

Informe Económico Mensual



USAL
UNIVERSIDAD
DEL SALVADOR

Instituto de Investigación

Nº 217. Año 23 – 23 de junio de 2023

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

EL DATO DEL MES

Índice Merval. El 21 de junio alcanzó su nivel máximo histórico, acumulando una suba interanual de 396,2%.

LO QUE HAY QUE SABER

Argentina y la inflación. La calma inflacionaria de mayo no parece asegurar un sendero hacia la estabilidad. Las subas de tarifas públicas y combustibles, junto a la escasez de insumos importados conducen a una continuidad del actual escenario inflacionario. Sin embargo, las expectativas de un triunfo opositor en las elecciones presidenciales de octubre explican la suba de los precios las acciones de los últimos tres meses.

Economía global: en relativa calma. En EE.UU. la baja de la inflación en mayo le permitió a la Fed hacer una pausa en la suba de la tasa de Fondos Federales. De todas formas, las nuevas proyecciones de sus miembros contemplan dos subas adicionales hasta fines de 2023, por lo que el ciclo alcista de tasas aún no termina. La Eurozona y China, por su parte, muestran señales de desaceleración económica, pero mientras el BCE mantiene el sesgo contractivo en la política monetaria, China se apresta adoptar nuevas medidas de estímulo.

Precios de los commodities, a la baja. Al inicio de la guerra entre Rusia y Ucrania los precios de las materias primas llegaron a máximos históricos. La desaceleración económica global, resultante de las políticas monetarias más restrictivas, han marcado un sendero bajista de los precios de las materias primas que podría ser permanente, no transitorio.










LO QUE VIENE

Argentina y el FMI. Las autoridades de nuestro país siguen negociando una refinanciación de los pagos del segundo semestre y un desembolso adelantado de los fondos previstos para el fondo del año. El resultado es todavía incierto, dado el incumplimiento de la meta de reservas internacionales y la supuesta intención del organismo de requerir una devaluación del peso.

Sequía en Uruguay. La aguda sequía en este país ha puesto en riesgo las reservas hídricas. De no revertirse, alrededor del 60% de la población podría enfrentar una aguda escasez de agua potable en las primeras semanas de julio.

Reino Unido. La suba de la tasa de política monetaria por medio punto porcentual a 5% anual superó las previsiones del sector privado. Se trata de la mayor de los últimos 15 años, ha generado temores por nuevas subas y una eventual recesión ya que la inflación anual -actualmente en torno del 8,7%- sigue lejos de aproximarse a la meta oficial de 2%.

PRINCIPALES INDICADORES HASTA FIN DE MAYO DE 2023

	2023 Febrero	Marzo	Abril	Mayo	Tendencia hasta mayo 2023
IPC Var. % mensual	6,6%	7,7%	8,4%	7,8%	
IPC Var. % interanual	102,5%	105,3%	108,8%	114,2%	
Industria % uso capacidad instalada	65,0%	67,3%	68,9%	s.d.	
	2023 Febrero	Marzo	Abril	Mayo	Tendencia hasta mayo 2023
LELIQ	75,0%	78,0%	91,0%	97,0%	
EMBI Arg. Riesgo país en puntos básicos al último día del mes	1.965	2.276	2.656	2.590	
IVA DGI Recaudación Mensual	138,0%	157,4%	130,6%	148,7%	
		Var. % interanual.			
Dólar \$/U\$S mayorista promedio bancos al último día del mes	197,2	209,0	222,6	239,3	
Depósitos en pesos Sector privado	5,2%	5,6%	5,4%	3,5%	
		Var. % mensual de saldos promedios mensuales			
Depósitos en dólares Sector privado	0,7%	-0,3%	-3,3%	-3,1%	
		Var. % mensual de saldos promedios mensuales			

PRECIOS, ACTIVIDAD Y COMERCIO EXTERIOR

INDICADORES MÁS RECIENTES

Adolfo Bosch

I. PRECIOS

VARIABLE		FUENTE	Periodo	Unidad	Valor	Periodo anterior		
PRECIOS	IPC Nacional	INDEC	Mayo 23	Var. % mensual	7,8%	8,4%		
				Var.% interanual	114,2%	108,8%		
	IPC G.B.A		Mayo 23	Var. % mensual	8,0%	8,6%		
				Var.% interanual	116,3%	109,9%		
	IPC C.A.B.A		Dirección General de Estadística y Censos. GCBA	Mayo 23	Var. % mensual	7,5%	7,8%	
					Var.% interanual	114,4%	110,4%	

II. ACTIVIDAD

VARIABLE		FUENTE	Periodo	Unidad	Valor	Periodo anterior	
DEMANDA INTERNA	Ventas en Shoppings	INDEC	Marzo 2023	Var. % i.a. acumulado vs. acum. año anterior a precios constantes	12,7%	15,9%	
	Ventas en Supermercados		Marzo 2023	Var. % i.a. acumulado vs. acum. año anterior a precios constantes	1,9%	0,9%	
	Patentamiento autos 0 Km	ACARA	Mayo 2023	Var.%interanual	11,8%	7,7%	
ACTIVIDAD	Estimador Mensual de Actividad Económica	INDEC	Marzo 2023	Var.% mensual (sin estacionalidad)	0,1%	0,0%	
				Var.% interanual	1,3%	0,2%	
PBI	4 to Trimestre 2022		Var. % oct-dic '22 vs oct-dic '21	1,9%	5,9%		
			ACTIVIDAD INDUSTRIAL	IPI Manufacturero	Abril 2023	Var.% interanual	1,7%
CONSTRUCCIÓN	Uso capacidad instalada		Abril 2023	% uso capacidad instalada	68,9%	67,3%	
				Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción	Abril 2023	Var.% interanual	-4,0%
INGRESOS TRIBUTARIOS RELACIONADOS CON LA ACTIVIDAD INTERNA	IVA DGI (Bruto)	AFIP	Mayo 2023	Var % mensual	-0,6%	8,4%	
				Var. interanual	148,7%	130,6%	
	Sistema Seguridad Social			Var % mensual	7,8%	8,8%	
				Var. interanual	117,8%	110,7%	
	Créditos y Débitos en Cta.Cte.			Var % mensual	19,2%	7,0%	
Var. interanual		139,9%	98,7%				

III. COMERCIO EXTERIOR

VARIABLE		FUENTE	Periodo	Unidad	Valor	Periodo anterior	
COMERCIO EXTERIOR	Exportaciones	INDEC	Mayo 2023	Nivel (U\$S M)	6.203	5.898	
				Var. % interanual	-24,8%	-29,3%	
	Importaciones			Nivel (U\$S M)	7.357	6.091	
				Var. % interanual	-6,7%	-11,5%	
	Saldo balanza comercial			Nivel (U\$S M)	-1.154	-193	

PANORAMA DE ARGENTINA

INVIERNO INFLACIONARIO

Héctor Rubini

La calma inflacionaria de mayo no parece asegurar un sendero hacia la estabilidad. Las subas de tarifas públicas y combustibles, junto a la escasez de insumos importados conducen a una continuidad del actual escenario inflacionario. Sin embargo, las expectativas de un triunfo opositor en las elecciones presidenciales explican la suba de los precios las acciones de los últimos tres meses.

1. Clima político: hacia nuevos picos de tensión

El sábado 24 de junio es la última fecha para la inscripción de los precandidatos para las elecciones Primarias Abiertas Simultáneas y Obligatorias (PASO) del domingo 13 de agosto. Los frentes ya inscriptos a nivel nacional son los siguientes:

Frente de partidos	Partidos
Unión por la Patria (ex Frente de Todos) Principales referentes: Eduardo De Pedro y Daniel Scioli	Frente Grande, Partido de la Victoria, Partido Comunista de la Argentina, Partido Intransigente, Partido Solidario, Nuevo Encuentro, Unidad Popular, Kolina, Partido del Trabajo y el Pueblo, Partido por el Trabajo y la Equidad, Frente Renovador, Partido de la Concertación Forja, Partido por Jujuy, Partido de la Concentración Forja, Patria Grande, Partido Federal.
Juntos por el Cambio Precandidatos a presidente: Horacio Rodríguez Larreta, Patricia Bullrich y Facundo Manes	Unión Cívica Radical, Propuesta Republicana, Coalición Cívica, Partido Unir, Generación para un Encuentro Nacional, Partido Demócrata Progresista, Encuentro Republicano Federal y Avanza Libertad.
La Libertad Avanza Precandidato a presidente: Javier Milei	Partido Demócrata, Unión Celeste y Blanco y Partido Renovador Federal
Frente de Izquierda y los Trabajadores-Unidad Precandidatos a presidente: Myriam Bregman y Gabriel Solano	Partido de los Trabajadores Socialistas, Izquierda Socialista, Partido Obrero y Movimiento Socialista de los Trabajadores.
Hacemos por Nuestro País Precandidato a presidente: Juan Schiaretti	Partido Demócrata Cristiano, Partido Socialista y Partido Autonomista.
Principios y Valores Precandidato a presidente: Guillermo Moreno	Principios y Valores
Frente Liberar Precandidato a presidente: José Bonacci	Unite y Liberar

Varios hechos en las últimas semanas han mantenido sin cambios la incertidumbre de los principales frentes políticos. En el oficialismo kirchnerista no hubo todavía consenso para una lista única. Es probable una elección primaria entre los partidarios de Eduardo "Wado" de Pedro, apoyado por la ex - presidente Cristina F. de Kirchner, y Daniel Scioli, actual embajador en Brasil. Los resultados de varios comicios provinciales en los últimos dos meses parecían alentar cierta recuperación del oficialismo en las encuestas de intención de voto, pero todavía prevalece la opinión fuertemente negativa sobre las principales figuras del kirchnerismo, complicando la definición de sus listas de candidatos. Dos semanas atrás, el ministro Massa desistió de participar como precandidato, de modo que **en las PASO competirá la fórmula Eduardo De Pedro-Juan Manzur contra Daniel Scioli**. Al cierre de este informe, Scioli no había definido quién lo acompañará, aunque se mencionaba al Jefe de Gabinete, Agustín Rossi.

