALDOS PROMEDIO DICIEMBRE 2022)**

I Depósitos en pesos

Total	43,8%	
Depósitos en cuenta corriente:	25,6%	
Depósitos en cajas de ahorro:	49,6%	
Depósitos a plazo fijo:	52,9%	% sobre total de plazos fijos en junio:
De \$ 1 M o más	58,7%	84,9%
Resto	26,7%	15,1%
De 30 a 60 días	57,4%	91,0%
De 60 a 90 días	17,7%	3,4%
De 90 a 180 días	7,1%	3,8%
De 180 a 365 días	60,7%	1,7%
Más de 365 días	39,2%	0,1%

II Depósitos en moneda extranjera

Total	- 1,4%	
Depósitos en cuentas a la vista:	4,3%	
Depósitos en cajas de ahorro:	0,5%	
Depósitos a plazo fijo:	- 9,7%	% sobre total de plazos fijos en junio:
De U\$S 1 M o más	- 15,3%	84,9%
Resto	- 7,5%	15,1%
De 30 a 60 días	- 6,0%	65,5%
Resto	- 15,9%	34,5%

Fuente: Elaboración propia en base al Boletín Estadístico del BCRA de junio de 2023.

El horizonte a futuro muestra otras fuentes de incertidumbre:

- a) El visible incumplimiento de las metas acordadas con el FMI, en particular la de reservas internacionales motivó la progresiva presión compradora del tipo de cambio, lo que impulsó la fuerte suba del dólar “blue” entre el miércoles y el viernes de la semana pasada. Los rumores sobre un informal acuerdo que finalmente cerraría el equipo del ministro Massa con el FMI el próximo viernes pondrían fin a la ola de rumores de los últimos días, y en particular respecto de marcados desacuerdos con los técnicos del FMI, reflejados en la prensa local.
- b) El comportamiento de la actividad económica, que según diversos indicadores anticiparían que el Estimador Mensual de Actividad Económica del INDEC mostraría para el mes de mayo una caída probablemente mayor que la reportada para el mes de abril.
- c) La evolución sin dirección definida de la actividad de la construcción. Tanto el EMAE del INDEC como el índice Construya de empresas privadas muestran una suerte de estancamiento, y, en el caso de este último, cierta estabilidad por debajo de los picos observados en el primer semestre del año pasado y el del año 2018.
- d) Al igual que un año atrás el mercado laboral muestra que en el primer trimestre de este año todavía la población inactiva (que no tiene trabajo ni lo busca activamente) supera el 50% de la fuerza laboral total relevada por el INDEC sobre 29 aglomerados urbanos.
- e) La evolución del tipo de cambio y de precios clave como las tarifas públicas y los combustibles, que van a determinar fundamentalmente el comportamiento de la inflación.

El optimismo prevaleciente en inversionistas locales y extranjeros, igualmente, se mantiene sin cambios, en particular para el año próximo y el siguiente. Pareciera haber un convencimiento (o quizás deseos) de que la próxima administración inicie, al menos, un alejamiento de las recetas de política económica que, según el lente desde que se lo analice, algunos los asocian al denominado “socialismo del siglo XXI” y otros a algún tipo de populismo. Sin embargo, la transición hasta el fin de mandato del actual presidente y la que deberá iniciar la próxima administración va a seguir siendo incierta.

En el corto plazo, el ánimo de los mercados dependerá de la confirmación del probable viaje de la conducción económica a Washington para destrabar un desembolso anticipado del FMI que, según comentarios de los últimos días, sería entre U\$S 7.000 M y U\$S 8.500 M. Sería una cifra inferior a los U\$S 10.500 M que aparentemente desea el equipo económico, pero que contribuiría a calmar sustancialmente al mercado cambiario. Por lo pronto, sobre el cierre de este informe ya se observaba una inicial baja de la cotización del dólar, respecto de los máximos registrados el último viernes. Las intervenciones diarias con dólares y uso del swap de China con yuanes para importadores probablemente deban reducirse un poco para calmar expectativas y evitar controles más prohibitivos al acceso a divisas para importaciones. Esto último podría agravar el incipiente enfriamiento de la actividad, la caída de la demanda de pesos, y fortalecer las presiones inflacionarias justo antes de las PASO del 13 de agosto y la elección general del próximo 22 de octubre.

PANORAMA INTERNACIONAL

ESCENARIO GLOBAL: BAJA LA INFLACIÓN, FESTEJAN LOS MERCADOS FINANCIEROS

Jorge Viñas

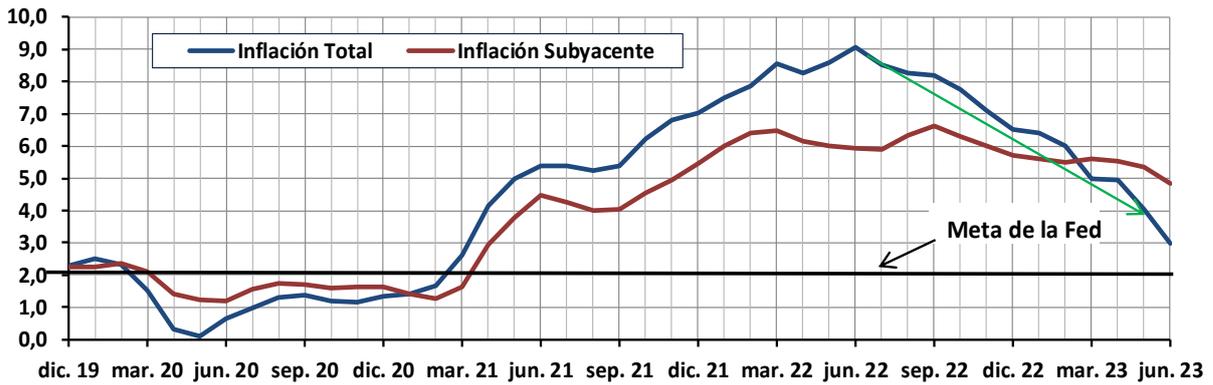
En EE.UU., la inflación de junio volvió a sorprender a la baja: 0,2% mensual y 3% interanual. Junto a datos de alentadores de la actividad económica, esto alimenta expectativas positivas en EE.UU., impulsando a los mercados accionarios a nuevos máximos. La perspectiva de condiciones financieras globales más laxas mejora las perspectivas para los países latinoamericanos que están experimentando una fuerte apreciación de sus monedas.

