

# Informe Económico Mensual



**USAL**  
UNIVERSIDAD  
DEL SALVADOR

Instituto de Investigación

Nº 214. Año 23 –15 de marzo de 2023

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

## EL DATO DEL MES

**Inflación.** El IPC de febrero aumentó 6,6%. Esto significó una variación interanual de 102,5%, la más alta registrada desde septiembre de 1991.

## LO QUE HAY QUE SABER

**Argentina: muy complicada.** La renovación de la deuda pública interna atada a un “put” a cargo del BCRA incuba el riesgo de una fuerte aceleración de la inflación observada y esperada al menos hasta fin de año, así como de presiones permanentes, no transitorias, a la suba del tipo de cambio y de las tasas de interés. A su vez, la baja del ingreso de divisas por la sequía ha tornado imposible el cumplimiento a fin de este mes de la meta de acumulación de reservas internacionales acordada con el FMI.

**Estados Unidos: entre la inflación y una nueva crisis bancaria.** Las expectativas de suba de la tasa de Fondos Federales hasta 6% se potenciaron por la presentación de Jerome Powell, presidente del Sistema de la Reserva Federal, ante el Congreso de evidencia de una reactivación económica sólida e inflacionaria. Sin embargo, el incipiente pánico luego de la reciente caída de tres entidades financieras generó ciertas dudas sobre si la Reserva Federal dispondrá o no una suba de la tasa de Fondos Federales.

**Un año de guerra en Ucrania.** La invasión rusa a Ucrania tuvo un fuerte impacto en los precios internacionales de la energía y alimentos. En la Unión Europea se ha observado la inflación mostró cierta corrección a la baja, pero persiste el riesgo de una aceleración inflacionaria.











## LO QUE VIENE

**Suba de tasas.** Ante la suba de la inflación de febrero, se espera para esta semana un aumento de la tasa de política monetaria del BCRA de al menos 5 puntos porcentuales.

**Reunión de la Reserva Federal.** A pesar de la caída de varios bancos, prevalece la expectativa de que la Fed aumentará la tasa de Fondos Federales 25 p.b. en la reunión de la semana próxima, y otros 25 p.b. adicionales en la reunión del mes de mayo.

**Crisis política en Ecuador.** Luego de la derrota oficialista en las recientes elecciones municipales y en el referéndum para reformar la Constitución, el parlamento (controlado por la oposición) aprobó un informe para investigar supuestos actos de corrupción e iniciar un juicio político al presidente Guillermo Lasso. Ese informe debe ser refrendado por al menos 46 legisladores y remitido a la Corte Constitucional para evaluar su validez. En caso afirmativo queda abierto el camino hacia el juicio político que podría forzar la renuncia de Lasso y el llamado a elecciones anticipadas.

## PRINCIPALES INDICADORES HASTA FIN DE FEBRERO DE 2023

	2022		2023		Tendencia
	Noviembre	Diciembre	Enero	Febrero	hasta feb. 2023
<b>IPC</b> Var. % mensual	4,9%	5,1%	6,0%	6,6%	
<b>IPC</b> Var. % interanual	92,4%	94,8%	98,8%	102,5%	
<b>Industria</b> % uso capacidad instalada	68,9%	63,8%	s.d.	s.d.	
	2022		2023		Tendencia
	Noviembre	Diciembre	Enero	Febrero	hasta feb. 2023
<b>LELIQ</b>	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	estable
<b>EMBI Arg.</b> Riesgo país en puntos básicos al último día del mes	2.248	2.213	1.817	1.965	
<b>IVA DGI</b> Recaudación Mensual Var. % interanual.	113,2%	114,9%	133,1%	138,0%	
<b>Dólar</b>  \$/U\$S mayorista promedio bancos al último día del mes	167,3	177,1	186,9	197,2	
<b>Depósitos</b>  en pesos Sector privado Var. % mensual de saldos promedios mensuales	5,8%	9,9%	5,5%	5,2%	
<b>Depósitos</b> en dólares Sector privado Var. % mensual de saldos promedios mensuales	1,4%	3,4%	3,5%	0,7%	

## PRECIOS, ACTIVIDAD Y COMERCIO EXTERIOR

### INDICADORES MÁS RECIENTES

Adolfo Bosch

#### I. PRECIOS

VARIABLE		FUENTE	Periodo	Unidad	Valor	Periodo anterior	
PRECIOS	IPC Nacional	INDEC	Febrero	Var. % mensual	6,6%	6,0%	
				Var.% interanual	102,5%	98,8%	
	IPC G.B.A		Febrero	Var. % mensual	6,7%	6,0%	
				Var.% interanual	103,1%	99,0%	
	IPC C.A.B.A	Dirección General de Estadística y Censos. GCBA	Febrero	Var. % mensual	6,0%	7,3%	
				Var.% interanual	103,1%	99,4%	

#### II. ACTIVIDAD

VARIABLE		FUENTE	Periodo	Unidad	Valor	Periodo anterior	
DEMANDA INTERNA	Ventas en Shoppings	INDEC	Diciembre 2022	Var. % i.a. acumulado vs. acum. año anterior a precios constantes	35,2%	41,4%	
	Ventas en Supermercados		Diciembre 2022	Var. % i.a. acumulado vs. acum. año anterior a precios constantes	1,6%	2,0%	
	Patentamiento autos 0 Km	ACARA	Febrero 2023	Var.%interanual	-40,2%	15,1%	
ACTIVIDAD	Estimador Mensual de Actividad Económica	INDEC	Diciembre 2022	Var.% mensual (sin estacionalidad)	-1,0%	-0,7%	
				Var.% interanual	-1,2%	2,6%	
PBI	3 <sup>er</sup> trim. 2022		Var. % jul-set '22 vs jul-set '21	5,9%	7,1%		
	Enero 2023		Var.% interanual	6,3%	-2,7%		
ACTIVIDAD INDUSTRIAL	Uso capacidad instalada		Diciembre 2022	% uso capacidad instalada	63,8%	68,9%	
CONSTRUCCIÓN	Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción		Enero 2023	Var.% interanual	2,6%	-10,6%	
INGRESOS TRIBUTARIOS RELACIONADOS CON LA ACTIVIDAD INTERNA	IVA DGI (Bruto)	AFIP	Febrero 2023	Var % mensual	-3,2%	-17,3%	
				Var. interanual	138,0%	103,1%	
	Var % mensual			-17,3%	45,3%		
	Var. interanual			103,2%	105,4%		
	Créditos y Débitos en Cta.Cte.			Var % mensual	0,9%	-1,4%	
	Var. interanual	101,1%	97,4%				

#### III. COMERCIO EXTERIOR

VARIABLE		FUENTE	Periodo	Unidad	Valor	Periodo anterior	
COMERCIO EXTERIOR	Exportaciones	INDEC	Enero 2023	Nivel (U\$S M)	4.900	6.119	
				Var. % interanual	-11,7%	-7,1%	
	Importaciones			Nivel (U\$S M)	5.384	5.017	
				Var. % interanual	2,5%	-19,3%	
	Saldo balanza comercial			Nivel (U\$S M)	-484	1.102	

## PANORAMA DE ARGENTINA

### LAS RESTRICCIONES PRESUPUESTARIAS EMPIEZAN A “APRETAR”

Héctor Rubini

**La renovación de deuda interna atada a un “put” a cargo del BCRA incuba el riesgo de una fuerte aceleración de la inflación observada y esperada al menos hasta fin de año, así como de presiones permanentes, no transitorias, a la suba del tipo de cambio y de las tasas de interés. A su vez, la baja del ingreso de divisas por la sequía ha tornado imposible el cumplimiento a fin de este mes de la meta de acumulación de reservas internacionales acordada con el FMI.**

#### 1. Recesión, inflación y escasez de divisas

La continuación de la severa sequía, con temperaturas anormalmente altas en las últimas semanas, llevan a ajustar las expectativas de producción y exportaciones de granos gruesos hacia hipótesis aun más pesimistas que las conocidas hasta hace pocas semanas atrás. Esto, junto a los reclamos por liberación de importaciones que el gobierno sigue restringiendo desde la Secretaría de Comercio, lleva a un exceso de demanda de dólares que tiene dos efectos: por un lado, **la imposibilidad del BCRA para recuperar el stock de reservas internacionales líquidas y cumplir la meta de U\$S 5.500 M, para fin de este mes**, y por otro el ajuste hacia la suba de las expectativas de inflación y de devaluación del peso, fortaleciendo cada vez más las prácticas de indexación de contratos y de búsqueda de divisas fuera del mercado oficial para el pago a proveedores del exterior.

El factor más negativo, y de impacto permanente, no transitorio, es la caída de la liquidación de divisas en los primeros dos meses de este año. Según los datos de la Cámara de la Industria Aceitera de la República Argentina (CIARA), en enero los exportadores de oleaginosos **ingresaron U\$S 928,4 M (-61 % i.a.) y en febrero U\$S 644,9 M (-74% i.a.)**. El daño de la sequía es irreversible<sup>1</sup>, de modo que **la escasez de divisas se mantendrá por tiempo indeterminado**, hasta que no se normalice el régimen de lluvias. **En el mejor de los casos esto podría ocurrir a partir de mayo**, pero sus efectos sobre la oferta de divisas se observarán recién a partir de noviembre con las exportaciones de trigo, sobre el final de la presidencia de Alberto Fernández.

Frente a la demanda de dólares reprimida por la maraña regulatoria conocida como “cepo cambiario” y los controles de capitales, la escasez de divisas con una política monetaria permanente expansiva, tienden a agudizar **de manera ya permanente** el exceso de demanda de bienes y de oferta de dinero. Esto dificultará el cumplimiento de las metas pactadas con el FMI **hasta cerrar 2023 con un aumento de las reservas líquidas del BCRA por U\$S 9.800 M (nada menos que 85% más que en 2022)**. Frente a esta realidad el equipo económico habría cerrado la negociación con el organismo para reducir la exigencia de acumulación de reservas hacia la baja. **Según la agencia Télam sería una meta móvil ajustada según exportaciones (no se ha aclarado en ese caso si sólo de bienes, o de bienes y servicios)**. Sin embargo, hasta el cierre de este informe, el organismo no había confirmado nada.

Frente a la contracción de la principal fuente de divisas, el gobierno sigue aferrado a la triple combinación de control de capitales, cepo cambiario y restricciones a las importaciones. La Secretaría de Comercio continúa aplicando los permisos para importar con un software llamado SIRA (Sistema de Importaciones de la República Argentina) para autorizar pagos a proveedores del exterior con demoras entre 60 y 180 días, aparentemente según el tamaño de la empresa importadora. El temor de las empresas es que cuando se acentúe la escasez de divisas, el gobierno opte por endurecer más el régimen, otorgando menos SIRA, haciéndolo con más demora, o autorizando pagos al exterior con demoras por más de 180 días. **Según fuentes privadas ya se habría acumulado además una deuda del BCRA con importadores superior a los U\$S 12.000 M** por la no liberación de divisas de la autoridad monetaria<sup>2</sup>. Esto obliga a las empresas a pagar las importaciones devengadas con divisas captadas de otras fuentes, o en el caso de filiales de multinacionales a endeudarse con sus casas matrices del exterior.

Este régimen ha agravado, además, la escasez de insumos intermedios y de bienes terminados que no se fabrican en el país. A esto se sumará la contracción de la oferta de varios agroalimentos por la sequía en curso, y otros (frutas y hortalizas) por las heladas tardías de noviembre pasado.

<sup>1</sup> Según la Bolsa de Comercio de Rosario quedarían entre 2,6 M y 3,0 M de hectáreas de soja sin cosechar como consecuencia directa de la sequía y de las elevadas temperaturas de este verano. En el caso de la soja, la Bolsa de Comercio de Bs. As. en febrero redujo su proyección de producción para esta campaña de 38 a 33,5 M de ton., **pero la última estimación de la Bolsa de Comercio de Rosario es todavía más baja, de 27 M de ton.**

<sup>2</sup> Sólo en enero ese pasivo con los importadores habría registrado un incremento superior a los U\$S 1.200 M. De acuerdo al BCRA la deuda privada externa por importaciones acumulada al 30 de septiembre de 2022 era de U\$S 31.113 M.

La contracción de oferta conduce hacia una dinámica que desde el último trimestre del año pasado se encamina hacia un marcado exceso de demanda de bienes, que junto al excesivo emisionismo monetario acumulado en los últimos 3 años implica **más presión inflacionaria**. A esto se suma el ajuste de las tarifas, combustibles y otros precios regulados a partir de este trimestre, de impacto directo sobre el costo de vida, más otro indirecto vía empuje de costos de producción que impulsa subas de precios **a mayor velocidad**. Pero la suba de costos de producción, junto a la contracción de la oferta local de materias primas de origen agrícola, y la escasez de insumos importados, **conduce a un descenso de la actividad económica**.

2. La recaudación sin mucho margen para mejorar

Las perspectivas para las cuentas fiscales no son auspiciosas. El Sector Público No Financiero sigue sin poder revertir los crónicos déficits primarios registrados desde diciembre de 2019<sup>3</sup>. Para febrero no se espera una reversión del saldo negativo del resultado primario, a pesar del recorte de subsidios y del efecto positivo de la inflación sobre los ingresos fiscales nominales. Es claro que en años electorales aparece el fuerte incentivo de la administración en funciones de aumentar el gasto público asistencial pero la evolución de la recaudación no deja márgenes para demasiado expansionismo:

a) Entre 2019 y 2022 la recaudación tributaria de 2022 anual creció menos que la inflación, salvo en 2021.