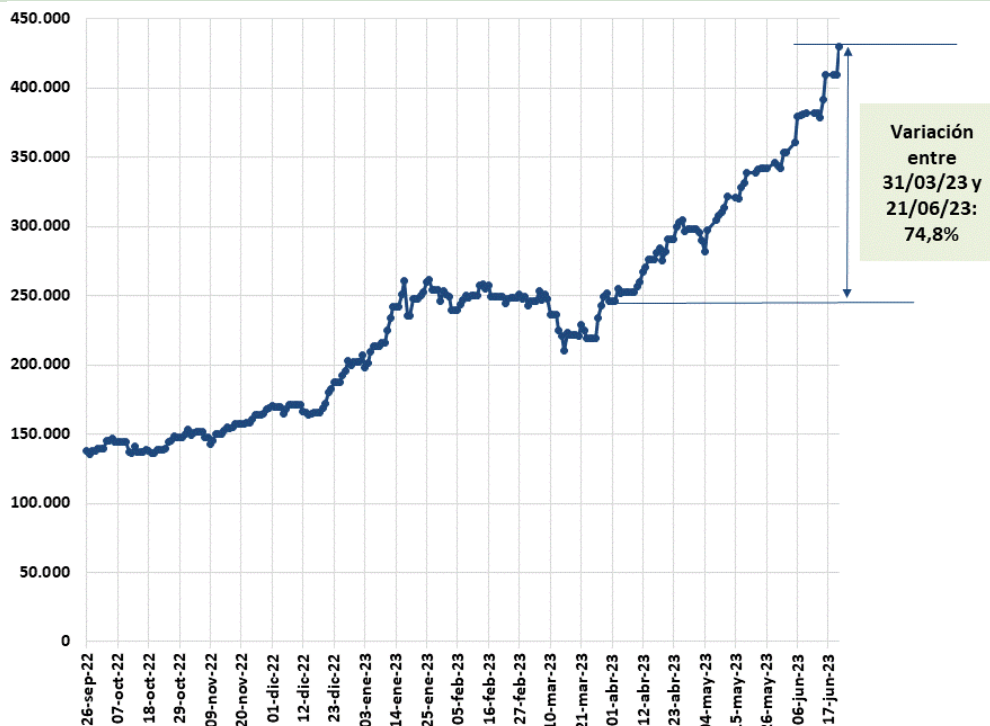
El frente Juntos por el Cambio (macristas, UCR y Coalición Cívica) mantiene viva una conflictividad interna que torna inciertas tanto sus chances electorales como qué haría en caso de ser gobierno. El domingo 4 de junio el Jefe de Gobierno de la Ciudad de Buenos Aires, Horacio Rodríguez Larreta publicó en redes sociales un comunicado para ampliar la alianza Juntos por el Cambio **incorporando a dirigentes opositores y al gobernador de la provincia de Córdoba, el oficialista Juan Schiaretti** (autodefinido como peronista no kirchnerista). La sorpresa fue inmediata dado que Juntos por el Cambio es fundamentalmente no peronista, pero además la fecha elegida no pudo ser más inoportuna: **ese domingo se celebraron elecciones municipales en varias ciudades y pueblos de la provincia de Córdoba. Una jurisdicción donde el enfrentamiento polarizado entre el peronismo y la Unión Cívica Radical se mantiene sin cambios desde hace más de medio siglo**, y donde los candidatos de Juntos por el Cambio, Luis Juez y Rodrigo de Loredó pugnan por derrotar al peronismo en las elecciones por la gobernación de la provincia. **La tensión interna ha sido generó dudas las definiciones sobre las listas de candidatos en varios distritos, incluyendo a la Ciudad**

y a la provincia de Buenos Aires. Esta concluyó con una transitoria paz con la incorporación formal de los partidos de Margarita Stolbizer, y José Luis Espert, pero al menos, mediáticamente, se nota una recuperación de Patricia Bullrich frente a Rodríguez Larreta. Lo que se ha confirmado hasta ahora es que en las PASO competirán **Horacio Rodríguez Larreta-Gerardo Morales contra Patricia Bullrich-Luis Petri. Al cierre de este informe, Facundo Manes, tercer precandidato, no había definido su compañero para vicepresidente.** Por el resto del frente opositor, la fuerza de Javier Milei, La Libertad Avanza, también muestra signos de visible debilidad. Sin haber cerrado alianzas sólidas ni una base mínima de candidatos y fiscales, sólo pudo presentar candidato a gobernador en tres provincias, y en la única que logró superar el 15% de los votos (La Rioja) obtuvo en tercer puesto. En todas las demás los guarismos fueron demasiado pobres, inferiores al 10% de los votos. Esto se ha reflejado en cierto retroceso en las encuestas de opinión, **varias de las cuales parecieran haber sobreestimado la intención de voto para dicho frente.**

El oficialismo kirchnerista, a su vez, aparece en los últimos días duramente golpeado por el crimen no esclarecido en Resistencia, Chaco de la señora Cecilia Strzyzowski. Un crimen que desde hace una semana es noticia tanto por no haberse hallado su cuerpo hasta el presente, como por el encarcelamiento del piquetero Emerenciano Sena y de su esposa, que contaban con el aparente apoyo del gobernador chaqueño Jorge Capitanich. Este episodio le ha costado al kirchnerismo **la derrota en la PASO provincial del 18 de junio** y el resultado potencialmente escandaloso de las investigaciones en curso bien puede complicar las aspiraciones electorales del oficialismo. Juntos por el Cambio, a su vez, se ha visto afectado por la dura represión en la provincia de Jujuy, gobernada por Gerardo Morales, precandidato presidencial. A las manifestaciones por reclamos de maestros provinciales se sumaron las protestas y cortes de rutas contra de la reforma de la constitución provincial sancionada el 16 de junio. El 21 de junio la Legislatura provincial adelantó de las 18:00 a las 11:00 AM la aprobación de la nueva Constitución, lo que motivó disturbios y diversas personas ingresaron al palacio legislativo provocando incendios y daños de todo tipo. La dura represión policial del gobierno jujeño dejó el saldo de decenas de heridos y detenidos y se esperan protestas a nivel nacional que pueden debilitar, a Juntos por el Cambio. Su dirigencia, alineada totalmente con el gobernador jujeño Morales, entiende que los disturbios han sido **instigados por los kirchneristas, como anticipo de los disturbios que ocurrirán si cualquier opositor llegara a ganar las elecciones presidenciales.**

Ciertamente, la polarización entre kirchneristas y antikirchneristas en las elecciones provinciales y municipales en 12 provincias generó serias dudas sobre un eventual triple empate futuro con los libertarios. Sin embargo, **estos episodios van a debilitar inequívocamente a los dos bloques mayoritarios**, de modo que no es todavía improbable que los libertarios puedan disputar el segundo puesto en las PASO de agosto y en las elecciones generales de octubre. De todas formas, **los mercados financieros vienen descontando una derrota del kirchnerismo**, lo cual explica la **fuerte suba de las acciones**, y en los últimos días también de los **títulos públicos a pesar de los desequilibrios macroeconómicos que tienden a profundizarse.**

GRÁFICO 1: ÍNDICE DE ACCIONES MERVAL (EN PESOS)



Fuente: Bolsas y Mercados Argentinos (BYMA) <https://open.bymadata.com.ar/#/dashboard>

2. Deuda interna: alivio preelectoral y "herencia" para el próximo presidente

La sucesión de normas de mayo de la CNV y el accionar diario del Gobierno en el mercado de bonos ha logrado revertir transitoriamente lo que emergía como una potencial corrida en los mercados cambiarios paralelos al oficial. De todas formas, las expectativas de inflación anual superior al 110% y de una potencial devaluación del peso se mantienen invariables. Esto hizo que para el 14 de mayo el Tesoro renovara los vencimientos de deuda interna ofreciendo títulos ajustables por inflación o a dólar oficial, y un bono del tesoro (BONTE con vencimiento en agosto de 2025) por \$ 304.364 M. Se trata de un bono cupón cero amortizable en 4 cuotas, cuyo saldo de capital no vencido **es ajustable por inflación**. Dicho título es puede ser utilizable por los bancos para integrar encajes legales, lo que **contribuye a consolidar la dependencia de los pasivos monetarios y no monetarios del BCRA de la inflación observada y esperada**.

Las sobreofertas que recibía el Ministerio de Economía e siguieron inclinando hacia los títulos ajustados por inflación. Para el 29 de mayo debían renovarse vencimientos por **\$ 470.000 M**, y el Ministerio obtuvo la renovación total más la colocación de deuda adicional por **\$ 296.000 M**. El saldo consolidado (renovación y nueva deuda) en casi su totalidad, en títulos indexados, con plazo promedio hasta el vencimiento de poco más de 9 meses. Paralelamente, el BCRA emitió la Com "A" 7775 que alargó el plazo de títulos soberanos elegibles para integrar encajes de 730 a 760 días, permitiendo así a los bancos utilizar a tal efecto el nuevo BONCER 25 (indexado) con plazo hasta el vencimiento de 749 días.

Luego, el 9 de junio el Tesoro logró canjear **\$ 7,74 Bn** de títulos en pesos con vencimiento entre junio y septiembre por nuevos bonos a amortizar totalmente entre agosto de 2024 y enero de 2025. Cabe observar que el 70% eran tenencias de títulos de entes públicos. Sobre las tenencias del sector privado se presentaron al canje por el 30%, de modo que se logró alargar así el perfil de vencimientos sobre poco más de **\$ 6,1 Bn** de títulos que vencían entre junio y septiembre.

Esta operación permitió al Tesoro pasar a un perfil de vencimientos decreciente desde poco más de \$ 1 Bn en junio a \$998.582 M en julio, \$ 640.446 M en agosto, \$ 531.292 M en septiembre, \$ 486. 111 M en octubre, \$ 359.415 M en noviembre y \$ 70.564 M en diciembre.

Esto, por otro lado, **deja al próximo gobierno vencimientos en torno de \$ 1,74 Bn. mensual en el primer trimestre de 2024, y otros \$2,25 Bn para abril del año próximo**. Luego descienden hasta septiembre de 2023, y saltan a valores entre \$2 Bn. y \$2,6 Bn mensuales entre octubre y diciembre de 2024. **Casi el 100% de la deuda interna son bonos en pesos indexados y bonos duales (indexados por dólar mayorista o CER -inflación-, el mayor)**.

La mecánica fundamental se mantiene invariable: gasto público nominal a la suba, financiado con emisión de deuda ajustada por inflación. Las compras de dólares se hacen con emisión monetaria esterilizada por Letras de Liquidez del BCRA (LELIQ) con una tasa efectiva superior al 150%, cuyo stock sigue creciendo. En consecuencia, la única forma de sostener la dinámica es vía suba de tasas de interés, lo cual es inequívocamente recesivo. Por otro lado, el exceso de demanda de dólares no tiende a cero de modo que, junto a los controles a la compra de dólares para importaciones, los tipos de cambio paralelos siguen bien lejos de la cotización oficial.

La escasez de insumos importados (por los permisos oficiales) y la expectativa de suba del tipo de cambio y de los precios internos tornan imposible reducir las tasas de interés. Sin baja esperable de la remuneración de las LELIQ y de los títulos indexados con los que se integran encajes fraccionarios, la evolución del déficit cuasifiscal devengado del BCRA queda fuera del control efectivo del BCRA. Bajo esta dinámica pierde el control de la base monetaria y de toda influencia exógena, efectiva, sobre las expectativas de mercado y sobre la demanda de pesos y de dólares.

3. Más controles y el swap con China

El eje central de la política coyuntural pasa por las intervenciones oficiales en el mercado de bonos para influir en la cotización de los títulos utilizados para compraventas de dólares ("Contado con Liquidación" ó "CCL" y "Mercado Electrónico de Pagos" o "MEP"). **El día 2 de este mes el BCRA emitió la Com. "A" 7782 que obliga a los gobiernos provinciales a refinanciar a 2 años al 60% de los vencimientos de deuda en moneda extranjera de este año**. Esto reduciría levemente la demanda de dólares de las provincias en poco más de U\$S M 260 M. Sobre ese total, el 60% son vencimientos de deuda de la provincia de Córdoba. Este se presentó ante el Juzgado Federal N° 2 de Córdoba que dispuso una medida cautelar contra dicha norma, a efectos de que la provincia acceda en el mercado oficial a los dólares requeridos.