1. *EE.UU.: La inflación mantiene la tendencia declinante del último año.*

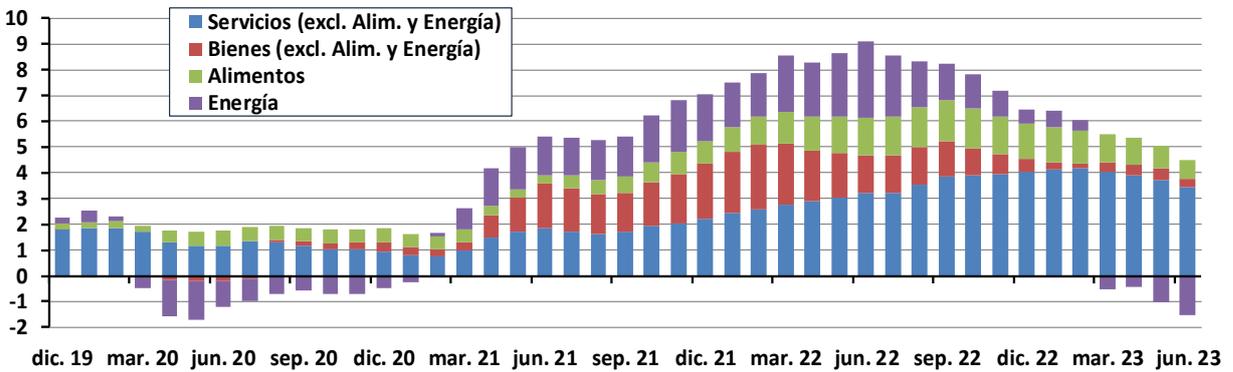
En junio, la inflación evidenció un nuevo escalón bajista. El índice de inflación minorista registró una variación mensual de 0,2% lo que provocó un descenso de la variación interanual del 4,0% en mayo al 3,0%. Ambas mediciones estuvieron por debajo de las estimaciones de consenso, que se ubicaban en 0,3% mensual y 3,1% interanual según el relevamiento de Bloomberg. Se trata de la variación interanual más baja desde marzo de 2021, cuando la reactivación económica que trajo la reapertura post-Covid empezó a empujar la inflación hacia arriba con fuerza. El pico inflacionario se produjo exactamente hace un año, en junio de 2022, cuando la variación interanual alcanzó 9,1%. Un factor clave en la dinámica del índice de inflación ha sido el comportamiento de los precios de la energía, ya que en el pico de junio de 2022 aportaron 3 puntos porcentuales (p.p.) a la inflación interanual, mientras que en junio de 2023 restaron 4,5 p.p. Es decir, que de los 6,1 p.p. que se desaceleró la inflación en el último año, 4,5 p.p (cerca del 75%) se explica por los precios de la energía (véase el gráfico 1).

GRÁFICO 1. EE.UU. EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN Y CONTRIBUCIÓN POR CATEGORÍA

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



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



Fuente: Bloomberg

La inflación subyacente también muestra una tendencia a la desaceleración, aunque mucho menos pronunciada que la inflación total y se mantiene más lejos de la meta oficial del 2%. La medición que excluye energía y alimentos, categorías de precios típicamente volátiles, registró en junio una variación del 0,2% mensual, reduciendo la variación interanual al 4,8% frente al 5,3% de mayo. Las estimaciones de consenso se ubicaban en 0,3% mensual y 5% interanual. Como se mostró en el párrafo anterior, los vaivenes en los precios de la energía han sido un factor clave para explicar la menor amplitud en los movimientos de la inflación subyacente en el último año respecto a la inflación total. Por otra parte, los precios de los servicios, que tienen una incidencia mayor en el índice subyacente que en el índice total, han tardado más en reaccionar a la salida de la pandemia, pero en los últimos meses han tomado impulso, recuperando terreno frente a los precios de los bienes. A junio, la contribución de los servicios a la variación interanual de la inflación todavía es mayor que un año atrás, pero la nota positiva es que en el margen también muestran una desaceleración: la variación mensual fue de 0,15%, el registro más bajo desde agosto de 2021, y fue por debajo del pico de 0,44% de septiembre de 2022.

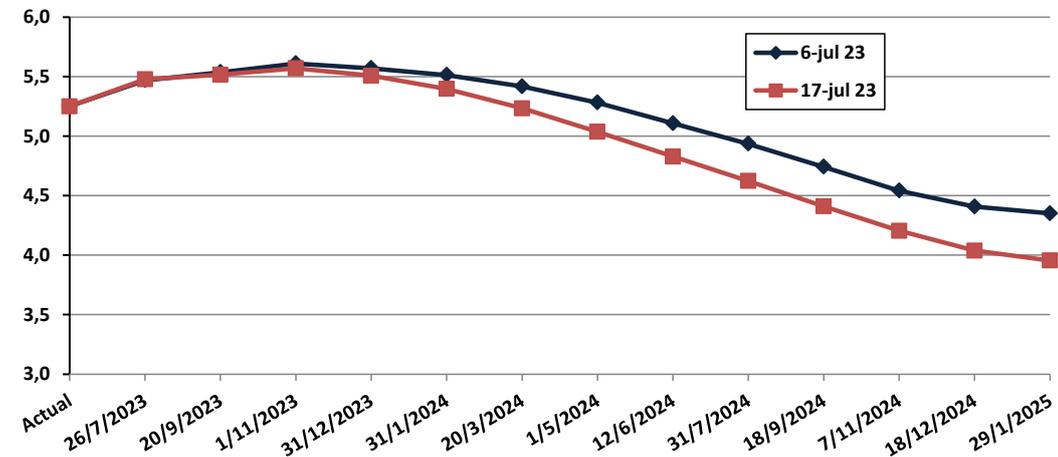
La baja de la inflación alivia la presión sobre la Fed, pero de todos modos se espera que suba 25 p.b. la tasa de Fondos Federales en la reunión del 26 de julio. Pese a haber interrumpido la suba de tasas en la reunión de junio, cuando la tasa de Fondos Federales quedó sin cambios en 5,25%, los miembros de la Fed, con su presidente J. Powell a la cabeza, han señalado que para lograr el objetivo de reducir la inflación a la meta del 2% serán necesarias subas adicionales de tasas. Las últimas proyecciones de los miembros de la Fed anticipaban 2 subas adicionales de 25 p.b. hasta fin de año. Adicionalmente, los datos económicos más recientes que continúan mostrando una economía que se mantiene firme, con un mercado laboral que no afloja, contribuyeron a consolidar expectativas de que la lucha contra la inflación estaba lejos de terminarse y que la Fed podría verse obligada a subir las tasas incluso más allá de lo que pronostican sus miembros.

En este contexto, si bien la baja de la inflación en junio trae algo de alivio, no parece suficiente para evitar una suba de 25 p.b en la próxima reunión del 26 de julio, que llevaría la tasa de Fondos Federales a 5,50%, especialmente teniendo en cuenta que la evolución de la inflación subyacente aun no parece asegurar la convergencia de la inflación a la meta del 2%. La cotización de mercado de los futuros de tasa de Fondos Federales sigue asignando una elevada probabilidad (92%) a una suba de 25 p.b.

en la reunión del 26 de julio, pero se redujo a menos de 1/3 la probabilidad de una segunda suba de tasas antes de fin de 2023, mientras que la baja de tasas comenzaría en el primer trimestre de 2024.