CUADRO 1. RECAUDACIÓN TRIBUTARIA TOTAL EN MILLONES DE PESOS CORRIENTES

AÑO	Total Recaudación	Subtotal DGI	Subtotal DGA	Seguridad Social
2018	3.382.644	1.839.896	664.369	878.379
2019	5.023.566	2.705.590	1.142.183	1.175.793
2020	6.635.238	3.765.009	1.385.103	1.485.126
2021	11.004.986	5.831.071	2.870.343	2.303.573
2022	19.982.483	10.863.544	4.969.861	4.149.078

Variación anual

AÑO	Inflación acumulada (IPC)	Total Recaudación	Subtotal DGI	Subtotal DGA	Seguridad Social
2019	53,8%	48,5%	47,1%	71,9%	33,9%
2020	36,1%	32,1%	39,2%	21,3%	26,3%
2021	50,9%	65,9%	54,9%	107,2%	55,1%
2022	94,8%	81,6%	86,3%	73,1%	80,1%

Fuente: elaboración propia en base a datos del Ministerio de Economía y del INDEC

b) En 2022 los ingresos aduaneros registraron una fuerte baja de su crecimiento anual siendo superado por el de los impuestos internos (subtotal DGI + ingresos al sistema de seguridad social)

c) El crecimiento anual del promedio de los ingresos tributarios diarios de 2021 y 2022 superaron a la inflación (var. anual de IPC promedio), pero en 2022 el crecimiento anual de los impuestos al comercio exterior (subtotal Dirección General de Aduanas -DGA-) fue sustancialmente inferior al de 2021.

CUADRO 2. RECAUDACIÓN TRIBUTARIA DIARIA (PROMEDIO POR DÍA HÁBIL) EN MILLONES DE PESOS CORRIENTES

AÑO	Total Recaudación	Subtotal DGI	Subtotal DGA	Seguridad Social
2019	20.455	11.039	4.630	4.786
2020	27.407	15.559	5.706	6.142
2021	44.857	23.764	11.696	9.397
2022	82.373	44.793	20.502	17.078

Variación i.a.

AÑO	Total Recaudación	Subtotal DGI	Subtotal DGA	Seguridad Social	Var IPC (promedio contra promedio)
2020	34,0%	40,9%	23,2%	28,3%	42,0%
2021	63,7%	52,7%	105,0%	53,0%	48,4%
2022	83,6%	88,5%	75,3%	81,7%	72,4%

Fuente: elaboración propia en base a datos del Ministerio de Economía y del INDEC

d) El crecimiento interanual de la recaudación promedio diaria de enero-febrero 2023 fue inferior a la inflación interanual estimada para dicho bimestre, básicamente por la fuerte caída de la tasa de crecimiento interanual de los impuestos sobre el comercio exterior (Subtotal -DGA-).

<sup>3</sup> Ver IEM de febrero de 2023.

**CUADRO 3. RECAUDACIÓN TRIBUTARIA DIARIA (PROMEDIO POR DÍA HÁBIL). PRIMER BIMESTRE AÑOS 2020-2023.**

EN MILLONES DE PESOS CORRIENTES

Bimestre	Total Recaudación	Subtotal DGI	Subtotal DGA	Seguridad Social
Ene-feb 20	25.086	13.718	4.533	6.836
Ene-feb 21	39.227	20.202	9.988	9.037
Ene-feb 22	58.601	29.925	14.484	14.192
Ene-feb 23	110.564	63.545	17.937	29.082

Variación i.a.

Ene-feb 21	56,4%	47,3%	120,4%	32,2%
Ene-feb 22	49,4%	48,1%	45,0%	57,0%
Ene-feb 23	88,7%	112,3%	23,8%	104,9%

Var % IPC ene-feb contra igual bimestre año anterior

39,6%
51,5%
100,1%

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

Los datos muestran un significativo debilitamiento de la recaudación de impuestos al comercio exterior dada la severidad de las restricciones cambiarias y a las importaciones en los últimos meses de 2022. Su agravamiento, en principio inevitable, es consecuencia de la dura sequía en curso cuyo impacto negativo en las exportaciones recién **está en sus inicios**.

Siendo además un año en el que se espera una caída real del PBI, las metas fiscales pactadas con el FMI<sup>4</sup> son de difícil cumplimiento. Para el primer trimestre se acordó una meta de déficit primario de \$ 441.500 M, pero ya enero cerró con un “rojo” de \$ 203.928 M. A su vez, para todo el año se acordó un resultado primario deficitario de \$ 2.8 billones, un 69% superior al de 2023. Alcanzarlo requiere un aumento de la recaudación de impuestos internos y del sistema de seguridad social superior a la inflación y que más que compense la esperable baja de la recaudación aduanera (25% del total recaudado en 2022). En un año electoral es impensable asegurar ese resultado vía suba de impuestos o contracción nominal de partida de gastos públicos. Pero también dificulta la intención aparente del equipo económico de sustituir la deuda del Tesoro con vencimiento hasta 6 meses por títulos de deuda con vencimiento posterior al final de mandato del actual gobierno (10 de diciembre próximo).

### 3. El problema del financiamiento

Las limitaciones para generar divisas en 2023 también afectan al financiamiento del déficit. La decisión política de no ajustar el gasto público ni el tipo de cambio implica, con inflación recesiva, expectativas de aceleración de la inflación, suba del tipo de cambio y de las tasas de interés y un probable acortamiento del plazo preferido por el mercado local para demandar nuevos bonos. A fin de febrero el total de vencimientos para el resto del año ascendía a \$ 18 Bn (10% del PBI), de los cuales \$ 7,2 Bn (4% del PBI) eran por títulos en manos del sector privado. Sobre el total previsto hasta fin de año, \$ 7,8 Bn. se acumulaban en el 2° trimestre de este año (52,7% en manos del sector privado) y otros \$ 8,9 Bn en el 3er trimestre (76,4% en manos de entidades del propio Estado)

**CUADRO 4. ESTRUCTURA DE VENCIMIENTOS DE LA DEUDA PÚBLICA (INTERNA) DEL TESORO NACIONAL EN MILES DE \$ M.**  
-SITUACIÓN PREVIA AL CANJE DE DEUDA DE LA SEMANA PRÓXIMA-

Tipo de bonos	Marzo	Abril	Mayo	Junio	Julio	Agosto	Septiembre	Octubre	Noviembre	Diciembre	TOTAL
A tasa fija	428	1.174	1.085	624	5	2	1	82	122	1	3.524
Ajust por CER	369	720	1.053	1.087	11	2.132	116	10	18	108	5.624
Dólar Linked	17	640	0	0	360	0	0	104	0	0	1.121
Dual	0	0	0	1.392	3.457	0	2.865	0	0	0	7.714
<b>Total</b>	<b>814</b>	<b>2.534</b>	<b>2.138</b>	<b>3.103</b>	<b>3.833</b>	<b>2.134</b>	<b>2.982</b>	<b>196</b>	<b>140</b>	<b>109</b>	<b>17.983</b>

Tenencias (% sobre el total)

Sector público	8,8%	47,6%	42,1%	50,6%	74,0%	79,4%	77,3%	12,2%	18,6%	88,1%	59,7%
Sector privado	91,2%	52,4%	57,9%	49,4%	26,0%	20,6%	22,7%	87,8%	81,4%	11,9%	40,3%

Fuente: elaboración propia en base a datos del Ministerio de Economía

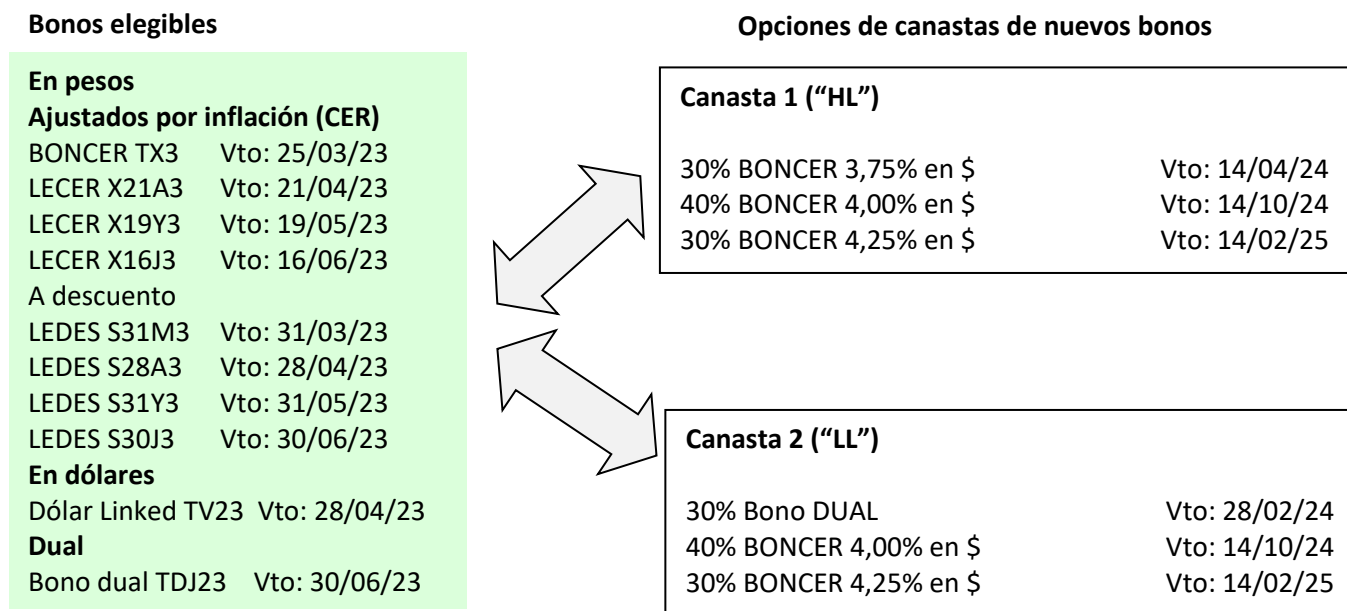
A pesar de los canjes exitosos de deuda interna de fines de 2022, el mercado de bonos se ha tornado más exigente, a pesar del exceso de ofertas de bancos y otros intermediarios para adquirir títulos en las últimas renovaciones. El canje ofrecido

<sup>4</sup> Ver IEM del mes pasado.

en febrero no fue auspicioso: la adhesión al mismo fue de sólo 67%. Además, en el canje de títulos de enero el gobierno pagó una tasa de interés promedio en pesos de 112% anual y en el de febrero 119%. Un panorama complicado frente a los vencimientos del 2° trimestre de 2023 que concentraban el 43% del total estimado para todo el año.

Esto forzó al Gobierno a ofrecer al mercado un canje de bonos con vencimiento hasta fin de junio próximo, por otros de mayor plazo. La mecánica, acordada con bancos y otros tenedores privados, ha sido la de canjear cada título por una de dos canastas alternativa nuevos bonos con vencimientos entre febrero de 2024 y febrero de 2025: la “HL” de bonos indexados por inflación y la “LL” de un bono dual y otros dos ajustables por inflación:<sup>5</sup>

**GRÁFICO 1. TÉRMINOS DEL CANJE DE DEUDA OFRECIDO POR EL MINISTERIO DE ECONOMÍA**



**Total vencimientos: \$ 7,5 billones**

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

Las ofertas de aceptaron el jueves 9 de marzo. Las autoridades obtuvieron una demanda de nuevos títulos por \$ 4,3 Bn (57,9% del total de deuda elegible, superando el exiguo 50% que inicialmente esperaba el Ministerio de Economía). Sobre este total, \$ 2,6 Bn correspondió a todos los títulos elegibles en cartera de entidades públicas. El 52% del total de bonos elegibles se canjeó por la cartera de bonos ajustados por inflación (“HL”) y 48% por la de bonos duales y ajustados por inflación (“LL”).

La baja adhesión indica por un lado cierta prevención, sobre todo de los inversores privados que empiezan a mostrar mayor preferencia por la liquidez y aversión por la volatilidad de corto plazo que se espera para el resto del año. Por otro lado, algunos detalles del proceso en sí revelan que no tendrá el gobierno mucho margen para repetir la operatoria. **El total suscrito por el sector privado (\$ 2,6 Bn) equivale a poco más de 1/3 del total de títulos elegibles y en cuanto a los participantes privados, la aceptación fue de aproximadamente el 30%.** Algo llamativo, ya que (sin desmentidas hasta el presente), el tipo de canje respondió en buena medida a pedidos de los bancos privados: **inclusión de un bono dual para la segunda cartera, mantener el “put” contra el BCRA, e integración de encajes legales con los nuevos títulos<sup>6</sup>.**

<sup>5</sup> El Ministerio de Economía informó también los ratios de conversión de cada título por cada canasta, ajustados por los respectivos valores técnicos de los títulos elegibles (ver <https://www.argentina.gob.ar/noticias/llamado-conversion-de-boncer-tx23-ledes-s31m3-s28a3-s31y3-y-s30j3-lecer-x21a3-x19y3-y-x16j3>)

<sup>6</sup> El BCRA emitió la Com. “A” 7177 por la cual se autoriza a las entidades financieras a integrar encajes con los nuevos títulos de este canje. A partir de octubre de 2018 los encajes extra incrementados (3 puntos) sobre depósitos a plazo fijo pasaron a integrarse con Letras del BCRA (LELIQ). La integración de encajes con LELIQ quedó sin efecto en noviembre de 2019 por la Com “A” 6817 del BCRA.) Luego, en 2021 la Com “A” 7290 permitió canjear los encajes en LELIQ por bonos del Tesoro de al menos 180 días de plazo. Desde septiembre del año pasado, sobre el encaje de 100% aplicado sobre depósitos en billeteras virtuales (Com. “A” 7611), el 45% puede integrarse con Bonos del Tesoro con vencimiento en 2027.