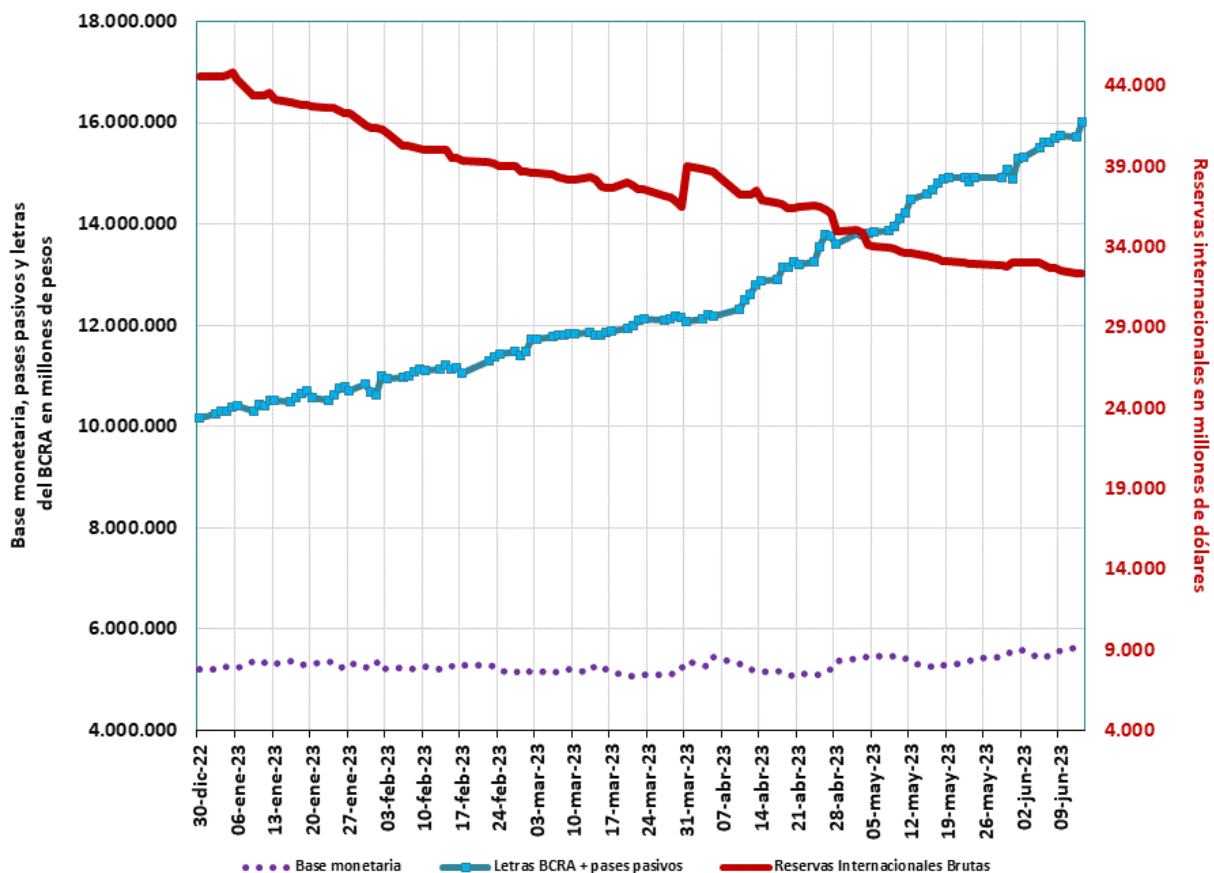
Por otro lado, el ministro Massa viajó a China donde suscribió diversos acuerdos, pero no logró financiamiento del banco de desarrollo de los BRICS. Sin embargo, dos meses antes del vencimiento del acuerdo de swap de monedas con el Banco Popular de China, el presidente del BCRA y el titular de la autoridad monetaria china acordaron la renovación por otros tres años de dicho

acuerdo. El mismo incluye un aumento del monto de uso de los **35.000 yuanes (poco mas de U\$S 5.000 M)** por otro saldo equivalente. Esto fue presentado como una ampliación de la capacidad del BCRA para intervenir en el mercado cambiario y no sólo para financiar importaciones desde China. El acuerdo de abril de este año con las autoridades chinas contempla el aumento del monto otorgado a partir de mayo por **U\$S 1.070 M, y un “piso” de importaciones (dos conocidas ensambladoras con sede en Rio Grande, Tierra del Fuego) en este mes por unos U\$S 633 M.** Sobre los U\$S 5.000 M del nuevo tramo **quedarían sin usar U\$S 3.297 M,** que permitiría financiar importaciones de China por **U\$S 659 M mensuales hasta noviembre.** El interés por fomentar un mercado de futuros para atraer y reciclar yuanes tiene sentido: si no es exitoso, no quedarán saldos remanentes para intervenir en el mercado de cambios con el uso del swap chino.

Según la Nota 8 (“Hechos posteriores al cierre del ejercicio”) del Balance Anual 2022 del BCRA publicado este mes, **la entidad informó que con la autoridad monetaria china acordaron el 8 de enero de este año activar el uso del swap chino, con un “uso especial” de esos 35.000 M de yuanes para “compensar” operaciones del mercado cambiario.** Según dicha nota, **al 11 de mayo de este año el BCRA ya utilizó todo ese saldo.** Funcionarios de la autoridad monetaria local agregaron más confusión a posteriori. En declaraciones periodísticas, funcionarios de la entidad habrían desmentido la nota 8 del propio Balance Anual de la entidad, afirmando que **los U\$S 5.000 M habrían sido activados (autorizados) pero no utilizados (desembolsados).** Hasta mediados de mayo se habían autorizado importaciones de China por al menos U\$S 2.200 M, de modo que de mínima esa cifra ya se habría utilizado. De ser verdad (y la nota 8 del Balancee un error), el BCRA contaría con esa suma para intervenir en el mercado cambiario, lo que le daría cierto “aire” por al menos un mes o quizás dos. Pero de todas formas, no deja de ser una deuda que luego habrá que devolver al banco central asiático.

Lo que sí es cierto, es que el uso o no de las mismas preserva de manera oculta, el acceso a liquidez para intervenir en el mercado de cambios. Serían entonces parte de las reservas líquidas, no propias (algo así como la posición de “liquidez internacional”) del BCRA, **pero su monto es incierto.** Mientras tanto, las reservas, tanto netas como brutas siguen en caída y el pasivo remunerado del BCRA (letras y pases pasivos) sigue creciendo sin interrupciones: **al 13 de junio ya superaba los \$ 16 Bn, nivel que ya superaba en un 57,4% al stock de fin de diciembre de 2022, mientras las reservas internacionales brutas acumularon una caída de U\$S 12.232 M desde fin de 2022.** Una dinámica insostenible y que preannuncia un inevitable ajuste, sea en el activo o en el pasivo del BCRA.

GRÁFICO 2: RESERVAS INTERNACIONALES BRUTAS Y PASIVOS DEL BCRA



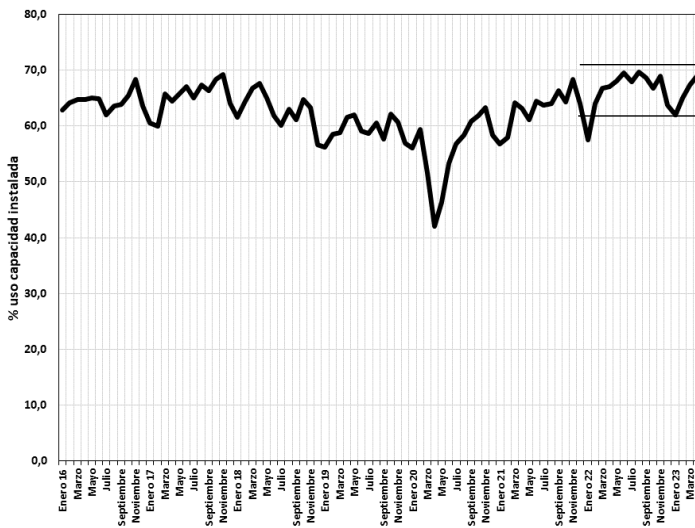
Fuente: BCRA

4. Sin reactivación sostenida, prevalece la inflación...

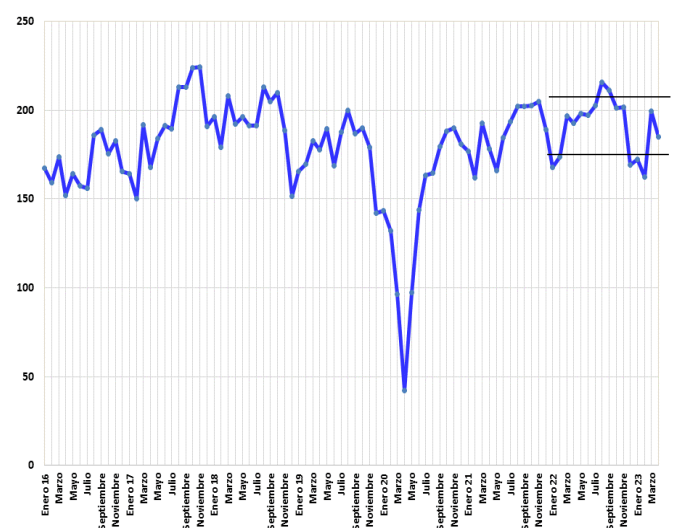
La actividad económica sigue sin mostrar grandes novedades. Los efectos de la sequía todavía no se reflejan en los indicadores oficiales de la evolución mensual de la actividad y el empleo. De todas formas, los gráficos muestran que lejos se está de un rebote alcista permanente y sostenido. El uso de la capacidad instalada sigue oscilando desde mediados el año pasado en una banda entre el 62% y el 70%. La recuperación desde fin de año ha sido destacable, pero nada indica que pudiera sostenerse por encima del 70% y de manera permanente. La actividad de la construcción y la de la producción industrial lejos están de una tendencia alcista, a pesar del repunte de esta última en el primer trimestre del año. A su vez, la Encuesta de Indicadores Laborales del Ministerio de Trabajo indica que el empleo (salvo en el sector primario, no relevado por dicha encuesta), pareciera haber iniciado a mediados del año pasado una desaceleración permanente, no transitoria, que llega al menos hasta el último dato publicado, de marzo de este año.