En el gráfico 2 se presenta la comparación de la trayectoria proyectada de la tasa de Fondos Federales para las reuniones de la Fed previstas hasta enero de 2025, de acuerdo con la valuación de mercado de los futuros de Fondos Federales a principios de julio y en la actualidad, luego de publicarse el dato de inflación el 12 de julio. En el mismo se puede apreciar el desplazamiento hacia abajo, lo que refleja el impacto sobre las expectativas de mercado luego de la sorpresa bajista en la inflación de junio

GRÁFICO 2. TRAYECTORIA PROYECTADA DE LA TASA DE FONDOS FEDERALES SEGÚN EL MERCADO DE FUTUROS (%)



Fuente: Bloomberg

2. *Tasas y dólar para abajo, acciones para arriba, viento a favor en Latinoamérica.*

La menor expectativa de suba de tasas de la Fed se tradujo en un desplazamiento hacia abajo de la curva de rendimientos de los bonos del Tesoro de EE.UU., que volvieron a los niveles de junio. En los primeros días de julio se había producido una suba generalizada de los rendimientos de los bonos del Tesoro, que habían vuelto a los niveles máximos del año. Los datos económicos (ventas minoristas, producción industrial, evolución del empleo privado) seguían mostrando un nivel de actividad sostenido, lejos de la recesión que muchos anticipaban para mediados de 2023, lo que tornaba más probable que se requirieran niveles de tasas de interés más elevados para reducir la inflación a la meta de 2%.

El dato de empleo de junio, si bien inferior a lo esperado (se crearon 209.000 empleos frente a la estimación de 230.000 según el consenso de Bloomberg), muestra **un mercado laboral que sigue creando más de 200.000 empleos por mes, suficiente para mantener la tasa de desempleo cerca del piso histórico (bajó nuevamente de 3,7% a 3,6%), lo que sigue presionando a los salarios.** Pero el dato de inflación de junio volvió a consolidar las expectativas de que el proceso de desinflación está vigente y que el ciclo de suba de tasas está cercano a su fin, dando lugar a una reversión en la suba de rendimientos de los bonos del Tesoro. La tasa del bono del Tesoro a 10 años que había vuelto a trepar por encima del 4% en la primera semana de julio, retrocedió a 3,76% al cierre del 14 de julio. **El descenso en las tasas de interés de mercado y las mayores perspectivas de un “soft-landing” dieron un fuerte impulso a los mercados accionarios de EE.UU. y del resto del mundo.** La persistencia de altos niveles de inflación a lo largo de 2022 y principios de 2023, que forzó a la Fed y la mayoría de los bancos centrales del mundo a subir las tasas de política monetaria en forma agresiva, alimentó el riesgo de “hard landing”, es decir, de que las subas de tasas terminaran provocando una recesión aguda. En el transcurso del primer semestre de 2023, la percepción de dicho riesgo empezó a disminuir junto con la baja gradual de la inflación y las señales de moderación en el crecimiento económico, dando lugar a una recuperación de los mercados accionarios a nivel global, luego de las fuertes caídas registradas en el año 2022.

El “boom” generado por la revolución de la inteligencia artificial contribuyó a la recuperación de los índices accionarios, aunque provocó un fenómeno de concentración, en el que un número reducido de acciones de grandes empresas tecnológicas explicaban la mayor parte de las subas de los índices accionarios. De todos modos, hacia fines de junio y principios de julio, con las perspectivas de subas de tasas adicionales para frenar la inflación, la amenaza del “hard landing” estaba reapareciendo. Pero tras la baja de la inflación de junio, con datos económicos que muestran una economía que se mantiene firme y sin riesgo de recesión evidente, las perspectivas de un “soft landing” se consolidan, dando lugar a la euforia en los mercados accionarios en EE.UU. y en gran parte del mundo desarrollado y de los países emergentes, llevándolos a los máximos desde el primer trimestre de 2022 (véase el gráfico 3). La gran excepción son los mercados accionarios de Asia (excluyendo a Japón) que siguen relegados, afectados principalmente por el mal desempeño de las acciones de China que han sido castigadas por problemas regulatorios,

el deterioro del crecimiento económico provocado por el Covid, y una recuperación menos vigorosa que lo esperado desde la reapertura.

GRÁFICO 3. EVOLUCIÓN DEL ÍNDICE MUNDIAL DE ACCIONES MSCI Y DESEMPEÑO POR REGIÓN EN 2023 (VARIACIONES EN USD)



Fuente: Bloomberg

Adicionalmente, la baja de rendimientos de los bonos del Tesoro renovó la presión bajista sobre el dólar, que se depreció frente a las principales divisas, dando lugar a una incipiente recuperación en los precios internacionales de los commodities. El Dólar Index (DXY), que mide la evolución del dólar frente a una canasta de divisas ponderadas por su participación en el comercio exterior de EE.UU., cayó en la semana del 14 de julio un 3% a su mínimo nivel desde abril de 2022, acumulando una caída del 13% desde el máximo de septiembre de 2022 (véase el gráfico 4).

La renovada tendencia a la depreciación del dólar seguramente reavivará el debate respecto a la pérdida de su posición de privilegio como reserva de valor a nivel global. Por el momento, el debilitamiento reciente del DXY ha contribuido a frenar la baja de los precios internacionales de los commodities, que venían en tendencia declinante desde mediados de 2022, luego del pico provocado por las restricciones de oferta en los primeros meses de la invasión de Rusia a Ucrania. En el caso del petróleo, el WTI había alcanzado un máximo de u\$s 120 por barril en junio de 2022, para luego caer por debajo de los u\$s 70 en varias ocasiones a lo largo del segundo trimestre de 2023. Al 14 de julio cerró en u\$s 75,4 por barril, acumulando una suba de 10% en el último mes, ayudado además por la reducción en las cuotas de producción de la OPEP anunciada a principios de junio.