Si guiendo la práctica iniciada en julio de 2022, el BCRA extendió también a estos nuevos bonos la venta de opciones de venta (“put”) a las entidades financieras. Se trata de opciones “americanas”: los bancos podrían ejercerla en cualquier momento en que el precio del bono descienda debajo de cierto precio de ejercicio o, lo que es lo mismo, cuando la tasa de rendimiento supere cierto nivel. Si bien las autoridades han dejado trascender que en el año pasado se ejercieron muy pocas, **es un incentivo a la venta de bonos al BCRA cuando se profundicen bajas en el precio de mercado de estos títulos.**

Si bien el BCRA compraría así bonos cuando estén relativamente “baratos”, implica emisión monetaria que en el mejor de los casos la entidad intenta esterilizar vía pasivos pasivos o emitiendo nuevas LELIQ. Pero por otro lado, si las entidades en su mayor parte siguen destinando los depósitos, y la mayor parte de las exigencias de encajes, a títulos públicos, es claro que **el dinero de los depósitos está financiando al Gobierno con una doble exposición a riesgos no controlables, tanto para el gobierno como para ahorristas privados, institucionales y no institucionales:**

a) **expone al gobierno a un corte de financiamiento en caso de una abrupta corrida de depósitos cuando al mismo tiempo el mercado no estuviera dispuesto a nuevos “rollover” de deuda con plazo inferior a 180 días, y**

b) **expone a los depositantes a un eventual “corralito” de depósitos y a los tenedores de bonos a un default de la deuda (vía reprogramación compulsiva de vencimientos) si el gobierno enfrentara una aguda crisis de liquidez.**

Por otro lado, la mecánica de ejercicio del put contra el BCRA es una fuente de potencial incremento de pasivos monetarios al pagar por esos bonos vía emisión de pesos, o de no pasivos remunerados (LELIQ) para absorber esa emisión de pesos. En suma, esto consolida una **dependencia (“endogeneización”) de la emisión de dinero y de deuda remunerada del BCRA respecto de las expectativas de mercado y de sus fluctuaciones en los próximos meses.**

En el corto plazo, la operación posterga problemas de liquidez para el fisco para cuando gobierne el próximo presidente. Pero con inflación, recesión y baja de exportaciones, la evolución de la liquidez del Tesoro y de su resultado fiscal no está libre de riesgos, aun postergando pagos de subsidios, transferencias a provincias y entes descentralizados y a proveedores y empresas públicas.

El alivio es significativo, pero su sustentabilidad pasa a estar muy condicionada del fragor de la campaña electoral. Por consiguiente, tanto la demanda de pesos y bonos en pesos, como de depósitos, ahora condicionarán más la evolución de la oferta de pesos y de pasivos remunerados del BCRA. **El problema es que esta dinámica, no podrá dismantelarse rápidamente sin generar transferencias arbitrarias de riqueza como ya ha ocurrido en otros episodios traumáticos de los últimos 40 años.**

#### 4. Revisión de las metas con el FMI

El 13 de marzo el FMI publicó la tan anunciada revisión de metas, junto a la confirmación de un desembolso de U\$S 5.300 M en Derechos Especiales de Giro y del sobrecumplimiento en el 4° trimestre de 2022 de las metas de déficit fiscal primario y de acumulación de reservas internacionales. Según el FMI el PBI de Argentina creció 5,4%.

El comunicado del organismo nada dice de revisión de las metas trimestrales del año próximo. Las novedades tal vez se conozcan en algún documento técnico, todavía no publicado con los cálculos para cada trimestre de 2023. Lo único publicado, si bien en lenguaje diplomático, incluye compromisos explícitos o informales asumidos por gobierno hasta final de mandato:

- a) El compromiso de asegurar **tasas de interés oficiales positivas en términos reales** (pero al menos la tasa de “control monetario” el 75% anual de ya quedó más de 25 puntos detrás de la inflación interanual).
- b) El compromiso de las autoridades de eliminar desde mayo los subsidios a la energía para consumidores domiciliarios de mayores ingresos, y para usuarios comerciales a fines de 2023.
- c) **Nuevas medidas fiscales** (¿suba de impuestos? ¿recorte de gasto asistencial?) para compensar el costo fiscal de la imprevista nueva moratoria previsional.
- d) El compromiso del gobierno **de abandonar las intervenciones discrecionales en el mercado cambiario vía uso de las reservas internacionales o de emisión de títulos de deuda pública en moneda extranjera para intervenir en los mercados paralelos de divisas.**
- e) El compromiso **de limitar el financiamiento monetario directo del déficit fiscal en este año a un máximo de 0,6% del PBI. Si mantiene la hipótesis de crecimiento del PBI real de 2%, y de una (notablemente subestimada) variación del deflactor del PBI para este año de 77,8%. Esto implica ya un aumento nominal de 14% del “techo” previsto en el acuerdo revisado de diciembre pasado.**



Es claro, entonces, que si el FMI eleva la previsión de inflación a una estimación más realista, no inferior a 100%, ya está señalizando junto al mensaje de endurecimiento fiscal la aceptación de un aflojamiento significativo de la política monetaria para 2023. Si a esto se suma que el acuerdo **no establece ningún límite al aumento de la deuda cuasifiscal del BCRA**, todo sugiere que **estaría asegurada la aceptación del FMI de un giro hacia un mayor emisionismo de pasivos monetarios y no monetarios de la autoridad monetaria**. El resultado inevitable (sumado a la traslación a precios de la nueva ronda de ajuste de tarifas) **es una aceleración inflacionaria y de suba del tipo de cambio**.

Lo que se viene es, probablemente, **un segundo semestre de mayor inflación y de muy difícil manejo, tanto para el gobierno actual, como para la administración que asumirá el próximo 10 de diciembre**.

## PANORAMA INTERNACIONAL

### ESCENARIO GLOBAL: ¿TASAS PARA ARRIBA?

Jorge Viñas

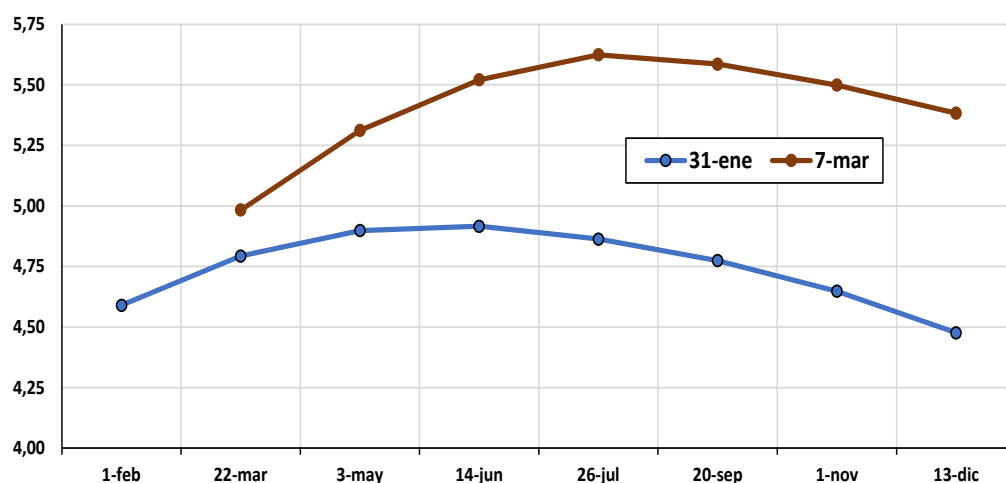
**Las expectativas de suba de la tasa de Fondos Federales hasta 6% se potenciaron por la presentación de Powell ante el Congreso de evidencia de una reactivación económica sólida e inflacionaria. Sin embargo, el incipiente pánico luego de la reciente caída de tres entidades financieras generó ciertas dudas sobre si la Reserva Federal dispondrá o no una suba de la tasa de Fondos Federales.**

1. *EE.UU.: Powell endurece el discurso y anticipa más suba de tasas.*

El optimismo en torno a un final inminente del ciclo de suba de tasas en EE.UU. se diluyó rápidamente. El proceso de desinflación que comenzó en el segundo semestre de 2022, cuyo progreso hacia fin de año llevó a la Fed a desacelerar el ritmo de suba de la tasa de Fondos Federales a 50 p.b. en la reunión de noviembre y nuevamente a 25 p.b. en la última reunión a principios de febrero, había alimentado expectativas de que la Fed podría frenar la suba de tasas en el primer semestre de 2023 en un nivel que no superaría el 5%. Adicionalmente, para evitar que la economía de EE.UU. entre en una recesión profunda, se esperaba que la Fed comenzara a bajar las tasas ya en el segundo semestre del año en curso, para cerrar el 2023 en 4,5%. Pero dichas expectativas sufrieron un cambio abrupto desde principios de febrero, para llegar a la actualidad (7 de marzo) en condiciones muy diferentes.

En el Gráfico 2 se presenta la trayectoria esperada de la tasa de Fondos Federales hasta fines de 2023, extrapolada a partir de la valuación de mercado de los futuros de tasa de Fondos Federales al 31 de enero, comparada con la trayectoria extrapolada de los futuros al 7 de marzo. En el mismo se puede apreciar con claridad el fuerte desplazamiento al alza de la trayectoria de tasas esperada. Ahora, se proyecta que siga subiendo al menos hasta julio alcanzando un máximo superior al 5,5%. Además, la baja de tasas posterior sería más gradual, por lo que 2023 cerraría entre 5,25% y 5,5%. Este cambio súbito en las expectativas sobre la dirección de la política monetaria de EE.UU. en el corto plazo, ha tenido fuertes repercusiones en los mercados financieros internacionales, con consecuencias potenciales significativas para la economía global.

**GRÁFICO 2. EE.UU. TRAYECTORIA PROYECTADA DE LA TASA DE FONDOS FEDERALES HASTA FINES DE 2023 (%)**

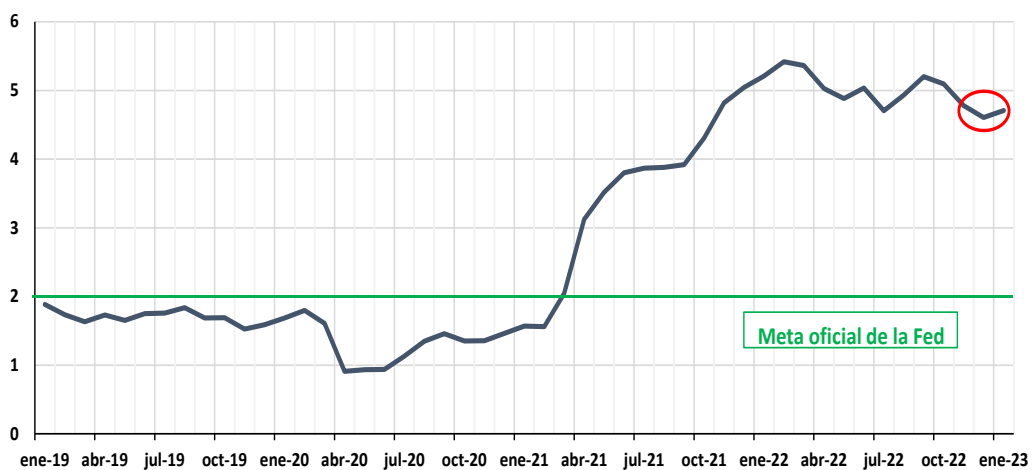


Fuente: Bloomberg

Varios factores explican este cambio de expectativas. **En primer lugar, los datos de actividad económica de enero no mostraron señales de debilidad consistentes con la posibilidad de que la economía de EE.UU. entre en recesión en los próximos meses.** Una de las claves para que el proceso de desinflación en marcha se consolide y facilite que la inflación retorne en forma más o menos rápida a la meta oficial del 2% era, justamente, la perspectiva de que la merma de la demanda agregada presione los precios a la baja, en especial en los sectores de servicios. Por el contrario, los datos de enero de empleo, consumo y producción industrial mostraron una mejora, revirtiendo la tendencia declinante que se observaban sobre el cierre de 2022. Los primeros indicadores de febrero apuntan en la misma dirección. Si bien la encuesta nacional de actividad ISM arrojó un nivel de 47,7 para los sectores manufactureros, indicando una contracción moderada<sup>7</sup>, representa una señal de estabilización frente al 47,3 de diciembre, luego de 5 meses consecutivos de caída. Mientras tanto, para los sectores de servicios la encuesta arrojó un nivel sólido de 55,1, similar al 55,2 de enero, dejando atrás la falsa alarma causada por el dato inusualmente bajo de 49,2 en diciembre.

**En segundo lugar, los datos de inflación empezaron a poner en duda la continuidad ininterrumpida de la tendencia desinflacionaria de los últimos meses de 2022.** La inflación minorista de enero rebotó al 0,5% mensual, desde el 0,1% mensual de diciembre que había sido reportado inicialmente como -0,1% y fue revisado al alza. La inflación subyacente, habitualmente menos volátil, marcó en enero un 0,4% mensual, en línea con el 0,4% de diciembre, pero que originalmente había sido reportado como 0,3%. Pero el índice de precios al que la Fed presta más atención, el índice subyacente de precios de gastos de consumo personal (conocido por su denominación en inglés como Core PCE), mostró un repunte aun mayor, pasando del 0,4% mensual en diciembre al 0,6% en enero. En este caso también se interrumpió la baja de la variación interanual, ya que pasó de 4,6% en diciembre al 4,7% en enero. Este índice alcanzó su pico máximo en febrero de 2022 en 5,4% interanual, por lo que todavía tiene un largo trecho para volver a la meta del 2% (véase el gráfico 3).