GRÁFICO 3: INDICADORES DE ACTIVIDAD

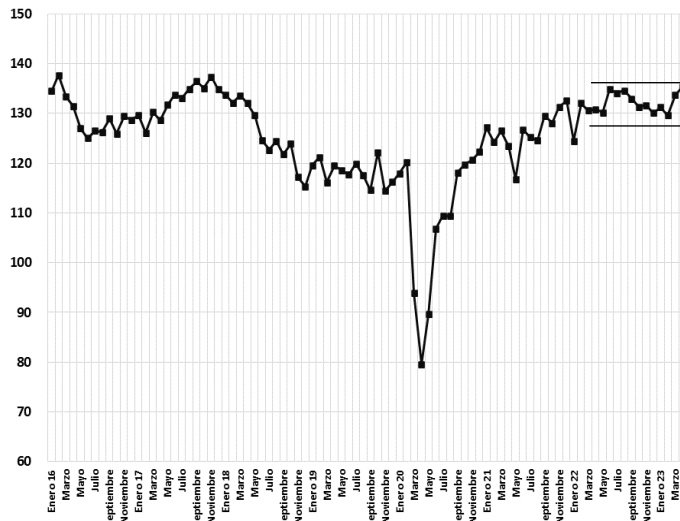
a. Uso de capacidad instalada (%) industria (UCI)



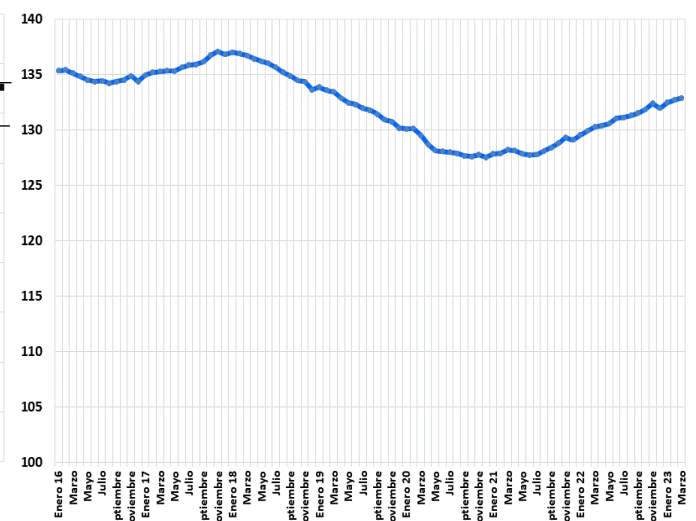
b. Índice de Actividad de la Construcción (ISAC)



c. Índice de Producción de la Industria Manufacturera (IPIM)



d. Índice de Empleo (EIL MTSS)



Fuentes: INDEC y Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social

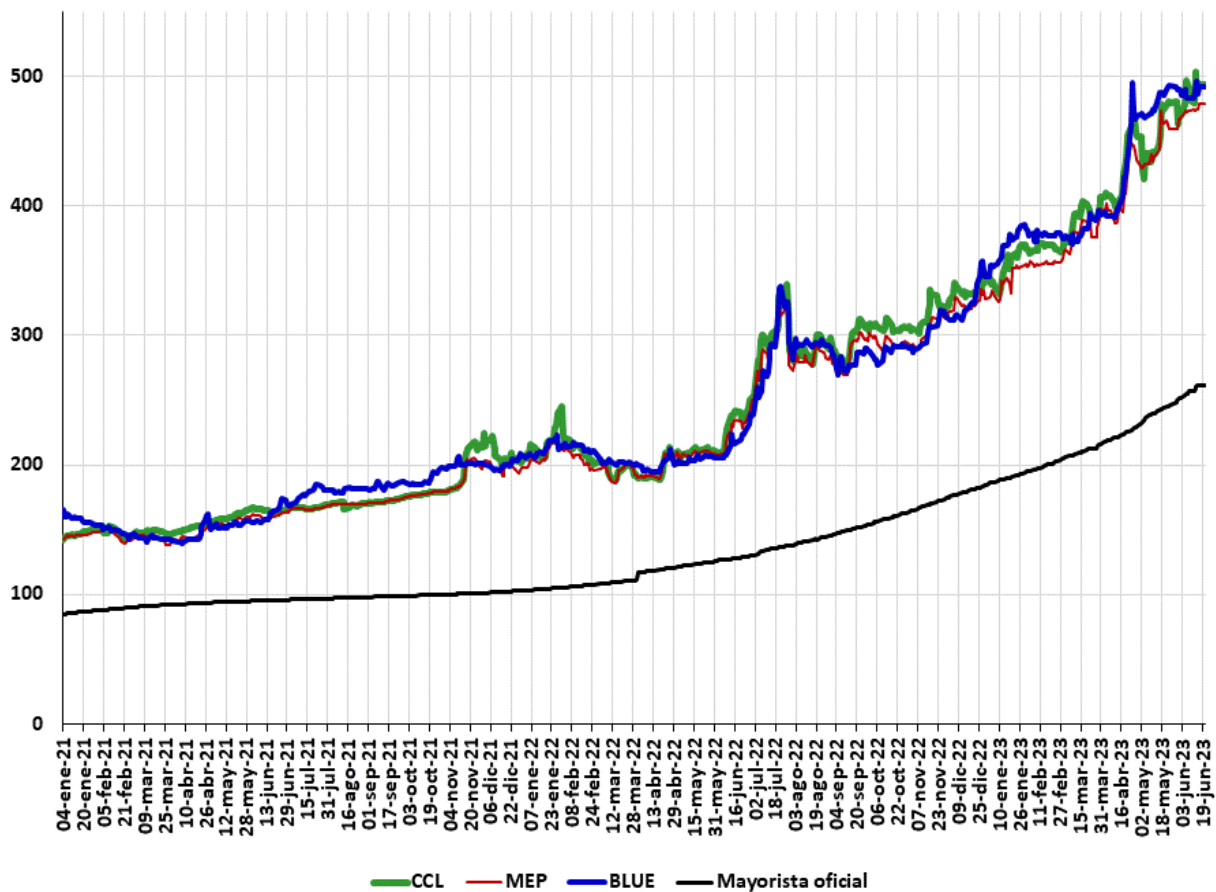
Mientras tanto, la inflación no cede. Mayo cerró con una inflación mensual de 7,8%, algo menor a la esperada por la mayoría de los analistas privados, pero igualmente demasiado elevada: 114,2% interanual y que representa una inflación anualizada de 146,3%. Desde febrero ha sido el cuarto mes consecutivo en el que la llamada inflación núcleo (excluyendo precios estacionales y regulados) ha mostrado valores superiores al 7% mensual.

La inflación acumulada en los primeros 5 meses de este año ha sido de 42,9%, pero con **subas superiores en alimentos y bebidas no alcohólicas (50,1%)**, restaurantes y hoteles (45,0%), **educación (44,9%)**, y **vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles (43,8%)**.

El **Índice de Precios Internos al por Mayor** registró una suba de 7,08% en mayo, la mayor del año, y con una inequívoca aceleración desde octubre de 2022. **La suba acumulada en los primeros 5 meses para los productos importados fue de 50,2% y la de los nacionales, de 35,9%, resultando una suba del nivel general del índice de 37% entre diciembre de 2022 y mayo pasado.** Entre estos, la suba acumulada de los bienes primarios fue de 37,1%, la de los productos manufacturados 35,3%, y la de la energía eléctrica 52,6%. Sobre esta última, cabe observar que en mayo registró una suba de 17,1%, la mayor desde mayo del año pasado. Esto puede tener incidencia sobre las subas mayoristas y para precios del consumidor de junio y julio.

El panorama luce, sin dudas complicado para el resto del año. No es de descartar nuevas subas de tarifas, y los combustibles siguen incrementándose a pesar de que el petróleo, por caso, registra una caída de 30% en el último año. Mientras tanto, **el dólar oficial desde fin de año aumentó hasta fin de junio apenas 35,5%**, lo que incuba la expectativa de una devaluación (que aparentemente estaría reclamando el FMI), y de sus inevitables impactos sobre la inflación y la situación de pobreza que según varias estimaciones privadas, ya afecta a **no menos del 40% de la población**. Y mientras tanto, el dólar oficial sigue una dinámica de muy leve crecimiento, lo que implica no sólo un visible atraso respecto de la inflación, sino de los tipos de cambio paralelos.

GRÁFICO 4: TIPOS DE CAMBIO (PESOS POR DÓLAR)



Fuente: BCRA

PANORAMA INTERNACIONAL

ESCENARIO GLOBAL: PAUSA EN EL CICLO ALCISTA DE TASAS DE LA FED

Jorge Viñas

En EE.UU., la baja de la inflación en mayo le permitió a la Fed hacer una pausa en la suba de la tasa de Fondos Federales. Sin embargo, las nuevas proyecciones de sus miembros contemplan dos subas adicionales hasta fines de 2023, por lo que el ciclo alcista de tasas aún no termina. Por otra parte, la Eurozona y China muestran señales de desaceleración económica, pero mientras el BCE mantiene el sesgo contractivo en la política monetaria, China se apresta adoptar nuevas medidas de estímulo.

1. EE.UU.: La Fed frena la suba de tasas, pero el ciclo alcista no termina.

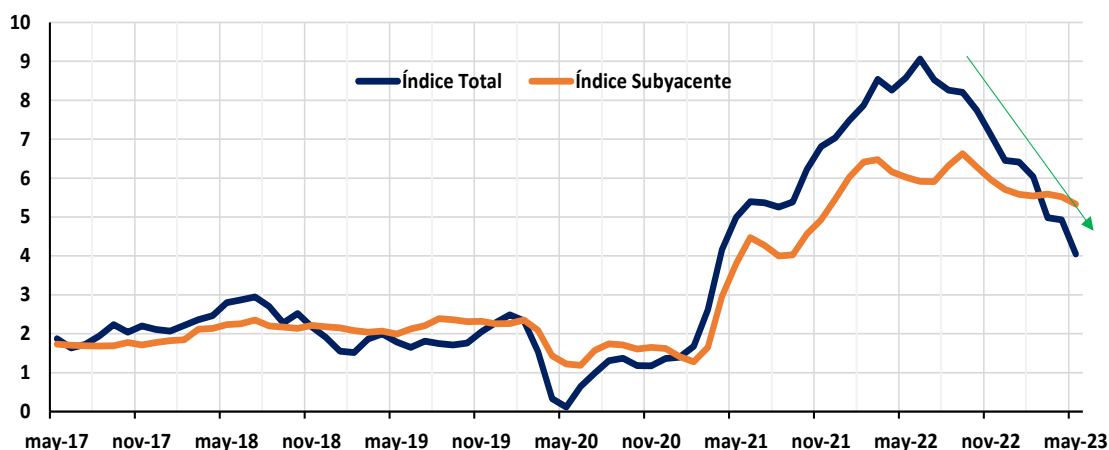
En la reunión del 14 de junio, la Fed decidió mantener la tasa de Fondos Federales sin cambios en 5,25%. La medida era ampliamente esperada por analistas e inversores, de acuerdo con lo que había señalado Powell tras la reunión anterior y en declaraciones recientes, a pesar de que algunos miembros habían dejado la puerta abierta a una nueva suba. La valuación de mercado de los futuros de tasa de fondos federales descontaba una pausa, asignando una probabilidad de sólo 10% a que hubiera una suba de 25 p.b. en la reunión de junio.

La pausa en el proceso de suba de tasas, que se inició en marzo de 2022 y hasta ahora no había tenido interrupciones, aunque el ritmo se había desacelerado de 75 p.b. a 50 p.b. por reunión en diciembre de 2022 y a 25 p.b. por reunión desde febrero de 2023, pasando a lo largo del proceso de 0% a 5,25% en poco más de un año, se da a pesar de que la inflación todavía permanece ampliamente por encima de la meta de 2% anual. La justificación de la medida se basa en la necesidad de tomarse un tiempo para evaluar el impacto sobre la economía de las subas de tasas acumuladas, así como también el efecto de la contracción del crédito provocada por la reciente crisis bancaria.

Los datos de inflación de mayo, que mostraron un nuevo escalón bajista tanto en la inflación total como en la medición subyacente, fue el determinante final para avalar el freno en la suba de tasas. La inflación de mayo arrojó una variación de 0,1% mensual y del 4,0% interanual, mostrando un descenso importante frente al 4,9% de abril, continuando la baja desde el pico de 9,1% de junio de 2022.