GRÁFICO 4. EVOLUCIÓN DEL DÓLAR INDEX DESDE PRINCIPIOS DE 2021 (ÍNDICE 1970 = 100)



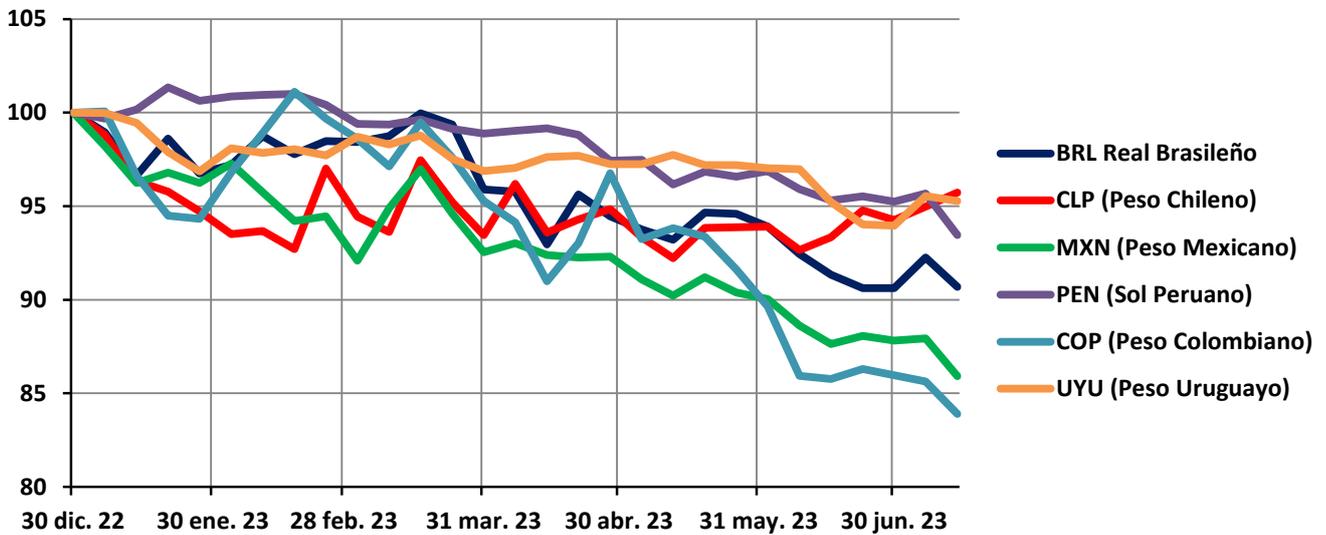
Nota: composición de la canasta del DXY: EUR (57,6%), JPY (13,6%), GBP (11,9%), CAD (9,1%), SEK (4,2%), CHF (3,6%)
Fuente: Bloomberg

De esta forma, el escenario global se ha tornado más favorable para los países emergentes, en particular para Latinoamérica. La baja de las tasas de interés de mercado en EE.UU., el menor riesgo de "hard landing" global, la tendencia a la depreciación del dólar y la recuperación de los precios de los commodities, constituyen una mejora significativa de las condiciones externas para las economías latinoamericanas.

La baja de tasas y la depreciación del dólar favorece el ingreso de capitales y la apreciación de las monedas de los países de la región (véase el gráfico 5). La apreciación de las monedas contribuye al proceso de desinflación en varios de ellos, con Brasil

a la cabeza, donde la política monetaria restrictiva está empezando a rendir frutos. El menor riesgo de “hard landing” global y la mejora de precios de los commodities apuntala la balanza comercial y mejora los términos de intercambio. Todo esto se traduce en una disminución del riesgo y un incremento en las valuaciones de los activos de la región. El índice MSCI Latam, que engloba a las principales acciones latinoamericanas, acumula una suba de 16% en lo que va de 2023.

GRÁFICO 5. LATINOAMÉRICA: EVOLUCIÓN DE MONEDAS SELECCIONADAS FRENTE AL USD EN 2023 - ÍNDICE 30-12-22 = 100



Nota: la baja (suba) de los índices indica apreciación (depreciación) de las monedas frente al USD
Fuente: Bloomberg

3. ¿Es sostenible este nuevo “viento a favor”? Al respecto, persisten varios interrogantes:

- La tendencia a la baja de la inflación en EE.UU. parece seguir en pie hacia el segundo semestre, pero no está asegurada. Por ejemplo, anteriormente se mostró el rol clave que jugaron los precios de la energía en la desinflación del último año, pero la recuperación incipiente de los precios del petróleo podría revertir el efecto de dicho factor. La depreciación del dólar, si se acentúa, tampoco jugaría a favor. Adicionalmente, la baja de tasas contribuye al repunte de los precios de las propiedades, lo que juega en contra de la baja de los precios de servicios asociados a la vivienda (alquileres, renta imputada de los propietarios), que constituyen el componente principal del índice de inflación subyacente.
- El riesgo de recesión no ha desaparecido. Teniendo en cuenta los rezagos de magnitud difícil de precisar con que opera la política monetaria, no se puede descartar que las fuertes subas de tasas acumuladas en el último año (la tasa de Fed Funds pasó de 0,25% a 5,25% entre marzo de 2022 y mayo de 2023) terminen provocando una recesión en EE.UU. en los próximos meses o a principios de 2024. La crisis bancaria de marzo fue sofocada rápidamente, pero los bancos regionales lucen debilitados, en mala posición para enfrentar nuevas situaciones de stress. El consumo no mostró una merma ante el menor crecimiento de los ingresos reales debido a la acumulación de ahorros excedentes durante la pandemia, pero la reducción de tales ahorros excedentes podría provocar un cambio de actitud de los consumidores hacia una mayor austeridad.
- Fuera de EE.UU., la economía de China sigue siendo un factor de preocupación para la economía global. La recuperación de la actividad tras la apertura post-Covid sigue decepcionando, acaba de publicarse el crecimiento del PIB del segundo trimestre del 6,3% interanual, frente al 7,1% estimado por el consenso según Bloomberg. Al mismo tiempo, los índices de precios reflejan que la economía de China podría caer en deflación: los precios mayoristas mostraron en junio una caída del -5,4%, mayor al -4,6% de mayo, mientras que los precios minoristas arrojaron una variación del 0%, frente al +0,2% de mayo. El gobierno sigue adoptando medidas de estímulos y se esperan medidas adicionales, pero todavía está por verse su alcance y eficacia.

En conclusión, la baja de la inflación en EE.UU. y las condiciones financieras más laxas a nivel global constituyen un renovado “viento a favor” para los países latinoamericanos, pero sus bases aun no lucen sólidas como para confiar en su perdurabilidad.

PRECIOS INTERNACIONALES DE COMMODITIES CORRIENDO A LA BAJA

Leandro Marcarian

La Guerra entre Rusia y Ucrania dio lugar a un significativo aumento de los precios internacionales de alimentos y energía en todo el mundo. El acuerdo de granos del Mar Negro morigeró el impacto, pero Rusia amenaza con no renovarlo.

1. Introducción

A un año y medio de la invasión, la economía rusa ha caído en un 2,1% en 2022, en medio de sanciones históricas por parte de USA y la UE a bancos, funcionarios rusos y empresarios cercanos al poder. Desde febrero de 2022, solo la UE aprobó 11 paquetes de sanciones contra Rusia.