**GRÁFICO 3. EE.UU. EVOLUCIÓN DEL ÍNDICE DE PRECIOS CORE PCE – VAR. INTERANUAL (%)**



Fuente: Bloomberg

Los anticipos de precios de febrero, surgidos de las encuestas de actividad ISM, no son muy alentadores. En el caso de los sectores manufactureros, el índice de precios pagados, que se mantenía por debajo del nivel crítico de 50 desde octubre, subió a 51,3 en febrero. Para los sectores de servicios, el índice de precios pagados arrojó en febrero un nivel todavía muy elevado de 65,6, si bien bajó de 67,8 en enero. Si bien estos indicadores distan de ser cálculos precisos, **el mensaje que arrojan es que mientras la inflación de servicios continúa a paso firme, los precios de los bienes, que venían debilitándose, empiezan a recomponerse, lo que no favorece la continuidad del proceso de desinflación.**

Las estimaciones de inflación para fines de 2023, según el consenso de analistas que compila Bloomberg, que habían empezado a bajar desde diciembre, volvieron a subir en febrero y alcanzaron un nuevo máximo de 3,15% interanual.

Esto todavía representa una desaceleración importante respecto al 6,5% registrado en 2022, por lo **que podría seguir habiendo revisiones al alza en caso de que en los próximos meses la inflación mensual se mantenga en el rango de 0,3-0,4%, consistente con una inflación anual más cercana al 4%.** En tal caso, la convergencia de la inflación a la meta del 2% podría extenderse en el tiempo, poniendo en riesgo la “contaminación” de las expectativas inflacionarias.

<sup>7</sup> Hay que recordar que en estas encuestas el nivel de 50 marca la línea divisoria entre expansión y contracción.

Por el momento, las distintas medidas de expectativas de inflación a mediano plazo se mantienen bien ancladas. Por un lado, la inflación implícita en la valuación de los bonos del Tesoro, medida por el diferencial entre la tasa nominal y la tasa real a 10 años, se ubica en 2,4%, debajo del máximo de 3% de abril de 2022. Por otro lado, la medición de expectativas de inflación a 5-10 años incluida en la encuesta de confianza del consumidor que elabora la Universidad de Michigan, se mantuvo en febrero en 2,9%, también debajo del pico de 3,1% de mediados de 2022 y en línea con el promedio histórico de 2,8%.

**Finalmente, la evolución reciente de los datos de actividad económica y de inflación llevaron a un endurecimiento en la postura de la Fed.** Su presidente J. Powell, en la presentación semestral de política monetaria ante el Congreso el 7 de marzo, alertó que es probable que tengan que subir la tasa de Fondos Federales hasta un nivel máximo superior al que tenían previsto anteriormente, y que están preparados para hacerlo acelerando el ritmo de suba de tasas en caso de que esto sea necesario.

En su argumentación, Powell ponderó los avances en el proceso de desinflación desde mediados de 2022, pero alertó que **todavía están lejos de lograr que la inflación retorne a la meta del 2%, y que no se trata de un proceso lineal y continuo, sino que es probable que sufra dificultades y retrocesos en el camino.** El tono agresivo del discurso de Powell sorprendió a observadores e inversores, ya que en sus presentaciones previas se había mostrado propenso a convalidar un ritmo menor de suba de tasas y a considerar que el techo del ciclo estaba más cerca, y se esperaba que no se apresurara a señalar cambios en esta postura.

Tras el discurso de Powell ante el Congreso, **empezó a tomar forma la posibilidad de que en la próxima reunión del 22 de marzo la Fed decida una suba de 50 p.b. en la tasa de Fondos Federales llevándola al 5%, cuando hasta el día anterior se descontaba que se mantendría el ritmo de suba de 25 p.b. de la reunión de febrero.** La probabilidad de que la suba de tasas en la próxima reunión sea de 50 p.b., extrapolada de la valuación de los futuros, aumentó de 25% antes de la presentación de Powell al 65% al cierre del 7 de marzo. Los datos de empleo de febrero, que se publicarán el viernes 10 de marzo, y de inflación (14 de marzo) serán claves para definir la decisión de la Fed en la reunión del 22 de marzo.

Sobre el cierre de esta edición del IEM se publicaron los datos de empleo de febrero, con implicancias ambiguas para la decisión de la Fed. Por un lado, la creación de empleo volvió a superar las expectativas, alcanzando 311.000 nuevos puestos de trabajo frente a los 225.000 estimados según el consenso compilado por Bloomberg. Por otro lado, la tasa de desempleo subió dos décimas, de 3,4% a 3,6%, mientras que el componente salarial del reporte de empleo, los ingresos promedio por hora, subieron sólo 0,2% mensual, por lo que la variación interanual se ubica en un relativamente moderado 4,6%.

De todos modos, el reporte de empleo quedó en un segundo plano ante la noticia del colapso de un banco regional, el Silicon Valley Bank (SVB), que debió ser intervenido y absorbido por el ente de garantía estatal de depósitos (FDIC, en inglés). La caída del SVB avivó el temor de que la fuerte suba de tasas del último año (el ciclo de suba de tasas que se inició en marzo de 2022 ya acumula en menos de un año), empiece a afectar la estabilidad del sistema financiero. **En más de una oportunidad, esta sección del IEM alertó sobre el hecho de que la mayoría de los ciclos de suba de tasas de los últimos 40 años terminaron provocando algún tipo de crisis sistémica.**

## 2. *Fin de la euforia financiera*

En el número anterior del IEM se había alertado acerca del excesivo optimismo imperante a principios de año en los mercados financieros respecto al avance en el proceso de desinflación y la cercanía de un punto de inflexión en la política monetaria. El cambio abrupto de expectativas del último mes, acelerado por el cambio de postura de la Fed puesto de manifiesto por el discurso de Powell en el Congreso, puso fin a las subas masivas que habían experimentado los mercados financieros a comienzos de 2023.

Los principales índices accionarios del mundo alcanzaron su máximo del año a principios de febrero tras acumular subas del orden del 10% en enero. A partir de allí, comenzó una corrección con bajas que ya superan el 4% desde los máximos.

En el universo de renta fija, la curva de rendimientos de los bonos del Tesoro de EE.UU., que había empezado a desplazarse hacia abajo anticipando un punto de inflexión en la política monetaria, volvió a experimentar suba de rendimientos, con una agudización de la pendiente negativa. En efecto, la tasa de retorno del bono del Tesoro a 2 años pasó de 4,10% el 2 de febrero, cuando había alcanzado un mínimo desde octubre, al 5% al 7 de marzo, nivel que no alcanzaba desde el año 2006. Mientras que la tasa del retorno del bono del Tesoro a 10 años pasó 3,39% el 2 de febrero, el mínimo desde septiembre, a 3,96% al 7 de marzo, todavía por debajo del pico de 4,25% alcanzado en octubre. De esta forma el diferencial entre las tasas de retorno a 2 años y a 10 años se tornó aún más negativo, alcanzando un nuevo mínimo en más de 40 años de -1,04% al 7 de marzo (véase el gráfico 4).

Hay que resaltar que, en base a la experiencia histórica, la pendiente negativa de la curva de rendimientos de los bonos del Tesoro está considerado como un indicador anticipado de períodos recesivos. Por ello, es probable que en las próximas semanas resurja el debate respecto a la posibilidad de que la economía de EE.UU. caiga en recesión, que había quedado postergado ante la mejora reciente de los indicadores de actividad.

**GRÁFICO 4. SPREAD ENTRE LA TASA DE RETORNO DE LOS BONOS DEL TESORO DE EE.UU. A 2 AÑOS Y 10 AÑOS (P.B.)**



Fuente: Bloomberg

La suba de los rendimientos de los bonos del Tesoro de EE.UU. repercutió negativamente en categorías de bonos más riesgosos, como la deuda corporativa de grado de inversión y de alto riesgo, y la deuda de mercados emergentes, cuyos índices devolvieron casi todas las ganancias que habían acumulado en enero. La suba de tasas también impulsó una recuperación del USD en los mercados de divisas. El Dollar Index (DXY), que mide la variación del USD frente a una canasta de las principales divisas de los países desarrolladas ponderadas por su participación en el comercio de EE.UU., se había depreciado un 12% desde octubre hasta principios de febrero. Desde entonces, lleva recuperando un 5% hasta el 7 de marzo.

La suba de tasas en EE.UU. y la apreciación del USD afecta a los flujos internacionales de capital, complicando las perspectivas de crecimiento y de inflación en el grupo de países emergentes. **También impacta negativamente en los precios internacionales de commodities.** El índice agregado de precios de commodities de Bloomberg se encuentra en el menor nivel desde enero de 2022, antes de la invasión de Rusia a Ucrania, a pesar de que la guerra aún continúa. Los precios de commodities, que tienen fuerte incidencia en los países de Latinoamérica productores de materias primas, podrían verse afectados adicionalmente en caso de que la recuperación de la economía de China sea menos vigorosa que lo esperado.

Sobre el cierre de esta edición, **la caída del SVB generó un súbito aumento de la aversión al riesgo en los mercados financieros a nivel global.** Los índices accionarios profundizaron la caída (el índice mundial de acciones cayó un 3,6% adicional en la última semana), mientras que la búsqueda de protección por parte de los inversores favoreció a los bonos del Tesoro de EE.UU., que recuperaron gran parte de las pérdidas provocadas por la presentación de Powell en el Congreso (la tasa del bono del Tesoro a 10 años retrocedió a 3,7%). Los temores por la estabilidad financiera en EE.UU. también afectaron al dólar, que se debilitó frente a las principales divisas. Por el momento, el aumento de la aversión al riesgo no tuvo gran impacto en los mercados emergentes, pero esto podría cambiar si la inestabilidad financiera se acentúa y se extiende en las próximas semanas.

Aa la caída del SVB del pasado jueves siguió la intervención de otra entidad quebrada, el banco Signature, que junto a SVB y el cierre del banco Silvergate el pasado 3 de marzo, dieron lugar a un escenario de pánico que la Fed está tratando de detener. **Signature y SVB podían activos por U\$S 319.000 M asegurados por la FDIC, cifra levemente inferior a los U\$S 379.000 M garantizados por la FDIC en la crisis de 2008.** El 13 de marzo el pánico se extendió y el mercado accionario castigó desde la apertura las acciones del Western Alliance (-80%), First Republic Bank (-71%), al igual que otros bancos regionales medianos y pequeños con caídas entre 7% y 50%<sup>8</sup>.

<sup>8</sup> Los más afectados fueron Pac West Bancorp (40%), East West Bancorp (-30%), Comerica (-30%, recortando luego la baja a -7%), Charles Schwab (-20%), Zions Bancorp (-20% recortando luego a -15%), y Regions Financial (-10%). Las entidades más grandes no sufrieron bajas de tal magnitud, pero no quedaron inmunes, registrándose desde el inicio de la jornada caídas en las acciones de Citigroup y Wells Fargo algo mayores a 4%, Bank of America por algo más de 3% y JP Morgan-Chase casi 1%. La corrección posterior trajo cierta tranquilidad.

La asistencia emerge como necesaria pero no puede ser infinita, debido al fuerte expansionismo monetario, no revertido, desde 2020. Ahora la **Reserva Federal y el gobierno enfrentan un conflicto de objetivos de difícil manejo: combatir la inflación exige subir las tasas de interés y una política monetaria más restrictiva, pero sostener el sistema financiero y evitar un pánico bancario exige mantener o profundizar la expansión monetaria y probablemente tasas de interés más bajas.** Por ahora, el mercado se inclina a esperar que la Fed aumente la tasa de Fondos Federales al menos unos 25 p.b.

### 3. China: El Congreso Nacional del Pueblo fija metas moderadas de crecimiento para 2023.

En su reunión plenaria anual, el Congreso Nacional del Pueblo (CNP), principal órgano legislativo de la República Popular China de 3.000 miembros aprobó esta semana las metas económicas para el año 2023. En el Cuadro XX se presentan las principales metas para 2023, junto con la comparación con las metas fijadas y los dato expost de 2022.

**CUADRO 5. CHINA: METAS ECONÓMICAS OFICIALES PARA 2023.**

	Meta 2023	Realizado 2022	Meta 2022
Crecimiento del PIB	En torno al 5%	3,0%	En torno al 5,5%
Inflación	3%	2,0%	3%
Déficit Fiscal (% del PIB)	3,0	-	2.8
Tope de Emisión de Bonos de Gobiernos Localesv (RMB Bn)	3,8	4,04	4,15
Nuevos Empleos Urbanos (millones)	12	12,06	11
Tasa de Desempleo	en torno al 5,5%	5,6%	menor a 5,5%

Fuente: Bloomberg

La meta de crecimiento del PIB para este año se fijó “en torno al 5%”. Teniendo en cuenta que la economía china está en pleno proceso de reapertura post-Covid, saliendo de cuarentenas estrictas que provocaron una desaceleración del crecimiento en 2022 a sólo 2%, había expectativa respecto a la posibilidad de que el CNP fijara una meta de crecimiento más ambiciosa, superior al 5%. También se especulaba que, para impulsar un crecimiento más acelerado, el gobierno implementaría políticas agresivas de estímulo fiscal y monetario. Sin embargo, el CNP prefirió evitar recurrir a políticas expansivas generalizadas que pueden provocar desequilibrios graves a futuro, y al mismo tiempo otorgó mayor prioridad a otros objetivos, ligados principalmente a la seguridad y a la autosuficiencia tecnológica. De todos modos, el crecimiento podría terminar superando a la meta oficial conservadora. Aun sin estímulos masivos, la experiencia del impacto positivo de la reapertura post-Covid sobre la actividad económica en otros países indica que el crecimiento podría sorprender al alza. Actualmente, las proyecciones privadas, de acuerdo con el relevamiento de Bloomberg, estiman un crecimiento del PIB del 5,3% para 2023.