Un factor clave en el cambio de tendencia de la inflación es la reversión de los precios de la energía, que pasaron de contribuir con 3 puntos porcentuales (p.p.) a la inflación anual en junio de 2022 a restar 1 p.p. en mayo de 2023. La inflación subyacente, que excluye alimentos y energía, también muestra un cambio de tendencia a la baja, pero mucho menos pronunciado que el índice total. En mayo, la inflación subyacente registró una variación del 0,4% mensual y del 5,3% interanual, mostrando también un descenso frente al 5,5% de abril. El pico de la inflación subyacente fue del 6,6% interanual en septiembre de 2022 (véase el gráfico 5). En la mayor persistencia de la inflación subyacente juegan un rol importante los precios de los servicios, en especial los precios relacionados con la vivienda como los alquileres, que ajustan en forma lenta y en plazos más largos frente a cambios en las condiciones de mercado.

GRÁFICO 5. EE.UU. EVOLUCIÓN MENSUAL DE LA INFLACIÓN – VARIACIÓN INTERANUAL (%)



Fuente: Bloomberg

Pero, los riesgos inflacionarios no han desaparecido, y entre los miembros de la Fed prevalece la idea de que deberán volver a subir las tasas antes de fin de año. En efecto, la mediana de las proyecciones actualizadas por los miembros de la Fed, en lo que se conoce como “dot-plot”, arroja para fines de 2023 una tasa de Fondos Federales de 5,75%, lo que implica 2 subas de tasas adicionales si se mantuviera el ritmo de 25 p.b. de las tres reuniones previas.

En esta línea, Powell afirmó en la conferencia de prensa posterior a la reunión que “los riesgos para la inflación permanecen al alza”. Esto significa que, a pesar de la pausa en junio, la Fed mantiene un sesgo contractivo de la política monetaria, hasta asegurarse de que la inflación converja a la meta de 2%. La resiliencia que muestra la economía de EE.UU., que ha resistido a las subas de tasas, la crisis bancaria y los numerosos pronósticos de recesión sin dejar de expandirse por más de un trimestre, no facilita que la inflación vuelva al 2%.

En especial, la fortaleza del mercado laboral, que sigue mostrando una creación de empleo superior a los 200.000 puestos mensuales (339.000 nuevos empleos en mayo) y una tasa de desempleo en torno a mínimos históricos (3,7% en mayo). El dato positivo es que, por ahora, el bajo nivel de desempleo no se traduce en presiones salariales crecientes (los ingresos laborales promedio por hora mostraron un incremento del 4,3% interanual, similar al 4,4% de abril).

El riesgo sigue estando en que, en la medida que la inflación permanezca más tiempo por encima de la meta, las expectativas inflacionarias que han permanecido estables se desanclen y provoquen un rebrote inflacionario más difícil de controlar. Las experiencias de Canadá y el Reino Unido, donde los bancos centrales se han visto obligados a retomar las subas de tasas ante la resistencia de la inflación, sirve como alerta para los miembros de la Fed.

Los mercados financieros festejan el freno en la suba de tasas, con nuevos máximos del año para los principales índices accionarios. La decisión de la Fed de no subir la tasa en junio consolida las expectativas de que la economía podrá alcanzar un “soft-landing”, es decir, conseguir que la inflación retorne a los niveles deseados evitando al mismo tiempo una recesión profunda. Esto se ha traducido en una mejora de las valuaciones de los activos de riesgo, ante la percepción de que la tasa libre de riesgo no deberá seguir subiendo y las ganancias de las empresas no sufrirán tanto como en una recesión. De esta forma, el principal índice accionario de EE.UU., el S&P500, acumula una suba del 14% en lo que va del año, cerrando el 14 de junio en un nuevo máximo desde abril de 2022.

La suba ha estado liderada por el sector tecnológico, cuya valuación depende del crecimiento de las ganancias a futuro, y por lo tanto es más sensible al nivel de tasas de interés, además del efecto positivo de la “revolución” de la inteligencia artificial. Sin embargo, se advierte que las valuaciones de las empresas líderes de este sector están alcanzando nuevamente niveles muy elevados en términos históricos.

GRÁFICO 6. EE.UU. EVOLUCIÓN DEL ÍNDICE S&P500 DESDE PRINCIPIOS DE 2022



Fuente: Bloomberg

2. Eurozona: Señales contradictorias mantienen al BCE con sesgo contractivo.

En la reunión de junio, el BCE elevó la tasa de política monetaria 25 p.b. a 4,0%, repitiendo el movimiento del mes anterior, en línea con lo esperado. El actual ciclo de suba de tasas comenzó en julio de 2022 con una suba de 25 p.b., se aceleró en las siguientes dos reuniones a 75 p.b., luego en las 3 reuniones siguientes los incrementos fueron de 50 p.b., hasta que en

mayo se desaceleró nuevamente a 25 p.b. de mayo. Sumados a los 25 p.b. de junio, alcanzan un total de 400 p.b. acumulados en sólo 11 meses.

Este rápido endurecimiento de la política monetaria está empezando a sentirse tanto en la dinámica de la inflación como de la actividad económica, con señales de desaceleración en ambas variables.

Esto justifica la disminución en el ritmo de la suba de tasas en mayo, pero la presidente del BCE Christine Lagarde había dejado en claro que el ciclo alcista aun no estaba terminado, por lo que existía un amplio consenso entre inversores y economistas que en la reunión del 15 de junio habría una suba adicional de 25 p.b. que finalmente se concretó. Pero algunas señales contradictorias que está mostrando la economía de la Eurozona generan dudas respecto a los pasos que seguirá el BCE a partir de la reunión de julio, aunque Lagarde dejó abierta la puerta a subas adicionales.

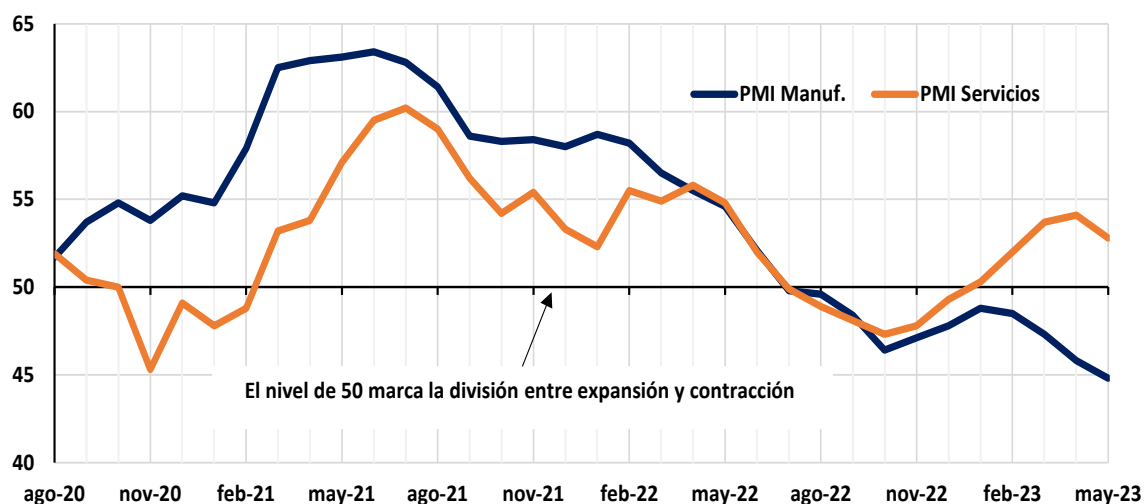
Por un lado, la inflación de la Eurozona muestra una trayectoria descendente, ya no solo a nivel agregado, donde el impacto de la reversión de los precios de la energía es significativo, sino también a nivel de la inflación subyacente. En efecto, el shock de precios de la energía, provocado por las restricciones de oferta de gas y petróleo de Rusia desde la invasión de Ucrania, se tradujo en un pico de inflación del 10,7% interanual en octubre de 2022.

Desde entonces, la escasez de energía se ha moderado y los precios del gas y la electricidad han caído en forma abrupta a niveles pre-guerra, dando lugar a un descenso sostenido de la inflación que en mayo registró una variación del 6,1% interanual. El comportamiento de la inflación subyacente fue menos explosivo, pero más persistente, dado que continuó subiendo en forma prácticamente ininterrumpida hasta marzo de 2023, alcanzando un pico de 5,7% interanual. Pero desde abril cambió la tendencia, acumulando dos meses consecutivos de baja, cerrando mayo en 5,3%. De todos modos, todavía queda un largo trecho hasta la meta de inflación oficial del 2%.

El impacto de las tasas de interés más elevadas se está reflejando en la evolución del crédito al sector privado. Tanto los préstamos personales como los otorgados a empresas no financieras muestran una declinación fuerte en el ritmo de expansión.

En el caso de los préstamos personales, el crecimiento anual de 2,8% registrado en abril es el más bajo en más de 5 años. Esto debería impactar negativamente en la demanda agregada y traducirse en un menor nivel de actividad. Pero hasta el momento, la debilidad de la actividad económica está limitada al sector industrial, ya que los sectores de servicios continúan beneficiándose de la recuperación que generó la reapertura tras el aislamiento provocado por el Covid, manteniéndose firmes en terreno expansivo según las últimas encuestas de actividad.

GRÁFICO 7. EUROZONA: EVOLUCIÓN DE LAS ENCUESTAS DE ACTIVIDAD PMI



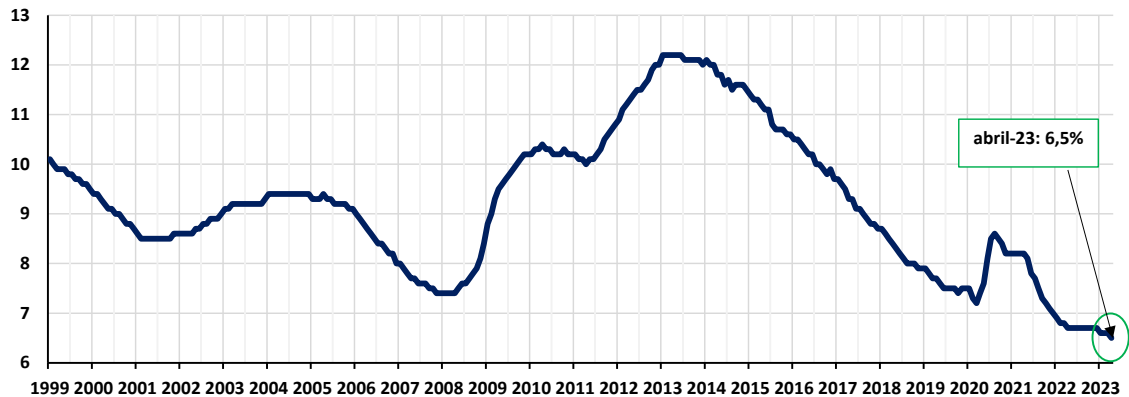
Fuente: Bloomberg

La divergencia entre la dinámica contractiva de los sectores industriales y la expansiva de los sectores de servicios se refleja también en las diferencias en el nivel de actividad entre los países de la Eurozona. En efecto, el mal desempeño industrial afecta principalmente a Alemania, mientras que los países del sur de Europa se están beneficiando del boom de turismo que se inició con la reapertura y aún continúa. Con todo, las perspectivas de crecimiento económico para 2023 muestran un deterioro,

tornando probable que las proyecciones del staff del BCE sean revisadas a la baja en la próxima reunión respecto al 1% anterior, teniendo en cuenta que la estimación de crecimiento del PIB para 2023 según el consenso de Bloomberg se ubica en 0,6%.