Las sanciones van desde inversiones en el sector energético, reducción al acceso de divisas y venta de tecnología de defensa. Tampoco ha podido invadir la capital ucraniana y se encuentra con menos territorio que al inicio de la invasión. Como vemos en los gráficos, Ucrania logró recuperar gran parte del norte ocupado; en tanto Rusia se mantuvo con el control de parte de las cuatro provincias que se anexionó tras un referéndum no reconocido internacionalmente. Lo que inicialmente fue considerado como una operación relámpago por parte de Rusia, se transformó en una guerra de desgaste sin un final a la vista.

GRÁFICO 6. MAPA DEL CONFLICTO AL INICIO DE LA INVASIÓN



Fuente: Institute for the Study of War (ISW)

GRÁFICO 7. MAPA BÉLICO ACTUAL



Fuente: Institute for the Study of War (ISW)

2. Impacto de guerra en Europa

La invasión de Rusia sobre Ucrania ha impactado negativamente sobre las economías europeas. El conflicto bélico ha afectado tanto los negocios como la confianza de los consumidores, junto con una aceleración de la inflación y cortes de suministros de energía. Todo en un contexto en donde la política monetaria se ha vuelto más restrictiva.

Europa Central, del Este y los Balcanes Occidentales, que presentan una integración económica mayor con la UE, se vieron fuertemente afectados por la suba de precio de la energía, cortes de suministros de energía y recrudescimiento de la política monetaria. En cambio, en el sur del Cáucaso, Turquía y Asia Central se vieron beneficiados por las mayores entradas del comercio exterior, los migrantes y las finanzas provenientes de Rusia y Ucrania.

En Ucrania, la reapertura de las exportaciones de granos, gracias al acuerdo del Mar Negro, favoreció la actividad económica y compensó, en parte, los costos de la invasión. Dicho acuerdo permitió el comercio de más de 30 millones de toneladas de granos y alimentos. Asimismo, la ayuda externa también fue un factor clave para amortiguar el impacto negativo del conflicto. No obstante, el daño en infraestructura energética sigue afectando a aproximadamente un 50% de la población ucraniana, lo cual, a su vez, impacta sobre el nivel de productividad de su masa laboral. En Rusia, la economía se contrajo en un 2,1% en el último año por las sanciones impuestas a Rusia por la invasión a Ucrania. Dicho efecto fue compensado por la mayor producción de petróleo, la redirección de las exportaciones de petróleo hacia India, China y Turquía y la política fiscal expansiva de Rusia.

Turquía, uno de los principales socios comerciales de Europa occidental se vio afectada por los terremotos a principios de año, con grandes pérdidas económicas y una política monetaria de reducción de tasas de interés, bajos niveles de reservas, alta inflación y déficit de cuenta corriente. Esto provocó que la lira turca sea una de las monedas con peor desempeño en el viejo continente en lo que va del año.

En términos generales, la disparada de precios en Europa generó una caída de los salarios reales que supera el 3% en gran parte de la región. Más allá de que en varios países ya se observa cierta desaceleración de la inflación; la inflación subyacente sigue siendo elevada. En función de ellos, se espera que la política monetaria siga siendo restrictiva.

3. *¿Qué se espera para Europa?*

Dado que todavía no finalizó el conflicto bélico, el panorama es incierto. La recuperación económica para los próximos dos años se ve impulsada por la demanda interna, a medida que baje la inflación y el poder adquisitivo de los salarios retorne a niveles de pre-pandemia, y externa, siempre y cuando las relaciones comerciales entre Europa occidental y el eje de países aliados a Rusia se normalice. Después de la contracción del último año, se espera que los precios del petróleo en 2024-2025 aumenten y beneficien a los países exportadores de petróleo. Asimismo, se espera que mejoren las condiciones financieras y se profundice la consolidación fiscal de muchos países

Para Ucrania, se espera que la guerra siga teniendo costos económicos y humanos. La incertidumbre es alta y el Banco Mundial proyecta un crecimiento del 2,0% para este año. Los ingresos fiscales ucranianos dependerán de la ayuda externa, fundamentalmente del FMI. En tanto, en Turquía, la economía se desacelerará al 3,2%, más allá de un mayor apoyo del gobierno a los hogares, después del terremoto. En Europa Central se estima, desde el Banco Mundial, un crecimiento modesto del 1,1% este año como consecuencia de la ralentización del crecimiento de las economías y de una política monetaria más restrictiva. Ya para los próximos años se espera que se recupere la región por el mayor uso de Fondos de Recuperación y Resiliencia. En los Balcanes Occidentales se estima una desaceleración del crecimiento económico para este año resultado de una contracción del consumo privado, ajuste financiero global y menor demanda de la zona euro. Para 2024 se espera una mayor recuperación por el mayor crecimiento del resto de la UE. En Asia Central se espera que las menores remesas de Rusia se compensen con mayor crecimiento del sector energético.

4. *¿Cuáles son los riesgos?*

Uno de los mayores riesgos para toda Europa es que el conflicto bélico se intensifique o se prologue. De ser así, se incrementaría la inseguridad energética ya que podrían reiterarse los cortes de suministros, dada la dependencia de Rusia. Asimismo, se han incrementado los costes de envío de remesas por las sanciones internacionales de la invasión; lo que podría agravar el envío de remesas a países de Asia Central y Sur de Cáucaso, países cuyo 12% del PBI dependen de esas remesas.

Por su parte, si el acuerdo del Mar Negro no se extiende, por una menor oferta de granos podrían aumentar los precios de los alimentos, disparando, nuevamente, la inflación. Nos encontraríamos en un contexto de inflación persistente con políticas monetarias más restrictivas y prolongadas. Esto erosionaría tanto los salarios reales como la confianza de los consumidores. Asimismo, podrían profundizarse las tensiones en algunos sectores como el inmobiliario por el aumento de los precios de los alquileres, que ya vienen siendo afectados por el aumento de la migración. Esas políticas monetarias más restrictivas, derivadas de una persistencia en las tasas de inflación, incrementarían los costos de endeudamiento, con estrés financiero, riesgo de liquidez, etc.

5. *¿Qué es el acuerdo de granos del Mar Negro y por qué es importante?*

Dicho acuerdo, sancionado en julio de 2022, facilita las exportaciones ucranianas de granos y fertilizantes a través del Mar Negro. Esto permite incrementar la oferta y reducir, así, las presiones en los precios de los alimentos. No obstante, semanas atrás, Valentina Matviyenko, senadora y presidenta de la Cámara Alta en Rusia, declaró que es “imposible” prorrogar el acuerdo sobre los cereales del Mar Negro en las actuales circunstancias. Rusia reclama que no se han cumplido los compromisos de conexión del Banco Agrícola Ruso al sistema de pagos SWIFT, la reanudación del suministro de maquinaria y piezas agrícolas, el levantamiento de las restricciones sobre seguros y reaseguros, la reanudación del oleoducto de amoníaco Togliatti-Odesa y el desbloqueo de los activos y las cuentas de las empresas rusas dedicadas a la exportación de alimentos y fertilizantes. De producirse esto, volverían a aumentar los precios de los alimentos; aunque no a niveles previos del 2022 por mayores ofertas de granos este año a nivel global, excluyendo a Ucrania.