La meta de inflación se mantiene en el 3% al igual que la meta de 2022, que fue sobrecumplida ya que la inflación terminó el año en el 2%. Sin embargo, el 2023 se presenta más desafiante para cumplir la meta, ya que es probable, también en base a la experiencia de otras economías que salieron del Covid, que aumenten las presiones inflacionarias. Por ello, es probable que el Banco Popular de China (BPCH) no recurra a nuevas bajas de tasas de interés a lo largo del año. En cuanto a la meta de déficit fiscal, si bien la meta de 2023 aumenta al 3.0% del PIB respecto al 2,8% de 2022, considerando las cuentas fiscales en forma más amplia para incluir el gasto de los gobiernos locales financiado con emisión de bonos, el panorama cambia, ya que el límite de emisión de bonos de gobiernos locales autorizado disminuye de 4,15 bn yuanes en 2022 a 3,80 bn yuanes en 2023. El gasto presupuestario incluye un crecimiento del 7,2% del gasto en defensa, el más elevado de los últimos cuatro años, reflejo de las crecientes tensiones geopolíticas con EE.UU. y con sus vecinos del Este de Asia.

Respecto a las variables laborales, si bien la meta de desempleo “en torno al 5,5%” en 2023 es menos ambiciosa que la de 2022 “menor a 5%”, la meta de creación de empleo asciende a 12 millones de 11 millones planeados en 2022. La meta de una mayor creación de empleo con un objetivo de crecimiento del PIB ligeramente inferior al planteado en 2022 es consistente con un crecimiento sesgado hacia los sectores de servicios, más intensivos en mano de obra. Esto, a su vez, es consistente con el objetivo de darle prioridad a la expansión de la demanda interna de consumo.

En definitiva, si bien China se está recuperando del fuerte freno económico impuesto por las cuarentenas estrictas en gran parte de 2022, el impacto sobre la economía global sería inferior al de recuperaciones anteriores, como fue el caso de la salida de la crisis financiera internacional en 2009. Esto se debe a que los estímulos económicos oficiales serán más moderados y porque darán prioridad a la demanda interna de consumo por sobre la inversión y las exportaciones, por lo que tendrá menor incidencia sobre la demanda de commodities en los mercados internacionales.

## A UN AÑO DE LA INVASIÓN, EL IMPACTO DE LA GUERRA ENTRE RUSIA Y UCRANIA

Leandro Marcarian

**La guerra tuvo mayor impacto en los precios de energía y alimentos. A pesar de una corrección a la baja en los últimos meses los precios todavía son mayores a sus valores previos a la guerra, y persiste el riesgo de aceleración inflacionaria en Europa.**

### 1. El impacto económico global de la guerra

El 24 de febrero se cumplió un año desde que Rusia invadió Ucrania. A un año de la invasión, la economía rusa ha caído en 2%, en medio de sanciones históricas por parte de USA y la UE a bancos, funcionarios rusos y empresarios cercanos al poder. Las sanciones van desde inversiones en el sector energético, reducción al acceso de divisas y venta de tecnología de defensa. Esto hace que, a medida que la guerra se prolonga, no solo incrementan las dificultades para financiar el avance militar ruso, sino también por los costos de largo plazo sobre la economía; sobre todo en lo que respecta a falta de capital proveniente de inversiones y las sanciones de la UE de importar petróleo desde diciembre de 2022.

Rusia ya comenzó a mostrar dificultades en sus finanzas dado que todo lo recién mencionado ha implicado caídas del 40% en sus ingresos fiscales. El superávit de la cuenta corriente, explicado por la caída de las importaciones y la suba de los precios de la energía, que alcanzó los US\$370.000 millones en 2022, permitió mantener estable el rublo. La inflación interanual ha alcanzado un máximo del 17,5% en abril de 2022 y después comenzó a desacelerarse hasta el 11,0% de febrero de 2023.

La producción industrial ha mermado desde marzo de 2022, tocando un mínimo en diciembre de 2022 con una caída del 4,3%. En términos interanuales, la producción industrial ha caído en un 19,4%. La confianza empresarial se encuentra en terreno negativo hace ya un año, con una merma del 3,3% en febrero de este año. Por otro lado, la producción minera desde septiembre que registra 5 meses de caída consecutiva, alcanzando el 3,1% de caída en enero de este año.

Según el Banco Mundial, se estima que la economía rusa se contraiga en un 3,3% para 2023. Esto se debe tanto por los embargos de petróleo por parte de la Unión Europea (UE) como por el cierre de las exportaciones de gas de Rusia a la UE. Recién en 2024 la economía crecería en un 1,6% debido a un leve repunte del consumo interno y de la recuperación de las exportaciones en la medida en que Rusia logre colocar su producción en otros países, por fuera de la UE. En el largo plazo, se proyecta una reducción de la tasa de crecimiento de Rusia por el quiebre de las relaciones comerciales y la caída de las inversiones que van a limitar la transferencia tecnológica, con un impacto, posterior, negativo sobre el crecimiento de la productividad.

En cambio, el FMI proyecta que ya en 2023, Rusia va a crecer en un 0,3% este año gracias a que pudo reorientar sus exportaciones a países como China y la India. Sin embargo, la tasa de crecimiento se retraería por la emigración de trabajadores y restricción al acceso tecnológico que afectaría a la industria energética en el mediano plazo. Asimismo, contempla que la reorientación del comercio hacia otros mercados no tendría un efecto duradero.

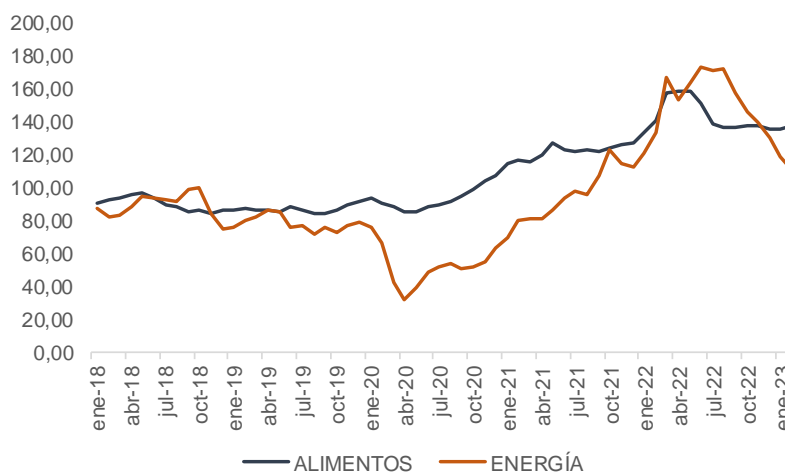
### 2. El impacto económico global de la guerra

El impacto económico también fue a nivel global, afectando a los países que venían recuperándose del último shock exógeno que significó la pandemia. Un informe del Instituto Alemán de Investigación económica DIW, estima que la guerra le ha costado a la economía mundial pérdidas por un valor aproximado de \$1600 billones en 2022, y podría llegar a alcanzar los \$1000 billones en 2023. El estudio se basa en cálculos de PBI usando como base los pronósticos de otoño del FMI y comparándolos con las proyecciones que se habían estimado en 2021.

Entre las consecuencias del conflicto bélico se destaca el incremento de los precios de productos básicos, en los que Rusia y Ucrania son exportadores clave, como el caso de los alimentos y la energía. Cabe recordar que el mercado de commodities ya venía siendo afectado post pandemia. La demanda se recuperó más rápido que la posibilidad de la oferta de abastecer los mercados, lo que provocó el corte de suministros y, posteriormente, el incremento de precios de las commodities.

La guerra, por su parte, afectó al mercado de las commodities tanto desde la pérdida física de capacidad productiva como los bloqueos y sanciones que redujeron el comercio. Esto disparó los precios de la energía y los alimentos, en valores récord que no se observaban desde la crisis del petróleo en 1973 y desde 1975, respectivamente.

GRÁFICO 5. ÍNDICE DE PRECIOS DE ALIMENTOS Y ENERGÍA ENERO 2018-FEBRERO 2023



Fuente: elaboración propia en base a Banco Mundial

### 3. El impacto sobre los precios de los alimentos

La suba de los precios de los alimentos se ve afectada tanto por la caída de la producción y comercialización de los países involucrados en el conflicto como por la suba de los precios de la energía que son utilizados como insumos en la producción agrícola.

En marzo de 2022, los precios de los alimentos experimentaron una fuerte suba del 36% anual, alcanzando un máximo histórico en mayo del año pasado. A partir de julio de 2022 comienzan a mostrar una desaceleración, hasta llegar a valores previos a la guerra. En el último año, los precios de los alimentos subieron un 18% en comparación con 2021. Aunque hoy ya se encuentran un 3% por debajo de los valores de febrero de 2022. **Según el Banco Mundial, se espera una estabilización de los precios de los alimentos a lo largo de todo este año, con una caída anual del 6%, posicionándose 4% por debajo de los valores de enero de 2022.**

Más allá de eso, todavía los precios de los alimentos siguen siendo elevados si lo comparamos con los valores previos a la pandemia. Se encuentran un 45% por arriba de marzo de 2020 y sigue siendo un 40% más alto que en el promedio de 2018-2022. Es más, en moneda local siguen siendo elevados los precios, en muchos países, debido a la depreciación que han sufrido las monedas. Sobre todo, en los países emergentes. Se estima que el 60% de las monedas de los países en desarrollo perdieron poder adquisitivo en todo el 2022. En Latinoamérica, salvo México, Perú, Uruguay y Brasil, cuyas monedas se apreciaron, el resto de los países sufrieron depreciación de entre el 3% y el 42%.

Para el segundo semestre de este año se estima que comenzarían a estabilizarse los precios de los alimentos. No obstante, todavía van a mantenerse 40 puntos porcentuales (pp.) por encima del promedio de los últimos 4 años. Los precios de los cereales se han incrementado en un 21% en el último año, tocando un máximo en mayo de 2022 cuando tuvieron un alza del 26%. La suba fue 10% mayor al máximo alcanzado en octubre de 2012. A partir de noviembre del último año, se observa una clara desaceleración de los precios de los cereales. Hoy todavía se encuentran en un 5% por arriba de los valores previos al conflicto. Se estima que, para este año, las exportaciones de cereales desde Ucrania se reactiven por lo que favorecería a la estabilización de los precios de los cereales. **Rusia y Ucrania exportan cerca del 25% de los cereales totales del mundo.** Cualquier normalización en la producción va a impactar positivamente en la estabilización de los precios de los productos básicos. Se estima que en 2022 la producción de cereales cayó un 2,3%, frente al 1-2% de crecimiento promedio de las últimas décadas.

De hecho, la baja de los precios de los cereales del último período se explica en parte por la buena cosecha de trigo y el acuerdo negociado entre la ONU y Ucrania en el que se pudo reanudar las exportaciones de cereales a partir de julio de 2022. La estabilización de los precios de los cereales podría verse beneficiada por la desaceleración económica global. Una menor demanda por parte de China y la Unión Europea favorecería la corrección de los precios.

Todavía el precio de los cereales se encuentra sujeta a riesgos al alza como: i) cortes de producción de cereales en Rusia y Ucrania, resultado del conflicto; ii) fenómenos climáticos como La Niña que viene afectando los cultivos de la región latinoamericana por segundo año; iii) subas de precios de energía que son insumos para la producción del agro; y, iv)

flexibilización de la política monetaria de los principales bancos centrales del mundo que pujaría contrarrestaría la baja de los precios.

La menor superficie plantada en Argentina y Ucrania tanto por la sequía como por el conflicto bélico se compensará por mayores rendimientos por hectárea cultivada en Australia y Canadá. Además, se estima una menor demanda mundial de alimentos para animales de medio punto porcentual lo que también contrarrestará el efecto negativo de una menor oferta. **Los países más afectados con la suba de precios de alimentos del último año fueron Japón, Estados Unidos, Reino Unido, Unión Europea y China que importan la mitad de los alimentos del mundo.**

#### 4. *El impacto sobre los precios de la energía*

Los precios de la energía se han disparado desde el inicio del conflicto, tocando un máximo en junio del año pasado con una variación anual del 85%. A partir de septiembre comienza a verse una desaceleración de los precios. En promedio, los precios energéticos se incrementaron en un 60% anual en 2022. A pesar de la baja, hoy siguen estando en un 42% por arriba de los valores previos al conflicto y un 69% mayor a los valores promedio de los últimos cuatro años.

El impacto de los precios de la energía afecta tanto los precios de los insumos que necesita la producción de alimentos como el costo del transporte. Uno de los insumos que más necesita energía son los fertilizantes. Varias empresas, especialmente en Europa, se vieron forzadas a parar la producción debido al aumento de los precios de los insumos o a la falta de los mismos.

Asimismo, los países dependientes de energía provenientes de Rusia se vieron afectados tanto por la suba de precios como el abastecimiento. Debido a las sanciones al petróleo ruso, Rusia decidió utilizar el suministro de gas como una nueva arma y cortar el suministro de gas. Las alarmas sobre cortes de suministros durante el invierno europeo fueron moneda corriente en los últimos tres meses e impactaron sobre los mercados financieros de estos países.

El gas natural es una de las dos energías más usadas en Europa y la mitad de las importaciones de gas natural son provenientes de Rusia. Obviamente, esto también afectó a Rusia ya que su principal ingreso de divisas proviene de la exportación de combustible. Lo que afectó el financiamiento de la guerra.