Por otro lado, el menor dinamismo de la actividad económica no está afectando al mercado laboral, que se mantiene muy firme, con la tasa de desempleo de la Eurozona en el 6,5% en abril, mínimo absoluto desde el inicio de la serie estadística en 1999 con el nacimiento de la unión monetaria. Este fenómeno, que se está dando también en otras partes del mundo, está asociado a que los sectores de servicios, que son típicamente intensivos en mano de obra, están mostrando una evolución más favorable que los sectores productores de bienes. La fortaleza del mercado laboral también se refleja en aumentos salariales crecientes. Los salarios industriales crecieron en marzo a un ritmo interanual del 11,3%, superando el pico previo a la pandemia. La presión salarial sobre los costos de producción y su traslado a los precios minoristas es un factor que puede conspirar contra una convergencia rápida de la inflación a la meta del 2%, lo que lleva a algunos analistas a argumentar que el BCE deberá seguir subiendo la tasa de política monetaria más allá del 4%.

GRÁFICO 8. EUROZONA: EVOLUCIÓN MENSUAL DE LA TASA DE DESEMPLEO DESDE 1999 (%)



Fuente: Bloomberg

Por último, el endurecimiento de la política monetaria del BCE no sólo abarca la suba de tasas de interés sino también la reducción de la liquidez excedente del sistema financiero, a través de la cancelación de los TLTRO (*Targeted Long-Term Refinancing Operations*), las líneas de crédito a largo plazo a tasa baja otorgadas a los bancos para estimular el crédito al sector privado en 2021 durante la pandemia. Si bien esto puede contribuir a la baja de la inflación a través de una mayor restricción crediticia, también puede provocar que reaparezca la segmentación de los sistemas financieros entre los distintos países de la Eurozona, ya que el exceso de liquidez ha sido un factor clave para eliminar las diferencias en la percepción de riesgo entre los sistemas financieros más sólidos, como el alemán, y aquellos con fundamentos más endeblados, como el italiano. La posible segmentación del sistema financiero entre los países miembro constituye un desafío para la efectividad de la política monetaria en el contexto de una unión monetaria imperfecta como es la Eurozona.

3. China: la recuperación pierde fuerza y requiere nuevas medidas de estímulo oficial.

Tras un primer trimestre de 2023 promisorio, en el que las medidas de reapertura en las principales ciudades de China, tras las cuarentenas estrictas decretadas por las autoridades para contener la propagación del Covid, dieron lugar a una recuperación vigorosa de una amplia gama de indicadores de actividad, la evolución económica en lo que va del segundo trimestre está provocando decepción. Las encuestas de actividad PMI muestran un nuevo debilitamiento, el sector externo también ha tenido un deterioro y los agregados de crédito se desaceleran, mientras que reaparecen los temores respecto a la fragilidad del sector inmobiliario ante señales de que la actividad continúa sin restablecerse. En este contexto, el gobierno chino, que hasta ahora había mantenido una postura cauta, está empezando a acelerar la implementación de nuevas medidas de estímulo.

Por el lado de las encuestas de actividad PMI, los sectores manufactureros habían tocado fondo en diciembre, pasando a terreno expansivo en enero y febrero. Sin embargo, en marzo la recuperación perdió impulso y a partir de abril volvió a entrar en contracción. En mayo, continuó la tendencia negativa, ubicándose el indicador principal en 48,8 frente a 49,2 de abril. Los sectores de servicios, para los que las cuarentenas resultaron un freno mucho más fuerte que en el caso de las industrias, con la reapertura experimentaron un fuerte repunte que alcanzó hasta marzo. Pero desde abril también empezaron a perder impulso, aunque a diferencia de los sectores manufactureros, hasta mayo todavía permanecían en expansión, ubicándose en 54,5, evitando que el freno en la economía sea mucho más fuerte. Pero las perspectivas no son muy alentadoras, ya que los índices

de confianza del consumidor permanecen en un bajo nivel histórico aun tras el rebote por la reapertura, y dicho rebote también ha perdido fuerza en el último mes.

Los datos mensuales de actividad correspondientes al mes de mayo, tienden a convalidar el panorama planteado por las encuestas PMI. La producción industrial, las ventas minoristas, la inversión en activos fijos y la inversión residencial registraron un deterioro en la variación interanual respecto abril. La desaceleración más brusca se dio en las ventas minoristas, pasando de una variación interanual de 18,4% en abril a 12,7% en mayo, aunque todavía el saldo es positivo. La mayor debilidad se sigue concentrando en el sector inmobiliario, donde la inversión residencial acentuó su caída, pasando de una variación interanual de -6,2% en abril a -7,2% en mayo, manteniéndose cerca de los peores niveles de los últimos 11 años, dejando de lado los primeros meses de la pandemia a principios de 2020 (véase el gráfico 9).

GRÁFICO 9. CHINA: EVOLUCIÓN DE LA INVERSIÓN RESIDENCIAL ACUMULADA EN EL AÑO – VARIACIÓN INTERANUAL (%)



Fuente: Bloomberg

Por el lado del sector externo, en mayo las exportaciones mostraron una contracción mayor a lo esperado, luego de dos meses de crecimiento positivo, registrando una variación interanual de -7,5%. En cambio, las importaciones mantuvieron la evolución negativa, ya que llevan 8 meses consecutivos de disminución interanual, pero cayeron menos que las exportaciones, registrando -4,5% interanual. De esta forma, el saldo positivo de la balanza comercial se redujo de U\$S 90.210 millones en abril a U\$S 65.810 M en mayo.

La caída de exportaciones se verificó con todos los principales socios comerciales, destacándose la reducción del 18% interanual de las exportaciones a EE.UU. Por producto, se destacan las caídas de teléfonos celulares y PC, que registraron variaciones de -25% y -10,9% interanual respectivamente. Una explicación para el mal desempeño exportador en mayo es que el hecho de que la economía china había permanecido cerrada durante largos meses generó una fuerte demanda insatisfecha de productos chinos en el resto del mundo, lo que impulsó un salto exportador en los primeros meses tras la reapertura, pero dicho efecto positivo parece haberse agotado. Aunque no se puede evitar la sospecha de que el factor geopolítico esté jugando algún rol, en medio de las crecientes tensiones entre EE.UU. y China que están alcanzando incluso el plano militar.

Por el lado de agregados de crédito, tanto el flujo mensual de nuevos préstamos como la variación anual del stock de financiamiento total, se desaceleraron fuerte en abril y permanecieron débiles en mayo, cayendo el incremento del financiamiento total por debajo del 10% anual.

Con estas cifras sumándose a los datos flojos de actividad y exportaciones, el Banco Popular de China (PBCH) decidió una baja de 10 p.b. en la tasa de pase a 7 días, seguida por una baja de la misma magnitud en la tasa de préstamo a 1 año (de 3,65% a 3,55%) y a 5 años (de 4,30% a 4,20%), que constituyen señales de que la política económica está entrando en una fase más expansiva.

En esta línea, se esperan nuevas medidas, no solo en el frente monetario con bajas de tasas más amplias y a plazos más largos, sino también en el frente fiscal, incluyendo nuevas medidas de apoyo al sector inmobiliario. Pero es probable que para muchas de estas medidas haya que esperar hasta julio, cuando se reúna el Politburó.

PRECIOS INTERNACIONALES DE COMMODITIES CORRIENDO HACIA LA BAJA

Leandro Marcarian

Al inicio de la guerra entre Rusia y Ucrania los precios de los commodities llegaron a máximos históricos. La desaceleración económica global, resultante de las políticas monetarias más restrictivas, han marcado un sendero de reducción de los precios de las materias primas que podría continuar varios años más.

1. Introducción

El comercio global viene contrayéndose. Esto se da, fundamentalmente, por la contracción de la demanda. La caída de la demanda de commodities surge a raíz de la contracción de liquidez internacional, después de las políticas monetarias más contractivas desde los principales bancos centrales del mundo. A esto hay que sumarle un cambio en la composición del comercio. Gran parte de la recuperación de comercio internacional, después de la pandemia, se explicó por la recuperación de la demanda de bienes; no obstante, se está observando una ralentización del crecimiento comercial de los mismos. Esto, a raíz de que el crecimiento de China, en los próximos meses, se verá explicado por los servicios más que por los bienes.

GRÁFICO 10. ÍNDICE DE PRECIO DE COMMODITIES



Fuente: elaboración propia en base a FMI

Asimismo, las tensiones geopolíticas han impulsado políticas más proteccionistas por parte de muchos países. Se calcula que, en 2022, por la guerra y la inflación, más de veinte países en el mundo han restringido las exportaciones de commodities con restricciones que van desde impuestos hasta cuotas. Por estos motivos, se espera una desaceleración del comercio mundial del 6% del 2022 al 1,7% en 2023. Hay factores que podrían profundizar esta desaceleración como: mayor contracción de la demanda mundial; agudización de las tensiones geopolíticas; más proteccionismo; y condiciones financieras más restrictivas.

Bajo este panorama de desaceleración del crecimiento del comercio global, los precios de las commodities se han corregido a la baja en el último semestre (gráfico 10I). El índice de precio de materias primas, elaborado por el Fondo Monetario Internacional, muestra una contracción del 35%, después de haber tocado un máximo histórico en agosto de 2022. La caída más importante desde que comenzó la pandemia. Más específicamente, los precios agrícolas se han contraído en 11% desde el máximo en abril de 2022; los precios del petróleo en un 29% desde junio del año pasado y los precios del gas en un 80%, desde agosto del 2022, luego de haber tocado un máximo. Esta corrección de los precios no sólo es explicada por la desaceleración del comercio global sino también por un invierno europeo menos frío y la reorientación de las importaciones de productos básicos rusos y ucranianos.

2. Precios agrícolas

La primera parte del año se caracterizó por precios agrícolas estables. El aumento de los precios de algunos alimentos fue contrarrestado la caída de los precios de los cereales. Los precios de los granos han caído en más del 5% en los primeros meses del año. El precio del maíz se ha contraído en un 16% interanual; aunque siguen estando en un 80% por arriba de los

precios del maíz pre pandemia. Los precios del trigo se contrajeron en un 35% frente a abril del año pasado y constituyen el precio más bajo desde agosto del año pasado; aunque siguen estando 41% por encima de la cotización pre pandemia.

Cabe remarcar que la Iniciativa de Granos del Mar Negro, creada para reintroducir las vitales exportaciones de alimentos y fertilizantes de Rusia y Ucrania al resto del mundo, ayudó a incrementar la oferta y reducir las presiones sobre los precios. Por su lado, el arroz presentó subas que no se observaban desde principios de 2021, con fuertes aumentos interanuales a partir del segundo semestre del año pasado. Esto se explicó por una serie de factores: aumento de demanda relacionada con períodos festivos y de reposición de existencias en Asia; apreciaciones de la moneda en India, Tailandia y Vietnam frente al dólar; e inundaciones en Pakistán que afectó la cosecha, reduciendo la oferta.