6. *Inflación de alimentos*

Según el Banco Mundial, la guerra entre Rusia y Ucrania provocó un alza de los precios en países de ingreso bajo y medio, con subas del 5,1% en 6 de cada 10 países de ingreso medio, 8 de cada 10 países de ingreso medio bajo y 7 de cada 10 países de ingreso medio alto. Asimismo, el 80% de los países de ingreso altos poseen inflación de alimentos. Más del 80% de los países se vio afectado por la suba de precio de alimentos. Los países más afectados se encuentran en África, América del Norte, América Latina, Asia meridional, Europa, y Asia central.

Los precios del maíz, el trigo y el arroz se encuentran en un 21%, un 4% y un 2% por arriba de principios de 2021. Esto incrementó los niveles de pobreza en todo el mundo. Se calcula que 1 de cada 8 personas tuvieron dificultades para conseguir alimentos y tuvieron que saltarse comidas. Esto se agravó por las prohibiciones impuestas al comercio de alimentos en muchos países con el objetivo de favorecer la producción interna y morigerar la suba de precios internos. Téngase en cuenta, además, que **20 países impusieron 27 prohibiciones a la exportación de alimentos, y 10 establecieron 14 medidas de restricción de las exportaciones.**

La Guerra entre Rusia y Ucrania ha tenido costos importantes en materia económica, no sólo a los países involucrados, también a nivel mundial con precios de los alimentos que se han disparados desde que estalló el conflicto. No obstante, a partir del segundo semestre del año pasado se han podido estabilizar gracias al acuerdo de granos del Mar Negro. En caso de que no se extienda por más tiempo, es probable que vuelvan a presionar los precios a la suba

PRÓXIMOS INDICADORES Y EVENTOS

2023		Julio				
LUNES	MARTES	MIÉRCOLES	JUEVES	VIERNES	SÁBADO	DOMINGO
17	18	19	20	21	22	23
	INDEC: Índice del costo de la construcción (ICC). Junio de 2023. Índices de precios mayoristas. Junio de 2023. Estimador mensual de actividad económica (EMAE). Mayo de 2023.	INDEC: Intercambio comercial argentino (ICA). Junio de 2023. Canasta básica alimentaria (CBA) y canasta básica total (CBT). Junio de 2023.				España: elecciones generales.
LUNES	MARTES	MIÉRCOLES	JUEVES	VIERNES	SÁBADO	DOMINGO
24	25	26	27	28	29	30
	INDEC: Encuesta nacional de centros de compras. Mayo de 2023. Encuesta de supermercados. Mayo de 2023. Encuesta de autoservicios mayoristas. Mayo de 2023. <u>Reserva Federal (EE.UU.):</u> Reunión del Comité de Mercado Abierto.	INDEC: Índice de salarios. Mayo de 2023. <u>U.S. Bureau of Labor Statistics (EE.UU.):</u> IPC. Junio de 2023. <u>Reserva Federal (EE.UU.):</u> Reunión del Comité de Mercado Abierto.	<u>Banco Central Europeo:</u> Reunión de Política Monetaria. <u>Banco de Japón:</u> Reunión de Política Monetaria. <u>Bureau of Economic Analysis (EE.UU.):</u> PBI 2° Trimestre, estim. anticipado.	<u>Banco de Japón:</u> Reunión de Política Monetaria.		Elección provincial y municipales en provincia de Chubut.
LUNES	MARTES	MIÉRCOLES	JUEVES	VIERNES	SÁBADO	DOMINGO
31						
INDEC: Dotación de personal de la administración pública nacional, empresas y sociedades. Junio de 2023.						

2023		Agosto				
LUNES	MARTES	MIÉRCOLES	JUEVES	VIERNES	SÁBADO	DOMINGO
	1	2	3	4	5	6
	<u>Banco Central de Brasil:</u> Reunión Comité de Política Monetaria.	<u>Banco Central de Brasil:</u> Reunión Comité de Política Monetaria. <u>Banco de Inglaterra:</u> Reunión Comité de Política Monetaria.	INDEC: Índices de precios y cantidades del comercio exterior. 2° trimestre de 2023.	<u>U.S. Bureau of Labor Statistics (EE.UU.):</u> Situación del Empleo. Julio de 2023.		
LUNES	MARTES	MIÉRCOLES	JUEVES	VIERNES	SÁBADO	DOMINGO
7	8	9	10	11	12	13
	<u>IBGE (Brasil):</u> IPC Amplio. Junio de 2023	INDEC: Índice de producción industrial manufacturero (IPI manufacturero). Junio de 2023. Indicadores de coyuntura de la actividad de la construcción. Junio de 2023.	INDEC: Índice de salarios. Junio de 2023. <u>U.S. Bureau of Labor Statistics (EE.UU.):</u> IPC. Julio de 2023.	<u>U.S. Bureau of Labor Statistics (EE.UU.):</u> Índice de Precios al Productor. Julio de 2023.		Elecciones Primarias Abiertas Simultáneas y Obligatorias, nacionales, y en Ciudad de Bs. Aires y provincias de Buenos Aires, Catamarca y Entre Ríos. Elección provincial y municipales en provincia de Santa Cruz.