No obstante, después de llegar a valores récord en septiembre de 2022, el precio del gas natural comenzó a bajar. Esto se debió a que: i) el invierno europeo no fue tan crudo como en años anteriores; ii) se redujo la demanda de energía por parte de los usuarios; iii) se buscó fuentes alternativas de energía como el gas natural licuado (GNL), y iv) otros proveedores como Noruega pudieron suplantar el gas ruso.

Ante este panorama, uno podría aventurarse a estimar que lo peor ya pasó. Sin embargo, todavía queda mucho por delante. El invierno 2023 podría encrudecerse, sumado a que este año China ingresa al mercado de GNL, quien hasta ahora por las restricciones sanitarias vinculadas al Covid tenía reducida su actividad económica. La mayor demanda global podría empujar los precios del GNL. Según el Banco Mundial, se estima que recién en 2025 podría subir la producción de GNL. De encrudecerse el panorama y continuar las restricciones a la importación, no sólo volverían a dispararse los precios de las commodities energéticas, sino que también podrían generarse cortes de suministro energético en los países europeos, con su impacto, posterior, sobre la economía.

Con respecto al petróleo, se espera que el crudo Brent llegue a los US\$90 el barril este año, para en 2024 bajar a los US\$80 el barril. Esto se debe a una mayor demanda china, con el relajamiento de las restricciones, que impulsaría el precio de todos los combustibles. Asimismo, se espera una reducción de la producción de petróleo por parte de la OPEP más Rusia por el embargo del petróleo y derivados ruso y restricciones a seguros y transporte marítimo. Por su parte, la salida de empresas extranjeras y capitales también afectaría la producción de petróleo ruso y el precio de este.

Entre los factores al alza de los precios del petróleo se encuentra: i) reducción de producción de OPEP; ii) sanciones a Rusia que reduzcan el suministro; y, iii) caída en la producción de petróleo de USA. Entre los factores a la baja podría contribuir la desaceleración económica mundial con un menor consumo de energía de los países. India, Japón, China, Latinoamérica y la UE son las cinco regiones que más importan combustibles y más dependen de la provisión del exterior de este.

Más allá de eso, se espera que los precios de los combustibles disminuyan en los próximos dos años, aunque sigan siendo cuatro veces mayor que en el promedio de los valores de los últimos cuatro años. Con la reactivación de la economía



china, se estima que la producción de carbón vuelva incrementarse, pudiendo ser un sustituto del gas; presionando a la baja los precios de los combustibles. Aunque habrá que ver si eso no se contrapone con la agenda europea de reducir las emisiones dióxido de carbono.

### 5. Inflación

La consecuencia más evidente de la guerra, sobre el territorio europeo en particular, y sobre el mundo en general, fue una presión al alza sobre componentes claves de los IPC, haciendo que la inflación a nivel mundial se acelere. Dado que Europa es un importador neto de energía rusa, y de alimentos del resto del mundo, el viejo continente fue de los más afectados por este fenómeno. La inflación general medida por IPC armonizado de la UE pasó de 0,3% en 2020, a 2,6% en 2021 y 8,4% en 2022. Los componentes de alimentos y energía explicaron más de dos tercios de dicha variación en el último año.

La dinámica parece estar cambiando. Si bien en 2022 fue el componente de energía el principal *driver* de la inflación, para los primeros meses de 2023 es la inflación en alimentos la que toma la delantera. Los precios de los alimentos se incrementaron más de un 14% en enero pasado, de forma interanual. Según el Banco Central Europeo, (ECB) esto se debe a la dependencia que la producción de alimentos tiene en la energía, y en un cierto rezago en el traspaso del aumento de los precios de esta última a los precios de los alimentos.

La inflación de alimentos en particular tiene un impacto más que proporcional en las familias de ingresos más bajos, donde el componente de alimentos representa una mayor proporción del gasto total. La pérdida de poder adquisitivo de las familias genera incentivos a mayores reclamos de aumentos de salario nominal. Por otro lado, la inflación en energía genera incentivos a para las empresas a aumentar los precios al consumidor y trasladar dicho costo. Según el ECB, todo este proceso está en marcha, lo que genera riesgos altos de efectos de segundo orden y una potencial espiralización de la inflación en la zona Euro. La respuesta del ECB a esto comenzó en Diciembre de 2021, en lo que ellos llaman “proceso de normalización de política monetaria”, donde explícitamente buscan llevar a la tasa de inflación nuevamente al entorno del objetivo del 2% anual.

### 6. Conclusiones

El impacto de la Guerra fue a nivel global, y las consecuencias son tanto de corto como de largo plazo. Las restricciones al acceso a energía llevaron a reducir la demanda energética de los países europeos y a acelerar los debates sobre el *friend-shoring*, es decir, la utilización solamente de aliados como proveedores para evitar la militarización de dichos recursos.

El aumento en el precio de alimentos y energía, que empujó el nivel general de precios al alza, tuvo un impacto sobre los ingresos de las familias, quienes, tras años de estabilidad de precios de dichos productos, se vieron forzados a reasignar recursos al pago de facturas de energía o alimentos, en detrimento de otros bienes o servicios.

Para adelante, la estabilización de los precios de las commodities está sujeto a una serie de riesgos. No se descarta una mayor volatilidad de los precios en los próximos meses, que recién a partir de 2024 tendería a reducirse. Todo depende del desempeño económico global, las políticas monetarias de cada país, tensiones geopolíticas y nuevas formas de proveer o sustituir los insumos provenientes de los países en conflicto.

## NOTA ESPECIAL

### IN MEMORIAM: MARTIN RAVALLION (1952-2022)

Héctor Rubini

El pasado 24 de diciembre falleció a los 70 años, víctima de un cáncer de próstata, el extraordinario economista australiano Martin Ravallion, pilar fundamental del moderno análisis económico de la pobreza y de la desigualdad. Con total justicia y sin exagerar, el diario británico "The Guardian" lo recordó como "Superstar Australian Economist".

Había nacido el 19 de mayo de 1952. Criado por su madre en una barriada pobre al norte de Sydney, conoció desde pequeño lo que es padecer carencias económicas. De ahí su interés hasta el final de su vida por estudiar el fenómeno de la pobreza para entender o tratar de entender cómo erradicarla. Sus investigaciones abordaron diversos temas vinculados con los determinantes de la pobreza las campañas para combatir la malnutrición infantil y la importancia del acceso a información de las familias pobres.

Luego de iniciar estudios en arquitectura, cambió por la carrera de economía. Una vez graduado en la Universidad de Sydney, se trasladó a Reino Unido donde completó el doctorado en Economía en la London School of Economics en 1981. Luego fue investigador y docente en la London School of Economics, Oxford University, la Australian National University y en Princeton University. En 1988 se incorporó al Banco Mundial donde trabajó hasta 2012, año en que pasó a la Universidad de Georgetown. Durante 12 años fue el director del Grupo de Investigaciones sobre el Desarrollo del Banco y en 2008 publicó un reporte donde presentó evidencia según la cual entre 1981 y 2005 la población mundial bajo la línea de extrema pobreza había bajado de 1.900 millones de personas a 1.400 millones.

**Ravallion fue quien definió en un artículo de 1991 al ingreso de U\$S 1 diario como el umbral para definir la "línea de extrema pobreza" bajo el cual no está asegurada la supervivencia. Este fue el primer indicador de referencia o "benchmark" para monitorear el progreso de las políticas para erradicar la pobreza, y en 2011 fue revisado hacia arriba, a U\$S 1,90,** tomando en cuenta la evolución de precios y costo de vida de diversos países más pobres, recalculándola con referencia a tipos de cambio en línea con la ecuación de paridad de poder adquisitivo para cada uno. Fue además un pionero en el desarrollo de métodos para la evaluación de impactos de programas contra la pobreza. Algo sobre lo que ya advertía en un artículo inédito de 1999 ("*The Mystery of the Vanishing Benefits: Ms. Speedy Analyst's Introduction to Evaluation*"), que es una excelente introducción al análisis de ese problema práctico y **en las innovaciones metodológicas que introdujo Ravallion al conducir la evaluación del Banco Mundial del Programa Trabajar de Argentina**<sup>9</sup>.

Ravallion siempre sostenía que su visión de la economía "no es compartida por la mayoría", y frecuentemente citaba la frase del historiador Max Hartwell: "la economía es, en esencia, el estudio de la pobreza". En términos generales, él siempre entendía que la principal vía de reducir la pobreza es el crecimiento económico, pero también considerando otros factores fundamentales como el acceso a la salud, la educación básica y al crédito para financiar inversiones productivas. Si bien tenía cierto optimismo respecto de la posibilidad de que al menos la extrema pobreza podría ser erradicada en el mundo hacia 2030, era consciente de varias amenazas, como el cambio climático, el riesgo de una gran recesión mundial y el eventual aumento de la desigualdad. En su opinión este último era un factor crucial.

Al recibir el premio BBVA Fronteras del Conocimiento, en 2016 sostuvo lo siguiente: "Hay un riesgo real de que los más pobres queden atrás porque en este período su nivel de vida ha aumentado apenas un mínimo, mucho menos que el promedio" y que muchos de los que superaron el umbral de extrema pobreza están concentrados "apenas encima del mismo" con riesgo de caer y seguir relativamente pobres según los estándares de los países en los que viven. Según su último libro, de 2016, una de las lecciones que entendió aprender es que "hay muchas razones" más allá de lo estrictamente moral para justificar la lucha para combatir y erradicar la pobreza: "Cuando la pobreza y la desigualdad están extendidas, es mucho más difícil que se desarrolle una economía. **Hay un fuerte patrón en los datos según el cual los países que arrancan con menor niveles de pobreza absoluta tienden a alcanzar tasas de crecimiento más altas**".

Asesoró varias agencias internacionales y a decenas de autoridades nacionales y subnacionales sobre problemas de medición y políticas para atacar el problema de la extrema pobreza. Fue miembro de los comités editoriales de diez revistas científicas, investigador del Bureau for Research in Economic Analysis of Development, investigador asociado del National Bureau of Economic Research, miembro del consejo fundador de la Society for the Study of Economic Inequality y presidente de dicha entidad, e investigador visitante del Center for Global Development. En 2012 recibió el Premio John Kenneth

<sup>9</sup> Metodológicamente es una extensión y aplicación diseñada ad hoc utilizando comparaciones con muestras de no participantes en el programa y métodos de "matching" y análisis multivariado.

Galbraith de la American Agricultural and Applied Economics Association, en 2016 el premio Fundación BBVA Fronteras del Conocimiento y en 2018 el Doctorado Honoris Causa de la Universidad de Friburgo, Suiza.

Su formidable legado de publicaciones comprende 5 libros, más de 250 artículos académicos y capítulos de libros, e innumerables escritos no publicados y presentaciones en conferencias y seminarios:

#### Libros

*Markets and Famines*, 1987. Oxford University Press.

*Poverty Comparisons*, 1994. Harwood Academic Publishers.

*Land in transition: Reform and poverty in rural Vietnam*, 2008, con Dominique van de Walle. World Bank.

*Right to Work? Assessing India's Employment Guarantee Scheme in Bihar*, 2014, con Dominique van de Walle, Rinku Murgai y Puja Dutta. World Bank.

*The Economics of Poverty: History, Measurement and Policy*, 2016. Oxford University Press.

#### Capítulos de libros:

Ravallion, Martin, 2008. Evaluating Antipoverty Policies, en *Schultz, Paul; Strauss, John (eds.), Handbook of Development Economics Volume 4, North-Holland*

-----, 2009. On the Welfarist Rationale for Relative Poverty Lines, en *Kanbur, Ravi; Basu, Kaushik (eds.), Arguments for a Better World: Essays in Honor of Amartya Sen- Volume I: Ethics, Welfare, and Measurement*. Oxford University Press.

-----, 2010. Poverty and Inequality: The Global Context, en *Salverda, Wiemer; Nolan, Brian; Smeeding, Timothy (eds.), Oxford Handbook of the Economics of Inequality*, Oxford University Press.

-----, 2013. Poverty Lines Across the World, en *Jefferson, Philip N. (ed.), Oxford Handbook of the Economics of Poverty*. Oxford University Press.

-----, (2014. Poor or Just Feeling Poor? On Using Subjective Data in Measuring Poverty, en *Clark, Andrew; Senik, Claudia (eds.), Happiness and Economic Growth*. Oxford University Press.

-----, 2014. An Emerging New Form of Social Protection in 21st Century China, en *S. Fan, R. Kanbur, S. Wei, & X. Zhang (Eds.), Oxford Companion to the Economics of China*. Oxford University Press.

-----, 2017. Poverty is Good for Development, en *Frey, Bruno; Iselin, David (eds.), Economic Ideas you Should Forget*, Springer.

#### Algunos de sus artículos más conocidos:

Ravallion Martin, 1982. The Welfare Economics of Local Public Spending: An Empirical Approach. *Economica*, 49 (193): 49-61.

-----, 1984. How Much is a Transfer Payment Worth to a Rural Worker? *Oxford Economic Papers, New Series*, 36 (3): 478-489.

-----, 1985. The Performance of Rice Markets in Bangladesh during the 1974 Famine. *The Economic Journal*, 95 (377): 15-29.

-----, 1988. Expected Poverty Under Risk-Induced Welfare Variability. *The Economic Journal*, 98 (393): 1171-1182.

-----, 1990. Income Effects on Undernutrition, *Economic Development and Cultural Change* 38: 490-515.

-----, y Monika Huppi, 1991. Measuring Changes in Poverty: A Methodological Case Study of Indonesia during an Adjustment Period. *The World Bank Economic Review*, 5 (1): 57-82.