Por su parte, los precios de la harina y el aceite comenzaron a bajar a partir del último semestre del año pasado por la Iniciativa de Granos del Mar Negro; el vencimiento de prohibiciones a las exportaciones y aumento de oferta de aceite. A pesar de eso, todavía los precios se encuentran en un 50% por arriba del promedio pre pandemia. Según proyecciones del Banco Mundial, se espera una caída del 10% en el precio de los granos para 2023 y del 8% para 2024. En tanto, se estima que los precios de la harina y el aceite caigan un 14% para 2023 y 2% para 2024. El arroz, por su lado, se espera una suba del 17% en su precio para 2023. En definitiva, se espera que la oferta de cereales se recupere en todo el 2023 por clima favorable en Brasil Australia, Canadá, Kazajstán, y Rusia. Asimismo, se espera un aumento de la superficie cultivada en Estados Unidos.

En términos generales se proyecta que los precios agrícolas se mantengan por encima de los valores pre pandemia, aunque con una baja anual del 7,2% para 2023 por aumento de la oferta de cereales y oleaginosas. Los principales riesgos de la producción agrícola son clima adverso (como El Niño), políticas proteccionistas, conflictos geopolíticos y aumento de costo de energía.

3. Precio del gas

Los precios del gas han caído en más de un 50% desde el último trimestre del año pasado. Sin embargo, sigue estando un 100% por arriba del precio promedio pre pandemia debido a los cortes de suministros de Rusia. Después de tocar máximos en agosto de 2022, el precio de Gas Natural Licuado (GNL) empezó a bajar hasta en un 80% debido al reemplazo del gas ruso por parte de Europa, un invierno más templado y menor demanda. Esta caída de la demanda, que representó un 2% en 2022, se explicó por una combinación de factores que se focalizaron en Europa: Plan Europeo de Reducción de la Demanda de Gas, precios más altos que incentivaron la menor demanda en industria por aumento de costos y un clima más favorable. También contribuyó a que, en Asia, debido a las persistentes restricciones sanitarias del Covid-19, la demanda se mantuviera estable.

Europa pudo hacer frente a los cortes de suministro por parte de Rusia gracias a los aumentos de las importaciones a Noruega, Azerbaiyán y Estados Unidos. Esto en un contexto en el que las importaciones de EE.UU. a China se redujeron en tres cuartas partes por la menor actividad económica en el gigante asiático y la mayor utilización por parte de este del carbón.

Para el 2023 se espera que los precios del GNL se reduzcan en más del 50% y para 2024 en un 11%. Aunque estas estimaciones están sujetas a riesgos. Entre ellos: una mayor producción industrial china que aumente la demanda de energía; una reducción de suministro mayor de Rusia a Europa que aumente los precios; una mayor sustitución con carbón que baje los precios del GNL o un aumento de la producción de gas por parte de EE.UU. como se está observando ahora que baje los precios. Otro factor a considerar más de mediano plazo es la utilización de energía renovable que podría generar una reducción de la demanda de gas de forma permanente, como el aumento del 21% de energía eólica en China.

4. Petróleo

El precio del crudo Brent se contrajo en un 35% desde su punto máximo en junio 2022. Uno de los factores claves fue que a pesar de que la OPEP+ redujo su producción, la demanda de China se contrajo en un 3% por primera vez en 30 años, siendo el segundo mayor consumidor del mundo. A esto hay que sumarle la caída de la demanda de Estados Unidos y Europa tanto por la inestabilidad financiera de principios de año y una política monetaria más restrictiva. Esto generó una caída de los precios.

Por otro lado, a partir del último trimestre del año pasado, los vuelos aéreos se han recuperado, con un aumento anual de más del 30%, impulsando la demanda de petróleo. Este efecto contrarresto, marginalmente, la caída de precios. La OPEP+ anunció un recorte de la producción desde mayo hasta finales de año, esto impulsaría el precio del petróleo. Rusia también ha anunciado recortes en su producción a partir del segundo semestre del año. Entre los países por fuera de la OPEP+, la producción se ha mantenido estable. En EE.UU., la producción aumentó, aunque el número de plataformas ha disminuido levemente desde el comienzo del año a medida que los precios han bajado. El número de pozos perforados, pero no terminados bajo, lo que limitará la capacidad de las empresas de aumentar la producción futura.

Para 2023 se espera una contracción del 20% en el precio del petróleo crudo, para subir un 3% en 2024. La demanda se incrementaría, levemente, en un 2% para 2023, gran parte impulsado por la recuperación de China. Esto es fundamentalmente por la desaceleración económica global. Entre los riesgos al alza del precio se encuentra la aceleración económica de China, impulsada por un crecimiento de la producción intensiva en petróleo. Asimismo, una producción de petróleo menor desde la OPEP+ y EE.UU. por la transición percibida hacia energías renovables. Actualmente, las inversiones están dirigidas a mantener los niveles de producción, en un contexto en dónde la producción de petróleo va cayendo en un 9% anual. Por su parte, la producción de Rusia es incierta, dependerá de si la Europa avanza con nuevas restricciones y si, bajo ese contexto, puede redirigir las exportaciones. Por último, tasas de interés altas por más tiempo, debido a una inflación más persistentes, podrían afectar el crecimiento económico, una menor demanda de petróleo y, por lo tanto, una baja del precio.

5. *Conclusión*

Los precios internacionales de las commodities comienzan a dejar atrás los máximos que han caracterizado la primera mitad del 2022. Tanto las políticas de absorción de liquidez desde los principales Bancos Centrales del mundo como una menor dinámica comercial han impulsado la ralentización económica, con una menor demanda. Obviamente, estas proyecciones se encuentran sujetas a riesgos como una contracción de la oferta por shocks exógenos. Aunque todo parece indicar que lejos están los valores observados el año pasado y se estaría convergiendo al promedio pre pandémico para los próximos años.

PRÓXIMOS INDICADORES Y EVENTOS

2023 Junio

LUNES	MARTES	MIÉRCOLES	JUEVES	VIERNES	SÁBADO	DOMINGO
19	20	21	22	23	24	25
			<u>Banco de Inglaterra</u> : Reunión de Política Monetaria.	<u>INDEC</u> : Encuesta de supermercados. Abril de 2023 Encuesta de autoservicios mayoristas. Abril de 2023 Encuesta nacional de centros de compras. Abril de 2023	Cierre de listas para elecciones Primarias Abiertas, Simultáneas y Obligatorias.	Elecciones a gobernador en provincias de Formosa y Córdoba.
LUNES	MARTES	MIÉRCOLES	JUEVES	VIERNES	SÁBADO	DOMINGO
26	27	28	29	30	1	2
			<u>INDEC</u> : Balanza de pagos, posición de inversión internacional y deuda externa. Primer trimestre de 2023 Evolución de la distribución del ingreso (EPH). Primer trimestre de 2023. <u>Bureau of Economic Analysis (EE.UU.)</u> : 1er Trimestre 2023 (3ª Estimación)	<u>INDEC</u> : Índice de salarios. Abril de 2023 Dotación de personal de la administración pública nacional, empresas y sociedades. Mayo de 2023 Estimador mensual de actividad económica (EMAE). Abril de 2023.		

2023 Julio

LUNES	MARTES	MIÉRCOLES	JUEVES	VIERNES	SÁBADO	DOMINGO
26	27	28	29	30	1	2
LUNES	MARTES	MIÉRCOLES	JUEVES	VIERNES	SÁBADO	DOMINGO
3	4	5	6	7	8	9
			<u>INDEC</u> : Índice de producción industrial manufacturero (IPI manufacturero). Mayo de 2023. Indicadores de coyuntura de la actividad de la construcción. Mayo de 2023			
LUNES	MARTES	MIÉRCOLES	JUEVES	VIERNES	SÁBADO	DOMINGO
10	11	12	13	14	15	16
	<u>IBGE (Brasil)</u> : IPC Amplio. Junio de 2023	<u>INDEC</u> : Utilización de la capacidad instalada en la industria (UCII). Mayo de 2023. <u>U.S. Bureau of Labor Statistics (EE.UU.)</u> : IPC. Junio de 2023.	<u>INDEC</u> : Índice de precios al consumidor (IPC). Cobertura nacional. Junio de 2023 Cuenta de generación del ingreso e insumo de mano de obra. Primer trimestre de 2023.	<u>U.S. Bureau of Labor Statistics (EE.UU.)</u> : Situación del Empleo. Junio de 2023.		Elecciones Primarias Abiertas, Simultáneas y Obligatorias en la provincia de Santa Fe.

ANEXO ESTADÍSTICO

Indicador	May-22	Jun-22	Jul-22	Ago-22	Sep-22	Oct-22	Nov-22	Dic-22	Ene-23	Feb-23	Mar-23	Abr-23	May-23
Precios													
IPC Nacional (INDEC) Var. % m/m	5,1%	5,3%	7,4%	7,0%	6,2%	6,3%	4,9%	5,1%	6,0%	6,6%	7,7%	8,4%	7,8%
IPC Nac. Núcleo Var. % m/m	5,2%	5,1%	7,3%	6,8%	5,5%	5,5%	4,8%	5,3%	5,4%	7,7%	7,2%	8,4%	7,8%
IPC Alim. y beb. no alc. Var. % m/m	4,4%	4,6%	6,0%	7,1%	6,7%	6,2%	3,5%	4,7%	6,8%	9,8%	9,3%	10,1%	5,8%
IPC Nacional (INDEC) Var. % a/a	60,7%	64,0%	71,0%	78,5%	83,0%	88,0%	92,4%	94,8%	98,8%	102,5%	104,3%	108,8%	114,2%
IPC Nac. Núcleo Var. % a/a	63,2%	65,5%	72,2%	78,4%	82,3%	86,4%	89,1%	90,6%	94,4%	100,4%	102,0%	105,2%	110,3%
IPC Alim. y beb. no alcohólicas Var. % a/a	64,2%	66,4%	70,6%	80,0%	86,6%	91,6%	94,2%	95,0%	98,4%	102,6%	106,6%	115,0%	117,8%
IPC GBA (INDEC) Var. % m/m	4,8%	5,5%	7,4%	7,0%	6,0%	6,6%	5,0%	5,3%	6,0%	6,7%	7,8%	8,6%	8,0%
IPC GBA Núcleo Var. % m/m	5,0%	5,3%	7,4%	6,9%	5,5%	5,8%	4,9%	5,6%	5,5%	7,5%	6,8%	8,4%	7,9%
IPCBA (CABA) Var. % m/m	5,5%	5,1%	7,7%	6,2%	5,6%	7,0%	5,8%	5,8%	7,3%	6,0%	7,1%	7,8%	7,5%
IPC GBA (INDEC) Var. % a/a	61,2%	66,9%	71,8%	79,1%	82,9%	87,8%	92,8%	95,2%	99,0%	103,1%	105,3%	109,9%	116,3%
IPC GBA Núcleo Var. % a/a	64,0%	66,8%	73,3%	79,8%	83,5%	87,9%	90,7%	92,5%	96,6%	102,2%	103,6%	106,2%	112,0%
IPCBA (CABA) Var. % a/a	58,8%	61,8%	69,2%	74,6%	78,4%	84,0%	89,9%	93,4%	99,4%	103,1%	105,5%	110,4%	114,4%
Expectativas de Inflación (UTDT)													
Mediana	50,0	50,0	60,0	50,0	60,0	70,0	80,0	70,0	70,0	80,0	80,0	90,0	100,0
Media	58,4	57,9	62,5	60,6	61,7	68,4	72,4	69,6	70,2	69,9	75,4	82,0	96,4
Indicadores Fiscales SPNF (Var. % a/a)													
Ingresos Totales	58,7%	64,9%	82,8%	73,3%	41,1%	94,5%	79,4%	92,0%	92,4%	85,6%	60,7%	71,9%	s/d
Gastos Totales	76,7%	74,2%	64,7%	77,4%	77,6%	60,8%	88,7%	70,6%	116,1%	109,2%	69,6%	84,6%	s/d
Ingr. Primarios (sin Rentas de la Prop.)	55,5%	57,7%	74,1%	71,3%	33,1%	95,5%	85,9%	90,2%	94,9%	83,1%	78,1%	87,0%	s/d
Gastos Primarios	88,3%	75,3%	62,0%	72,9%	78,9%	63,5%	77,9%	54,8%	111,3%	95,0%	69,0%	88,7%	s/d
Recursos tributarios (Var. % a/a)													
Recaudación total	79,9%	82,1%	87,0%	72,2%	117,9%	92,8%	88,8%	95,6%	93,4%	82,3%	88,3%	90,2%	104,9%
Dirección General Impositiva	66,3%	78,7%	122,8%	75,2%	87,5%	119,0%	113,2%	114,9%	103,1%	138,0%	157,4%	130,6%	148,7%
Dirección General de Aduanas	87,1%	73,9%	82,3%	103,4%	82,9%	86,7%	65,7%	48,9%	64,7%	45,7%	66,5%	96,7%	139,6%
Sistema de Seguridad Social	75,8%	83,2%	79,2%	81,4%	81,7%	89,7%	94,9%	96,5%	105,4%	103,2%	113,0%	110,7%	117,8%