ANEXO ESTADÍSTICO

Indicador	Jun-22	Jul-22	Ago-22	Sep-22	Oct-22	Nov-22	Dic-22	Ene-23	Feb-23	Mar-23	Abr-23	May-23	Jun-23
Precios													
IPC Nacional (INDEC) Var. % m/m	5,3%	7,4%	7,0%	6,2%	6,3%	4,9%	5,1%	6,0%	6,6%	7,7%	8,4%	7,8%	6,0%
IPC Nac. Núcleo Var. % m/m	5,1%	7,3%	6,8%	5,5%	5,5%	4,8%	5,3%	5,4%	7,7%	7,2%	8,4%	7,8%	6,5%
IPC Alim. y beb. no alc. Var. % m/m	4,6%	6,0%	7,1%	6,7%	6,2%	3,5%	4,7%	6,8%	9,8%	9,3%	10,1%	5,8%	4,1%
IPC Nacional (INDEC) Var. % a/a	64,0%	71,0%	78,5%	83,0%	88,0%	92,4%	94,8%	98,8%	102,5%	104,3%	108,8%	114,2%	115,6%
IPC Nac. Núcleo Var. % a/a	65,5%	72,2%	78,4%	82,3%	86,4%	89,1%	90,6%	94,4%	100,4%	102,0%	105,2%	110,3%	113,1%
IPC Alim. y beb. no alcohólicas Var. % a/a	66,4%	70,6%	80,0%	86,6%	91,6%	94,2%	95,0%	98,4%	102,6%	106,6%	115,0%	117,8%	116,9%
IPC GBA (INDEC) Var. % m/m	5,5%	7,4%	7,0%	6,0%	6,6%	5,0%	5,3%	6,0%	6,7%	7,8%	8,6%	8,0%	5,8%
IPC GBA Núcleo Var. % m/m	5,3%	7,4%	6,9%	5,5%	5,8%	4,9%	5,6%	5,5%	7,5%	6,8%	8,4%	7,9%	6,5%
IPCBA (CABA) Var. % m/m	5,1%	7,7%	6,2%	5,6%	7,0%	5,8%	5,8%	7,3%	6,0%	7,1%	7,8%	7,5%	7,1%
IPC GBA (INDEC) Var. % a/a	66,9%	71,8%	79,1%	82,9%	87,8%	92,8%	95,2%	99,0%	103,1%	105,3%	109,9%	116,3%	117,0%
IPC GBA Núcleo Var. % a/a	66,8%	73,3%	79,8%	83,5%	87,9%	90,7%	92,5%	96,6%	102,2%	103,6%	106,2%	112,0%	114,5%
IPCBA (CABA) Var. % a/a	61,8%	69,2%	74,6%	78,4%	84,0%	89,9%	93,4%	99,4%	103,1%	105,5%	110,4%	114,4%	118,6%
Expectativas de Inflación (UTDT)													
Mediana	50,0	60,0	50,0	60,0	70,0	80,0	70,0	70,0	80,0	80,0	90,0	100,0	100,0
Media	57,9	62,5	60,6	61,7	68,4	72,4	69,6	70,2	69,9	75,4	82,0	96,4	94,1
Indicadores Fiscales SPNF (Var. % a/a)													
Ingresos Totales	64,9%	82,8%	73,3%	41,1%	94,5%	79,4%	92,0%	92,4%	85,6%	60,7%	71,9%	104,8%	s/d
Gastos Totales	74,2%	64,7%	77,4%	77,6%	60,8%	88,7%	70,6%	116,1%	109,2%	69,6%	84,6%	114,6%	s/d
Ingr. Primarios (sin Rentas de la Prop.)	57,7%	74,1%	71,3%	33,1%	95,5%	85,9%	90,2%	94,9%	83,1%	78,1%	87,0%	106,3%	s/d
Gastos Primarios	75,3%	62,0%	72,9%	78,9%	63,5%	77,9%	54,8%	111,3%	95,0%	69,0%	88,7%	98,2%	s/d
Recursos tributarios (Var. % a/a)													
Recaudación total	82,1%	87,0%	72,2%	117,9%	92,8%	88,8%	95,6%	93,4%	82,3%	88,3%	90,2%	104,9%	109,2%
Dirección General Impositiva	78,7%	122,8%	75,2%	87,5%	119,0%	113,2%	114,9%	103,1%	138,0%	157,4%	130,6%	148,7%	164,9%
Dirección General de Aduanas	73,9%	82,3%	103,4%	82,9%	86,7%	65,7%	48,9%	64,7%	45,7%	66,5%	96,7%	139,6%	128,6%
Sistema de Seguridad Social	83,2%	79,2%	81,4%	81,7%	89,7%	94,9%	96,5%	105,4%	103,2%	113,0%	110,7%	117,8%	113,9%

Indicador	Jun-22	Jul-22	Ago-22	Sep-22	Oct-22	Nov-22	Dic-22	Ene-23	Feb-23	Mar-23	Abr-23	May-23	Jun-23
Confianza del Consumidor (UTDT)													
Indice	39,1	34,7	37,1	37,2	35,7	35,2	35,9	38,5	36,2	36,2	37,1	38,3	41,8
Var. % m/m	7,7%	-11,1%	6,6%	0,4%	-4,1%	-1,4%	2,2%	7,3%	-6,1%	5,6%	-2,9%	3,3%	9,1%
Var. % a/a	12,8%	-8,2%	-6,8%	-8,2%	-11,3%	-11,4%	-4,9%	-4,0%	-8,2%	-2,0%	3,8%	5,5%	6,9%
Indicadores de Actividad													
EMAE (INDEC) Var. % a/a	7,0%	5,9%	6,6%	4,8%	4,5%	2,6%	-1,2%	2,9%	0,2%	1,3%	-4,2%	s/d	s/d
Var m/m, sin estacionalidad	1,1%	0,5%	0,3%	-0,1%	-0,8%	-0,8%	-0,9%	0,3%	0,0%	0,1%	-1,9%	s/d	s/d
Uso Capacidad Instalada Industria Manufacturera (INDEC)	69,5%	67,9%	69,6%	68,6%	66,7%	68,9%	63,8%	62,0%	65,0%	67,3%	68,9%	67,8%	s/d
Venta de autos O Km (ADEFA) Var. % a/a	32,1%	20,8%	11,9%	34,6%	30,8%	26,6%	2,4%	9,8%	18,5%	12,6%	9,5%	14,5%	18,5%
Var m/m, con estacionalidad	10,4%	-21,0%	-0,9%	18,6%	-4,4%	6,4%	-5,6%	-34,0%	36,2%	26,4%	-11,3%	14,2%	14,3%
Producción Industrial (FIEL) Var. % a/a	5,5%	2,3%	5,5%	-0,4%	0,1%	0,1%	-3,8%	3,8%	-0,9%	0,8%	0,1%	-3,4%	s/d
Var m/m, desest.	-1,0%	-2,9%	0,1%	-3,5%	-0,6%	1,4%	-1,2%	2,9%	-0,3%	2,4%	-1,3%	-0,8%	s/d
Producción Industrial (INDEC) Var. % a/a	7,0%	5,2%	7,3%	3,9%	3,1%	0,5%	-3,0%	6,4%	-1,7%	3,1%	1,7%	1,1%	s/d
ISAC (INDEC) Var. % a/a	7,3%	5,3%	7,4%	5,2%	-0,8%	-1,4%	-10,5%	2,7%	-6,3%	1,2%	-4,0%	-2,9%	s/d
Construcción (Grupo Construya) Var. % a/a	4,9%	8,4%	12,1%	2,1%	0,0%	-5,1%	-12,7%	0,4%	-10,7%	-9,1%	-12,4%	-9,2%	-7,5%
Var. % m/m, desest.	3,4%	7,6%	-9,9%	-5,5%	5,3%	-9,0%	-11,5%	4,9%	8,0%	-4,6%	8,2%	1,1%	0,9%
Despachos de Cemento (AFCP) Var. % a/a	14,3%	9,4%	12,3%	8,6%	-1,3%	-0,1%	-9,4%	8,9%	-5,1%	5,6%	-1,3%	-2,0%	-2,4%
Indicadores del Sector Externo													
Exportaciones en USD	8.433	7.805	7.541	7.518	7.962	7.122	6.119	4.925	5.239	5.735	5.898	6.203	s/d
Var. % a/a	20,3%	7,2%	-6,9%	-0,7%	16,0%	15,0%	-7,1%	-11,2%	-18,8%	-22,0%	-29,3%	-24,8%	s/d
Importaciones en USD	8.664	8.289	7.837	7.137	6.079	5.762	5.017	5.368	5.029	6.846	6.091	7.357	s/d
Var. % a/a	44,6%	43,7%	36,2%	21,3%	15,9%	-0,1%	-19,3%	2,2%	-10,7%	-3,3%	-11,5%	-6,7%	s/d
Saldo Comercial en USD	-231	-484	-296	381	1.883	1.360	1.102	-443	210	-1.111	-193	-1.154	s/d
Precios Materias Primas BCRA (dic 2001=100)	365,6	337,7	340,7	331,1	327,2	330,2	321,2	327,6	325,9	313,7	310,1	292,3	298,6
Var. % a/a	17,3%	13,4%	16,2%	18,4%	16,2%	12,9%	8,6%	4,4%	-1,4%	-14,7%	-16,6%	-21,5%	-18,3%