-----, Gaurav Datt y Dominique van de Walle, 1991. Quantifying Absolute Poverty in the Developing World. *Review of Income and Wealth*, 37 (4): 345-361.

-----, 1992. Does Undernutrition Respond to Incomes and Prices? Dominance Tests for Indonesia, *World Bank Economic Review* 6: 109-124.

-----, 1994. Measuring Social Welfare with and without Poverty Lines, *The American Economic Review-Papers and Proceedings* 84 (2): 359-364.

----- y Peter Lanjouw, 1995. Poverty and Household Size. *The Economic Journal*, 105 (433): 1415-1434.

-----, 1996. Issues in Measuring and Modelling Poverty. *The Economic Journal*, 106 (438): 1328-1343.

-----, 1997. Famines and Economics. *Journal of Economic Literature* 35 (3): 1205-1242.

-----, 1999. The Mystery of the Vanishing Benefits: Ms. Speedy Analyst's Introduction to Evaluation. *Unpublished*. The World Bank.

----- y Jyotsna Jalan, 1999. Income Gains to the Poor from Workfare: Estimates for Argentina's Trabajar Program. *Policy Research Working Paper Series 2149*. The World Bank.

----- y Jyotsna Jalan, 1999. China's Lagging Poor Areas. *The American Economic Review-Papers and Proceedings* 89 (2): 301-305.

----- y Alice Mesnard, 2001. Wealth Distribution and Self-Employment in a Development Economy. *CEPR Press Discussion Paper 3026*. Centre for Economic Policy Research.

- y Jyotsna Jalan, 2002. Geographic Poverty Traps? A Micro Model of Consumption Growth in Rural China. *Journal of Applied Econometrics* 17 (4): 329-346.
- 2002. Who Is Protected? On the Incidence of Fiscal Adjustment. *Unblished*. International Monetary Fund.
- y Shaohua Chen, 2003. Measuring Pro-Poor Growth. *Economics Letters*, 78(1): 93-99.
- y Shaohua Chen, 2004. How Have the World's Poorest Fared since the Early 1980s? *The World Bank Observer* 19 (2): 141-169.
- , y Shaohua Chen, 2007. China's (Uneven) Progress Against Poverty. *Journal of Development Economics*, 82 (1): 1-42.
- , Shaohua Chen y Prem Sangraula, 2007. New Evidence on the Urbanization of Global Poverty. *Population and Development Review* 33(4): 667-701.
- , 2009. How Relevant is Targeting to the Success of the Antipoverty Program? *World Bank Research Observer* 24(3): 205-231.
- , Shaohua Chen y Prem Sangraula, 2009. Dollar a Day Revisited. *The World Bank Economic Review* 23(2): 163-184.
- , 2010. Mashup Indices of Development. *Policy Research Working Paper* 5432, World Bank.
- , 2010. Troubling Tradeoffs in the Human Development Index. *Policy Research Working Paper* 5484, World Bank.
- , y Shaohua Chen, 2010. The Developing World Is Poorer than We Thought, But No Less Successful in the Fight Against Poverty. *The Quarterly Journal of Economics*, 125 (4): 1577-1625.
- , y Shaohua Chen, 2011. Weakly Relative Poverty. *The Review of Economics and Statistics*, 93(4): 1251-1261.
- , 2011. On Multidimensional Indices of Poverty. *The Journal of Economic Inequality*, 9: 235-248.
- , 2012. Why We Don't See Poverty Convergence? *The American Economic Review*, 102 (1): 504-523.
- , y Shaohua Chen, 2013. A Proposal for Truly Global Poverty Measures. *Global Policy*, 4(3): 258-265.
- , 2014. Income Inequality in the Developing World. *Science*, 344: 851-855.
- , 2016. Are the World's Poorest Being Left Behind? *Journal of Economic Growth* 21(2): 139-164.
- , 2016. The World Bank: Why It Is Still Needed and Why It Still Disappoints. *Journal of Economic Perspectives* 30(1): 77-94.
- , Caitlin Brown y Dominique van de Walle, 2017. Are Poor Individuals Mainly Found in Poor Households? Evidence Using Nutrition Data for Africa. *Policy Research Working Paper* WPS 9005. The World Bank.
- , Juan Margitic and Dean Jolliffe, 2018. Alongside Rising Top Incomes, the Level of Living of America's Poorest Has Fallen. *VoxEu Column* <https://cepr.org/voxeu/columns/alongside-rising-top-incomes-level-living-americas-poorest-has-fallen>
- , 2018. Inequality and Globalization: A Review Essay. *Journal of Economic Literature* 56 (2): 620-642.
- , 2019. The Missing Market for Work Permits. *Policy Research Working Paper* WPS 9005. The World Bank.
- , Caitlin Brown y Dominique van de Walle, 2019. Most of Africa's Nutritionally Deprived Women and Children Are Not Found in Poor Households. *The Review of Economics and Statistics*, 101 (4): 631-644.
- , Vladimir Kolchin y Michael Lokshin, 2020. Scared but Wiser: World War 2's COVID Legacy. *Policy Research Working Paper* WPS 9481. The World Bank.
- , 2020. A (Very) Short History of the Idea of Ending Poverty. *VoxEu Column*. <https://cepr.org/voxeu/columns/very-short-history-idea-ending-poverty>
- , 2020. On Measuring Global Poverty. *Annual Review of Economics* 12: 167-188.
- , 2021. Poverty in China since 1950: A Counterfactual Perspective. *NBER Working Paper* 28370. National Bureau of Economic Research.
- , y Michael Lokshin, 2021. Would Mexican Migrants Be Willing to Guarantee Americans a Basic Income? *Policy Research Working Paper* WPS 9708. The World Bank.
- , 2021. Growth Elasticities of Poverty Reduction. *NBER Working Paper* 30400. National Bureau of Economic Research.
- , y Caitlin S. Brown, 2022. Inequality and Social Distancing during the Pandemic. *NBER Working Paper* 30540. National Bureau of Economic Research.

## PRÓXIMOS INDICADORES Y EVENTOS

2023		Marzo				
LUNES	MARTES	MIÉRCOLES	JUEVES	VIERNES	SÁBADO	DOMINGO
13	14	15	16	17	18	19
	INDEC: Índice de precios al consumidor (IPC). Febrero de 2023. <u>U.S. Bureau of Labor Statistics</u> (EE.UU.): IPC Febrero de 2003.	INDEC: Utilización de la capacidad instalada en la industria (UCII). Enero de 2023. <u>U.S. Bureau of Labor Statistics</u> (EE.UU.): Índice de Precios al Productor Febrero de 2003.	<u>Banco Central Europeo</u> : Reunión de Política Monetaria.			Elecciones municipales en La Falda (Córdoba).
LUNES	MARTES	MIÉRCOLES	JUEVES	VIERNES	SÁBADO	DOMINGO
20	21	22	23	24	25	26
INDEC: Índice del costo de la construcción (ICC). Febrero de 2023	INDEC: Sistema de índices de precios mayoristas (SIPM). Febrero de 2023. Intercambio comercial argentino (ICA). Febrero de 2023. <u>Reserva Federal</u> (EE.UU.): Reunión del Comité de Mercado Abierto (FOMC). <u>Banco Central de Brasil</u> : Reunión del Comité de Política Monetaria (COPOM).	INDEC: Informe de avance del nivel de actividad. 4º trimestre de 2022. Mercado de trabajo. Tasas e indicadores socioeconómicos. 4º trimestre de 2022. <u>Reserva Federal</u> (EE.UU.): Reunión del Comité de Mercado Abierto (FOMC). <u>Banco Central de Brasil</u> : Reunión del Comité de Política Monetaria (COPOM).	INDEC: Encuesta de supermercados. Enero de 2023. Encuesta de autoservicios mayoristas. Enero de 2023. Encuesta nacional de centros de compras. Enero de 2023. <u>Banco de Inglaterra</u> : Reunión del Comité de Política Monetaria.	<u>IBGE</u> (Brasil): Índice de Precios al Consumidor Amplio. Marzo de 2023.		
LUNES	MARTES	MIÉRCOLES	JUEVES	VIERNES	SÁBADO	DOMINGO
27	28	29	30	31		
	INDEC: Balanza de pagos, posición de inversión internac. y deuda externa. 4º trimestre de 2022.	INDEC: Estimador mensual de actividad económica (EMAE). Enero de 2023	INDEC: Incidencia de la pobreza y de la indigencia (EPH). Segundo semestre de 2022. <u>IBGE</u> (Brasil): Encuesta de producción industrial. Enero de 2023. <u>Bureau of Economic Analysis</u> (EE.UU.): PBI 4º Trimestre y 3º estim. año 2022.	INDEC: Dotación de personal de la administración pública nacional, empresas y sociedades. Febrero de 2023. Índice de salarios. Enero de 2023		

2023		Abril				
LUNES	MARTES	MIÉRCOLES	JUEVES	VIERNES	SÁBADO	DOMINGO
3	4	5	6	7	8	9
		INDEC: Índice de producción industrial manufacturero (IPI manufacturero). Febrero de 2023. Indicadores de coyuntura de la actividad de la construcción. Febrero de 2023.		<u>U.S. Bureau of Labor Statistics</u> (EE.UU.): Situación del Empleo. Marzo de 2023..		
LUNES	MARTES	MIÉRCOLES	JUEVES	VIERNES	SÁBADO	DOMINGO
10	11	12	13	14	15	16
	<u>IBGE</u> (Brasil): Índice de precios al consumidor (IPC). Marzo de 2023.	<u>U.S. Bureau of Labor Statistics</u> (EE.UU.): IPC Marzo de 2003.	<u>U.S. Bureau of Labor Statistics</u> (EE.UU.): Índice de Precios al Productor. Marzo de 2003.	INDEC: Índice de precios al consumidor (IPC). Marzo de 2023.		Elecciones provinciales en Neuquén y Río Negro. Elecciones municipales en Trelew (Chubut).

## ANEXO ESTADÍSTICO

Indicador	Feb-22	Mar-22	Abr-22	May-22	Jun-22	Jul-22	Ago-22	Sep-22	Oct-22	Nov-22	Dic-22	Ene-23	Feb-23
<b>Precios</b>													
IPC Nacional (INDEC) Var. % m/m	4,7%	6,7%	6,0%	5,1%	5,3%	7,4%	7,0%	6,2%	6,3%	4,9%	5,1%	6,0%	6,6%
IPC Nac. Núcleo Var. % m/m	4,5%	6,4%	6,7%	5,2%	5,1%	7,3%	6,8%	5,5%	5,5%	4,8%	5,3%	5,4%	7,7%
IPC Alim. y beb. no alc. Var. % m/m	7,5%	7,2%	5,9%	4,4%	4,6%	6,0%	7,1%	6,7%	6,2%	3,5%	4,7%	6,8%	9,8%
IPC Nacional (INDEC) Var. % a/a	52,3%	55,1%	58,0%	60,7%	64,0%	71,0%	78,5%	83,0%	88,0%	92,4%	94,8%	98,8%	102,5%
IPC Nac. Núcleo Var. % a/a	54,5%	57,3%	60,5%	63,2%	65,5%	72,2%	78,4%	82,3%	86,4%	89,1%	90,6%	94,4%	100,4%
IPC Alim. y beb. no alcohólicas Var. % a/a	55,8%	59,7%	62,1%	64,2%	66,4%	70,6%	80,0%	86,6%	91,6%	94,2%	95,0%	98,4%	102,6%
IPC GBA (INDEC) Var. % m/m	4,6%	6,7%	6,2%	4,8%	5,5%	7,4%	7,0%	6,0%	6,6%	5,0%	5,3%	6,0%	6,7%
IPC GBA Núcleo Var. % m/m	4,5%	6,1%	7,0%	5,0%	5,3%	7,4%	6,9%	5,5%	5,8%	4,9%	5,6%	5,5%	7,5%
IPCBA (CABA) Var. % m/m	4,1%	5,9%	5,3%	5,5%	5,1%	7,7%	6,2%	5,6%	7,0%	5,8%	5,8%	7,3%	6,0%
IPC GBA (INDEC) Var. % a/a	53,8%	55,9%	59,0%	61,2%	66,9%	71,8%	79,1%	82,9%	87,8%	92,8%	95,2%	99,0%	103,1%
IPC GBA Núcleo Var. % a/a	55,8%	58,4%	61,8%	64,0%	66,8%	73,3%	79,8%	83,5%	87,9%	90,7%	92,5%	96,6%	102,2%
IPCBA (CABA) Var. % a/a	51,3%	54,1%	56,0%	58,8%	61,8%	69,2%	74,6%	78,4%	84,0%	89,9%	93,4%	99,4%	103,1%
<b>Expectativas de Inflación (UTDT)</b>													
Mediana	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	60,0	50,0	60,0	70,0	80,0	70,0	70,0	80,0
Media	50,3	53,7	52,2	58,4	57,9	62,5	60,6	61,7	68,4	72,4	69,6	70,2	69,9
<b>Indicadores Fiscales SPNF (Var. % a/a)</b>													
Ingresos Totales	61,5%	91,7%	77,9%	58,7%	64,9%	82,8%	73,3%	41,1%	94,5%	79,4%	92,0%	92,4%	s/d
Gastos Totales	67,1%	84,0%	84,6%	76,7%	74,2%	64,7%	77,4%	77,6%	60,8%	88,7%	70,6%	116,1%	s/d
Ingr. Primarios (sin Rentas de la Prop.)	60,7%	67,7%	58,9%	55,5%	57,7%	74,1%	71,3%	33,1%	95,5%	85,9%	90,2%	94,9%	s/d
Gastos Primarios	70,0%	84,9%	87,4%	88,3%	75,3%	62,0%	72,9%	78,9%	63,5%	77,9%	54,8%	111,3%	s/d
<b>Recursos tributarios (Var. % a/a)</b>													
Recaudación total	62,8%	62,5%	64,0%	79,9%	82,1%	87,0%	72,2%	117,9%	92,8%	88,8%	95,6%	93,4%	82,3%
Dirección General Impositiva	55,2%	49,8%	65,8%	66,3%	78,7%	122,8%	75,2%	87,5%	119,0%	113,2%	114,9%	103,1%	138,0%
Dirección General de Aduanas	68,5%	67,7%	79,7%	87,1%	73,9%	82,3%	103,4%	82,9%	86,7%	65,7%	48,9%	64,7%	45,7%
Sistema de Seguridad Social	66,1%	64,4%	72,1%	75,8%	83,2%	79,2%	81,4%	81,7%	89,7%	94,9%	96,5%	105,4%	103,2%