Indicador	May-22	Jun-22	Jul-22	Ago-22	Sep-22	Oct-22	Nov-22	Dic-22	Ene-23	Feb-23	Mar-23	Abr-23	May-23
Confianza del Consumidor (UTDT)													
Indice	36,3	39,1	34,7	37,1	37,2	35,7	35,2	35,9	38,5	36,2	36,2	37,1	38,3
Var. % m/m	1,6%	7,7%	-11,1%	6,6%	0,4%	-4,1%	-1,4%	2,2%	7,3%	-6,1%	5,6%	-2,9%	3,3%
Var. % a/a	2,5%	12,8%	-8,2%	-6,8%	-8,2%	-11,3%	-11,4%	-4,9%	-4,0%	-8,2%	-2,0%	3,8%	5,5%
Indicadores de Actividad													
EMAE (INDEC) Var. % a/a	7,9%	7,0%	5,9%	6,6%	4,8%	4,5%	2,6%	-1,2%	2,9%	0,2%	1,3%	s/d	s/d
Var m/m, sin estacionalidad	0,0%	1,1%	0,5%	0,3%	-0,1%	-0,8%	-0,8%	-0,9%	0,3%	0,0%	0,1%	s/d	s/d
Uso Capacidad Instalada Industria Manufacturera (INDEC)	68,0%	69,5%	67,9%	69,6%	68,6%	66,7%	68,9%	63,8%	62,0%	65,0%	67,3%	68,9%	s/d
Venta de autos O Km (ADEFA) Var. % a/a	20,4%	32,1%	20,8%	11,9%	34,6%	30,8%	26,6%	2,4%	9,8%	18,5%	12,6%	9,5%	14,5%
Var m/m, con estacionalidad	9,3%	10,4%	-21,0%	-0,9%	18,6%	-4,4%	6,4%	-5,6%	-34,0%	36,2%	26,4%	-11,3%	14,2%
Producción Industrial (FIEL) Var. % a/a	8,5%	5,5%	2,3%	5,5%	-0,4%	0,1%	0,1%	-3,8%	3,8%	-0,9%	0,8%	0,1%	-3,4%
Var m/m, desest.	0,1%	-1,0%	-2,9%	0,1%	-3,5%	-0,6%	1,4%	-1,2%	2,9%	-0,3%	2,4%	-1,3%	-0,8%
Producción Industrial (INDEC) Var. % a/a	11,5%	7,0%	5,2%	7,3%	3,9%	3,1%	0,5%	-3,0%	6,4%	-1,7%	3,1%	1,7%	s/d
ISAC (INDEC) Var. % a/a	20,0%	7,3%	5,3%	7,4%	5,2%	-0,8%	-1,4%	-10,5%	2,7%	-6,3%	1,2%	-4,0%	s/d
Construcción (Grupo Construya) Var. % a/a	17,0%	4,9%	8,4%	12,1%	2,1%	0,0%	-5,1%	-12,7%	0,4%	-10,7%	-9,1%	-12,4%	-9,2%
Var. % m/m, desest.	-5,3%	3,4%	7,6%	-9,9%	-5,5%	5,3%	-9,0%	-11,5%	4,9%	8,0%	-4,6%	8,2%	1,1%
Despachos de Cemento (AFCP) Var. % a/a	24,2%	14,3%	9,4%	12,3%	8,6%	-1,3%	-0,1%	-9,4%	8,9%	-5,1%	5,6%	-1,3%	-2,0%
Indicadores del Sector Externo													
Exportaciones en USD	8.254	8.433	7.805	7.541	7.518	7.962	7.122	6.119	4.925	5.239	5.735	5.898	6.203
Var. % a/a	21,2%	20,3%	7,2%	-6,9%	-0,7%	16,0%	15,0%	-7,1%	-11,2%	-18,8%	-22,0%	-29,3%	-24,8%
Importaciones en USD	7.886	8.664	8.289	7.837	7.137	6.079	5.762	5.017	5.368	5.029	6.846	6.091	7.357
Var. % a/a	53,4%	44,6%	43,7%	36,2%	21,3%	15,9%	-0,1%	-19,3%	2,2%	-10,7%	-3,3%	-11,5%	-6,7%
Saldo Comercial en USD	368	-231	-484	-296	381	1.883	1.360	1.102	-443	210	-1.111	-193	-1.154
Precios Materias Primas BCRA (dic 2001=100)	372,5	365,6	337,7	340,7	331,1	327,2	330,2	321,2	327,6	325,9	313,7	310,1	292,3
Var. % a/a	24,1%	17,3%	13,4%	16,2%	18,4%	16,2%	12,9%	8,6%	4,4%	-1,4%	-14,7%	-16,6%	-21,5%

Indicador	May-22	Jun-22	Jul-22	Ago-22	Sep-22	Oct-22	Nov-22	Dic-22	Ene-23	Feb-23	Mar-23	Abr-23	May-23
Indicadores Monetarios (saldos promedios mensuales)													
Base Monetaria (\$ M.M.)	3.708	3.896	4.216	4.298	4.181	4.230	4.400	4.821	5.293	5.237	5.167	5.201	5.394
Circulante	2.743	2.935	3.200	3.233	3.172	3.239	3.348	3.790	4.089	4.086	4.071	4.154	4.299
Otros pasivos BCRA en mon. local: (a) + (b) + (c)	7.483	8.102	9.164	9.315	10.437	11.379	11.925	12.999	13.613	14.360	15.311	16.458	18.073
(a) Deuda Remun (LELIQ+NOCOM)	4.980	5.390	5.863	6.029	6.511	7.238	7.466	7.953	8.218	8.559	8.930	9.618	10.719
(b) Pasivos netos por pases	554	628	1.044	942	1.411	1.432	1.633	2.006	2.185	2.464	2.874	3.100	3.271
(c) Depósitos del Gobierno	1.948	2.084	2.257	2.344	2.516	2.708	2.827	3.040	3.210	3.337	3.507	3.739	4.083
Reservas intern. brutas (U\$S M.M.)	41,6	40,9	40,4	37,1	37,2	39,1	37,9	40,8	43,2	39,9	37,9	37,0	33,5
Dep. en mon.ext. en BCRA (U\$S M.M.)	18,5	18,5	18,1	17,5	17,5	17,5	18,1	18,8	19,5	19,6	19,3	18,5	17,8
(BaseMon.+ Pas.noMon.)/(Rvas.Int.Brut - Dep.en U\$S en BCRA)	483,2	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
Tipo de cambio mayorista bancos (\$ / U\$S)	117,8	122,7	128,4	135,3	143,6	152,6	162,1	172,9	182,2	191,9	203,1	216,6	231,2
Depósitos bancarios (saldos promedios mensuales)													
Total depósitos (\$ M.M.)	13.866	14.776	15.868	16.435	17.594	18.914	19.895	21.481	22.817	23.777	24.963	26.417	28.620
Sector privado	11.277	12.075	13.048	13.406	14.396	15.386	16.268	17.869	18.963	19.999	21.098	22.299	23.838
Sector público	2.589	2.701	2.820	3.029	3.198	3.529	3.627	3.612	3.854	3.778	3.865	4.118	4.782
En moneda local (\$ M.M.)	11.690	12.505	13.542	14.062	15.096	16.250	16.962	18.240	19.262	20.019	21.043	22.435	24.496
Sector privado	9.465	10.163	11.113	11.431	12.274	13.108	13.802	15.163	16.004	16.859	17.788	18.891	20.303
Sector público	2.225	2.342	2.429	2.631	2.822	3.142	3.160	3.077	3.257	3.160	3.254	3.544	4.192
En moneda extranjera (\$ M.M.)	2.177	2.271	2.326	2.373	2.498	2.665	2.933	3.240	3.555	3.758	3.921	3.982	4.125
Sector privado	1.812	1.912	1.935	1.975	2.122	2.278	2.466	2.706	2.958	3.141	3.309	3.408	3.535
Sector público	364	359	391	398	376	386	467	535	597	618	611	574	590
En moneda extranjera (U\$S M.M.)	18,5	18,5	18,1	17,5	17,5	17,5	18,1	18,8	19,5	19,6	19,3	18,5	17,8
Sector privado	15,4	15,6	15,1	14,6	14,8	15,0	15,2	15,7	16,3	16,4	16,3	15,8	15,3
Sector público	3,1	2,9	3,0	2,9	2,6	2,5	2,9	3,1	3,3	3,2	3,0	2,7	2,6
Tasas de interés nominales													
Tasa de control monetario BCRA (% anual) Prom. mensual	48,2	50,4	52,8	66,1	72,6	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	76,5	80,3	94,3
Tasas activas (% anual)													
Call en pesos entre bancos privados	34,7	36,9	41,7	52,7	60,5	59,9	62,5	64,5	64,7	63,7	64,2	66,0	81,8
Adel. cta.cte. en pesos a empresas no financ. por \$ 10 M o más, con acuerdo, de 1 a 7 días	40,6	42,5	46,7	61,8	69,6	72,4	73,9	73,3	74,4	75,1	75	76,3	88,7
Préstamos personales	58,9	60,2	65,7	75,3	78,2	82,7	79	81	79,4	79,6	79,6	80,9	93,6
Tasas pasivas (% anual)													
BADLAR	44,6	47,2	50,1	59,5	65,5	68,3	68,3	68,4	68,9	68,9	70,2	73,6	88,9
Plazo fijo en \$ hasta \$ 100.000	46,0	49,0	52,1	64,4	71,0	73,5	73,5	73,6	73,6	73,5	75,0	78,0	92,2
Plazo fijo en \$ más de \$ 1.000.000	43,9	46,6	49,6	58,8	64,7	67,6	67,4	67,9	68,1	68,1	69,5	72,9	88,1