Indicador	Jun-22	Jul-22	Ago-22	Sep-22	Oct-22	Nov-22	Dic-22	Ene-23	Feb-23	Mar-23	Abr-23	May-23	Jun-23
Indicadores Monetarios (saldos promedios mensuales)													
Base Monetaria (\$ M.M.)	3.896	4.216	4.298	4.181	4.230	4.400	4.821	5.293	5.237	5.167	5.201	5.394	5.600
Circulante	2.935	3.200	3.233	3.172	3.239	3.348	3.790	4.089	4.086	4.071	4.154	4.299	4.505
Otros pasivos BCRA en mon. local: (a) + (b) + (c)	8.102	9.164	9.315	10.437	11.379	11.925	12.999	13.613	14.360	15.311	16.458	18.073	19.751
(a) Deuda Remun (LELIQ+NOCOM)	5.390	5.863	6.029	6.511	7.238	7.466	7.953	8.218	8.559	8.930	9.618	10.719	11.645
(b) Pasivos netos por pases	628	1.044	942	1.411	1.432	1.633	2.006	2.185	2.464	2.874	3.100	3.271	3.694
(c) Depósitos del Gobierno	2.084	2.257	2.344	2.516	2.708	2.827	3.040	3.210	3.337	3.507	3.739	4.083	4.413
Reservas intern. brutas (U\$S M.M.)	40,9	40,4	37,1	37,2	39,1	37,9	40,8	43,2	39,9	37,9	37,0	33,5	31,9
Dep. en mon.ext. en BCRA (U\$S M.M.)	18,5	18,1	17,5	17,5	17,5	18,1	18,8	19,5	19,6	19,3	18,5	17,8	17,6
(BaseMon.+ Pas.noMon.)/(Rvas.Int.Brut - Dep.en U\$S en BCRA)	536,8	600,3	694,8	739,1	723,8	823,1	808,6	800,3	965,3	1.100,9	1.170,1	1.494,6	1.779,2
Tipo de cambio mayorista bancos (\$ / U\$S)	122,7	128,4	135,3	143,6	152,6	162,1	172,9	182,2	191,9	203,1	216,6	231,2	248,8
Depósitos bancarios (saldos promedios mensuales)													
Total depósitos (\$ M.M.)	14.776	15.868	16.435	17.594	18.914	19.895	21.481	22.817	23.777	24.963	26.417	28.620	30.849
Sector privado	12.075	13.048	13.406	14.396	15.386	16.268	17.869	18.963	19.999	21.098	22.299	23.838	25.649
Sector público	2.701	2.820	3.029	3.198	3.529	3.627	3.612	3.854	3.778	3.865	4.118	4.782	5.200
En moneda local (\$ M.M.)	12.505	13.542	14.062	15.096	16.250	16.962	18.240	19.262	20.019	21.043	22.435	24.496	26.479
Sector privado	10.163	11.113	11.431	12.274	13.108	13.802	15.163	16.004	16.859	17.788	18.891	20.303	21.816
Sector público	2.342	2.429	2.631	2.822	3.142	3.160	3.077	3.257	3.160	3.254	3.544	4.192	4.663
En moneda extranjera (\$ M.M.)	2.271	2.326	2.373	2.498	2.665	2.933	3.240	3.555	3.758	3.921	3.982	4.125	4.370
Sector privado	1.912	1.935	1.975	2.122	2.278	2.466	2.706	2.958	3.141	3.309	3.408	3.535	3.834
Sector público	359	391	398	376	386	467	535	597	618	611	574	590	537
En moneda extranjera (U\$S M.M.)	18,5	18,1	17,5	17,5	17,5	18,1	18,8	19,5	19,6	19,3	18,5	17,8	17,6
Sector privado	15,6	15,1	14,6	14,8	15,0	15,2	15,7	16,3	16,4	16,3	15,8	15,3	15,4
Sector público	2,9	3,0	2,9	2,6	2,5	2,9	3,1	3,3	3,2	3,0	2,7	2,6	2,2
Tasas de interés nominales													
Tasa de control monetario BCRA (% anual) Prom. mensual	50,4	52,8	66,1	72,6	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	76,5	80,3	94,3	97,0
Tasas activas (% anual)													
Call en pesos entre bancos privados	36,9	41,7	52,7	60,5	59,9	62,5	64,5	64,7	63,7	64,2	66,0	81,8	84,9
Adel. cta.cte. en pesos a empresas no financ. por \$ 10 M o más, con acuerdo, de 1 a 7 días	42,5	46,7	61,8	69,6	72,4	73,9	73,3	74,4	75,1	75	76,3	88,7	92,2
Préstamos personales	60,2	65,7	75,3	78,2	82,7	79	81	79,4	79,6	79,6	80,9	93,6	103,7
Tasas pasivas (% anual)													
BADLAR	47,2	50,1	59,5	65,5	68,3	68,3	68,4	68,9	68,9	70,2	73,6	88,9	91,5
Plazo fijo en \$ hasta \$ 100.000	49,0	52,1	64,4	71,0	73,5	73,5	73,6	73,6	73,5	75,0	78,0	92,2	95,4
Plazo fijo en \$ más de \$ 1.000.000	46,6	49,6	58,8	64,7	67,6	67,4	67,9	68,1	68,1	69,5	72,9	88,1	90,9