Indicador	Ene-22	Feb-22	Mar-22	Abr-22	May-22	Jun-22	Jul-22	Ago-22	Sep-22	Oct-22	Nov-22	Dic-22	Ene-23	Feb-23
<b>Confianza del Consumidor (UTDT)</b>														
Indice	40,1	39,4	36,9	35,7	36,3	39,1	34,7	37,1	37,2	35,7	35,2	35,9	38,5	36,2
Var. % m/m	6,3%	-1,8%	-6,4%	-3,2%	1,6%	7,7%	-11,1%	6,6%	0,4%	-4,1%	-1,4%	2,2%	7,3%	-6,1%
Var. % a/a	5,1%	4,6%	-3,4%	1,1%	2,5%	12,8%	-8,2%	-6,8%	-8,2%	-11,3%	-11,4%	-4,9%	-4,0%	-8,2%
<b>Indicadores de Actividad</b>														
EMAЕ (INDEC) Var. % a/a	5,1%	8,5%	4,7%	5,9%	7,9%	7,0%	5,9%	6,6%	4,8%	4,5%	2,6%	-1,2%	s/d	s/d
Var m/m, sin estacionalidad	-0,8%	1,1%	-0,7%	0,5%	0,2%	1,3%	0,4%	0,7%	-0,3%	-0,5%	-0,7%	-1,0%	s/d	s/d
Uso Capacidad Instalada Industria Manufacturera (INDEC)	57,5%	64,0%	66,7%	67,1%	68,0%	69,5%	67,9%	69,6%	68,6%	66,7%	68,9%	63,8%	s/d	s/d
Venta de autos O Km (ADEFA) Var. % a/a	-26,2%	-4,7%	4,5%	3,3%	20,4%	32,1%	20,8%	11,9%	34,6%	30,8%	26,6%	2,4%	9,8%	18,5%
Var m/m, con estacionalidad	-38,4%	26,2%	33,0%	-8,8%	9,3%	10,4%	-21,0%	-0,9%	18,6%	-4,4%	6,4%	-5,6%	-34,0%	36,2%
Producción Industrial (FIEL) Var. % a/a	-0,5%	8,6%	2,5%	4,2%	8,4%	5,4%	2,3%	5,5%	-0,4%	0,3%	0,2%	-3,4%	3,3%	s/d
Var m/m, desest.	-0,4%	1,6%	2,3%	3,1%	-0,6%	-0,6%	-29,0%	0,0%	-3,5%	-0,5%	1,2%	-1,0%	2,2%	s/d
Producción Industrial (INDEC) Var. % a/a	-1,3%	8,4%	3,3%	4,4%	11,6%	7,1%	5,3%	7,5%	3,9%	3,3%	1,0%	-2,7%	6,3%	s/d
ISAC (INDEC) Var. % a/a	-5,0%	7,1%	1,9%	8,8%	20,0%	7,2%	5,2%	7,3%	5,1%	-0,9%	-1,5%	-10,6%	2,6%	s/d
Construcción (Grupo Construya) Var. % a/a	3,9%	10,5%	9,2%	8,7%	17,0%	4,9%	8,4%	12,1%	2,1%	0,0%	-5,1%	12,7%	0,4%	s/d
Var. % m/m, desest.	-5,0%	11,2%	3,7%	4,9%	-5,3%	3,4%	7,6%	-9,9%	-5,5%	5,3%	-9,0%	-11,5%	4,9%	s/d
Despachos de Cemento (AFCP) Var. % a/a	-2,0%	15,7%	7,6%	9,8%	24,2%	14,3%	9,4%	12,3%	8,6%	-1,3%	-0,1%	-9,4%	8,9%	s/d
<b>Indicadores del Sector Externo</b>														
Exportaciones en USD	5.548	6.452	7.354	8.337	8.254	8.432	7.773	7.537	7.407	7.901	7.089	6.119	4.900	s/d
Var. % a/a	12,9%	35,1%	28,6%	35,7%	21,2%	20,3%	7,2%	-6,9%	-2,2%	15,1%	14,5%	-7,1%	-11,7%	s/d
Importaciones en USD	5.251	5.634	7.083	6.883	7.886	8.547	8.210	7.837	6.993	6.074	5.750	5.017	5.384	s/d
Var. % a/a	36,6%	51,7%	33,1%	47,3%	53,4%	44,6%	43,7%	36,2%	18,8%	15,8%	-0,3%	-19,3%	2,5%	s/d
Saldo Comercial en USD	297	818	271	1.454	368	-115	-437	-300	414	1.827	1.339	1.102	-484	s/d
Precios Materias Primas BCRA (dic 2001=100)	313,9	333,8	371,5	373,4	373,5	368,8	336,5	347,7	345,9	326,4	329,9	319,9	329,2	326,9
Var. % a/a	15,2%	19,0%	31,1%	26,9%	24,5%	18,3%	13,0%	18,5%	23,7%	15,9%	12,7%	8,1%	4,9%	-2,1%

Indicador	Ene-22	Feb-22	Mar-22	Abr-22	May-22	Jun-22	Jul-22	Ago-22	Sep-22	Oct-22	Nov-22	Dic-22	Ene-23	Feb-23
<b>Indicadores Monetarios (saldos promedios mensuales)</b>														
<b>Base Monetaria (\$ M.M.)</b>	<b>3.702</b>	<b>3.767</b>	<b>3.663</b>	<b>3.616</b>	<b>3.708</b>	<b>3.896</b>	<b>4.216</b>	<b>4.298</b>	<b>4.181</b>	<b>4.230</b>	<b>4.400</b>	<b>4.821</b>	<b>5.293</b>	<b>5.237</b>
Circulante	2.677	2.685	2.674	2.685	2.743	2.935	3.200	3.233	3.172	3.239	3.348	3.790	4.089	4.086
Otros pasivos BCRA en mon. local: (a) + (b) + (c)	6.368	6.328	6.563	6.942	7.483	8.102	9.164	9.315	10.437	11.379	11.925	12.999	13.613	14.360
(a) Deuda Remun (LELIQ+NOCOM)	2.906	3.701	4.153	4.533	4.980	5.390	5.863	6.029	6.511	7.238	7.466	7.953	8.218	8.559
(b) Pasivos netos por pasés	1.781	930	650	577	554	628	1.044	942	1.411	1.432	1.633	2.006	2.185	2.464
(c) Depósitos del Gobierno	1.680	1.697	1.759	1.832	1.948	2.084	2.257	2.344	2.516	2.708	2.827	3.040	3.210	3.337
<b>Reservas intern. brutas (U\$S M.M.)</b>	<b>39,0</b>	<b>37,3</b>	<b>38,6</b>	<b>43,0</b>	<b>41,6</b>	<b>40,9</b>	<b>40,4</b>	<b>37,1</b>	<b>37,2</b>	<b>39,1</b>	<b>37,9</b>	<b>40,8</b>	<b>43,2</b>	<b>39,9</b>
<b>Dep. en mon.ext. en BCRA (U\$S M.M.)</b>	<b>18,7</b>	<b>18,5</b>	<b>18,4</b>	<b>18,4</b>	<b>18,5</b>	<b>18,5</b>	<b>18,1</b>	<b>17,5</b>	<b>17,5</b>	<b>17,5</b>	<b>18,1</b>	<b>18,8</b>	<b>19,5</b>	<b>19,6</b>
<b>(BaseMon.+ Pas.noMon.)/(Rvas.Int.Brut - Dep.en U\$S en BCRA)</b>	<b>497,2</b>	<b>537,1</b>	<b>506,6</b>	<b>430,0</b>	<b>483,2</b>	<b>536,8</b>	<b>600,3</b>	<b>694,8</b>	<b>739,1</b>	<b>723,8</b>	<b>823,1</b>	<b>808,6</b>	<b>800,3</b>	<b>965,3</b>
<b>Tipo de cambio mayorista bancos (\$ / U\$S)</b>	<b>103,9</b>	<b>106,3</b>	<b>109,5</b>	<b>113,3</b>	<b>117,8</b>	<b>122,7</b>	<b>128,4</b>	<b>135,3</b>	<b>143,6</b>	<b>152,6</b>	<b>162,1</b>	<b>172,9</b>	<b>182,2</b>	<b>191,9</b>
<b>Depósitos bancarios (saldos promedios mensuales)</b>														
<b>Total depósitos (\$ M.M.)</b>	<b>12.028</b>	<b>12.130</b>	<b>12.567</b>	<b>13.080</b>	<b>13.866</b>	<b>14.776</b>	<b>15.868</b>	<b>16.435</b>	<b>17.594</b>	<b>18.914</b>	<b>19.895</b>	<b>21.481</b>	<b>22.817</b>	<b>23.777</b>
Sector privado	9.671	9.854	10.154	10.624	11.277	12.075	13.048	13.406	14.396	15.386	16.268	17.869	18.963	19.999
Sector público	2.357	2.277	2.413	2.456	2.589	2.701	2.820	3.029	3.198	3.529	3.627	3.612	3.854	3.778
<b>En moneda local (\$ M.M.)</b>	<b>10.080</b>	<b>10.168</b>	<b>10.554</b>	<b>10.994</b>	<b>11.690</b>	<b>12.505</b>	<b>13.542</b>	<b>14.062</b>	<b>15.096</b>	<b>16.250</b>	<b>16.962</b>	<b>18.240</b>	<b>19.262</b>	<b>20.019</b>
Sector privado	8.056	8.232	8.488	8.889	9.465	10.163	11.113	11.431	12.274	13.108	13.802	15.163	16.004	16.859
Sector público	2.024	1.935	2.067	2.105	2.225	2.342	2.429	2.631	2.822	3.142	3.160	3.077	3.257	3.160
<b>En moneda extranjera (\$ M.M.)</b>	<b>1.948</b>	<b>1.966</b>	<b>2.013</b>	<b>2.086</b>	<b>2.177</b>	<b>2.271</b>	<b>2.326</b>	<b>2.373</b>	<b>2.498</b>	<b>2.665</b>	<b>2.933</b>	<b>3.240</b>	<b>3.555</b>	<b>3.758</b>
Sector privado	1.615	1.622	1.667	1.735	1.812	1.912	1.935	1.975	2.122	2.278	2.466	2.706	2.958	3.141
Sector público	333	344	346	351	364	359	391	398	376	386	467	535	597	618
<b>En moneda extranjera (U\$S M.M.)</b>	<b>18,7</b>	<b>18,5</b>	<b>18,4</b>	<b>18,4</b>	<b>18,5</b>	<b>18,5</b>	<b>18,1</b>	<b>17,5</b>	<b>17,5</b>	<b>17,5</b>	<b>18,1</b>	<b>18,8</b>	<b>19,5</b>	<b>19,6</b>
Sector privado	15,5	15,3	15,2	15,3	15,4	15,6	15,1	14,6	14,8	15,0	15,2	15,7	16,3	16,4
Sector público	3,2	3,2	3,2	3,1	3,1	2,9	3,0	2,9	2,6	2,5	2,9	3,1	3,3	3,2
<b>Tasas de interés nominales</b>														
<b>Tasa de control monetario BCRA (% anual) Prom. mensual</b>	<b>39,7</b>	<b>40,9</b>	<b>43,2</b>	<b>46,0</b>	<b>48,2</b>	<b>50,4</b>	<b>52,8</b>	<b>66,1</b>	<b>72,6</b>	<b>75,0</b>	<b>75,0</b>	<b>75,0</b>	<b>75,0</b>	<b>75,0</b>
<b>Tasas activas (% anual)</b>														
Call en pesos entre bancos privados	28,7	29,4	31,2	32,2	34,7	36,9	41,7	52,7	60,5	59,9	62,5	64,5	64,7	63,7
Adel. cta.cte. en pesos a empresas no financ.														
por \$ 10 M o más, con acuerdo, de 1 a 7 días	35,7	36	37,2	38,9	40,6	42,5	46,7	61,8	69,6	72,4	73,9	73,3	74,4	75,1
Préstamos personales	54,9	55,8	55,9	57,9	58,9	60,2	65,7	75,3	78,2	82,7	79	81	79,4	79,6
<b>Tasas pasivas (% anual)</b>														
BADLAR	36,0	37,3	39,5	42,4	44,6	47,2	50,1	59,5	65,5	68,3	68,3	68,4	68,9	68,9
Plazo fijo en \$ hasta \$ 100.000	37,8	39,0	41,2	43,8	46,0	49,0	52,1	64,4	71,0	73,5	73,5	73,6	73,6	73,5
Plazo fijo en \$ más de \$ 1.000.000	35,6	36,7	38,9	41,8	43,9	46,6	49,6	58,8	64,7	67,6	67,4	67,9	68,1	68,1