

# Informe Económico Mensual



Instituto de Investigación

Nº 225. Año 24 – 18 de marzo de 2024

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

## EL DATO DEL MES

**Inflación.** En febrero de 2024 la inflación mensual descendió por segundo mes consecutivo a 13,2% mensual. La variación i.a. del índice fue de 276,2%.

## LO QUE HAY QUE SABER

### **Argentina: ajuste y conflictos.**

El duro ajuste fiscal y monetario en curso está reduciendo rápidamente la inflación. El rechazo del Senado de la Nación del Decreto de Necesidad y Urgencia para reformas promercado ha reavivado las dudas sobre la viabilidad política de los ajuste en curso, así como de la sostenibilidad de las políticas macroeconómicas aplicadas desde el pasado 10 de diciembre.

### **EE.UU.: cautela de la Fed y optimismo bursátil**

Impulsados por el optimismo sobre la inteligencia artificial y su impacto sobre el crecimiento económico y las ganancias corporativas, los mercados accionarios de EE.UU. alcanzan nuevos máximos históricos, a pesar de haber disminuido las expectativas de bajas de tasas de interés en 2024.

### **Europa y el conflicto en Yemen.**

El conflicto en Yemen ha recrudecido y los barcos que ingresan al Mar Rojo rumbo al Canal de Suez están siendo atacados con mayor frecuencia. Esto afecta a más del 40% del comercio entre Asia y Europa, y puede tener impacto directo en la inflación de la Unión Europea y de varios países asiáticos.

## LO QUE VIENE

**Argentina.** Esta semana arriba a Buenos Aires una misión técnica del FMI. El gobierno espera poder negociar un nuevo acuerdo y financiamiento para eliminar los controles de cambios.

**Brasil.** A pesar de la desaceleración de la actividad, la inflación de febrero fue de 0,83% mensual, superior al 0,42% de enero. Esto genera dudas sobre si el Banco Central de Brasil continuará bajando las tasas de interés.

## PRINCIPALES INDICADORES HASTA FIN DE FEBRERO DE 2024

	2023		2024		Tendencia
	Noviembre	Diciembre	Enero	Febrero	hasta feb. 2024
<b>IPC</b> Var. % mensual	12,8%	25,5%	20,6%	13,2%.	Estable
<b>IPC</b> Var. % interanual	160,9%	211,4%	254,2%	276,2%	
<b>Industria</b> % uso capacidad instalada	66,4%	54,9%	54,6%.	s.d.	
	2023		2024		Tendencia
	Noviembre	Diciembre	Enero	Febrero	hasta feb. 2024
<b>LELIQ</b> Tasa de interés anunciada por el BCRA para Letras Liquidez (LELIQ) a 28 días	133,0%	100,0%	100,0%	100%	
<b>EMBI Arg.</b> Riesgo país en puntos básicos al último día del mes	1.982	1.906	1.950	1.705	
<b>IVA DGI</b> Recaudación Mensual	+172,0%	+190,6%	+200,6%	238,3%	
		Var. % interanual.			
<b>Dólar</b> \$/U\$S mayorista promedio bancos al último día del mes	378,4	808,5	826,3	842,5	
<b>Depósitos en pesos</b> Sector privado	+2,4%	+10,0%	+ 16,6%	+3,6%	
		Var. % mensual de saldos promedios mensuales			
<b>Depósitos en dólares</b> Sector privado	-2,4%	+ 1,7%	+ 9,1%	+1,6%	
		Var. % mensual de saldos promedios mensuales			

## PRECIOS, ACTIVIDAD Y COMERCIO EXTERIOR

### INDICADORES MÁS RECIENTES

Adolfo Bosch

#### I. PRECIOS

VARIABLE		FUENTE	Período	Unidad	Valor	Período anterior		
PRECIOS	IPC Nacional	INDEC	Febrero 2024	Var. % mensual	13,2%	20,6%		
				Var.% interanual	276,2%	254,2%		
	IPC G.B.A		Febrero 2024	Var. % mensual	15,0%	19,6%		
				Var.% interanual	277,1%	249,9%		
	IPC C.A.B.A		Dirección General de Estadística y Censos. GCBA	Febrero 2024	Var. % mensual	14,1%	21,7%	
					Var.% interanual	264,5%	238,5%	

#### II. ACTIVIDAD

VARIABLE		FUENTE	Período	Unidad	Valor	Período anterior	
DEMANDA INTERNA	Ventas en Shoppings	INDEC	Diciembre 2023	Var. % i.a. acumulado vs. acum. año anterior a precios constantes	12,7%	14,5%	
	Ventas en Supermercados		Diciembre 2023	Var. % i.a. acumulado vs. acum. año anterior a precios constantes	0,9%	1,8%	
	Patentamiento autos 0 Km	ACARA	Febrero 2024	Var.%interanual	-26,9%	-33,0%	
ACTIVIDAD	Estimador Mensual de Actividad Económica	INDEC	Diciembre 2023	Var.% mensual (sin estacionalidad)	-3,1%	-1,4%	
				Var.% interanual	-4,5%	-0,9%	
PBI	3° Trimestre 2023		Var. % Junio-Agosto '22 vs Junio-Agosto '23	-0,8%	-5,0%		
ACTIVIDAD INDUSTRIAL	IPI Manufacturero		Diciembre 2023	Var.% interanual	-12,8%	-4,8%	
	Uso capacidad instalada		Diciembre 2023	% uso capacidad instalada	54,9%	66,4%	
CONSTRUCCIÓN	Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción		Diciembre 2023	Var.% interanual	-12,2%	-2,1%	
INGRESOS TRIBUTARIOS RELACIONADOS CON LA ACTIVIDAD INTERNA	IVA DGI (Bruto)	AFIP	Febrero 2024	Var % mensual	14,5%	6,9%	
				Var. interanual	220,8%	186,6%	
	Var % mensual			-7,0%	52,7%		
	Var. interanual			393,4%	538,3%		
	Créditos y Débitos en Cta.Cte.			Var % mensual	23,3%	8,4%	
	Var. interanual	263,1%	197,1%				

#### III. COMERCIO EXTERIOR

VARIABLE		FUENTE	Período	Unidad	Valor	Período anterior	
COMERCIO EXTERIOR	Exportaciones	INDEC	Enero 2024	Nivel (U\$S M)	5.398	5.273	
				Var. % interanual	9,6%	-13,8%	
	Importaciones			Nivel (U\$S M)	4.601	4.255	
				Var. % interanual	-14,3%	-15,2%	
Saldo balanza comercial			Nivel (U\$S M)	797	1.018		

## PANORAMA DE ARGENTINA

### AJUSTE Y CONFLICTOS

Héctor Rubini

**El duro ajuste fiscal y monetario en curso está reduciendo rápidamente la inflación. El rechazo del Senado de la Nación del Decreto de Necesidad y Urgencia para reformas promercado ha reavivado las dudas sobre la viabilidad política de los ajuste en curso, así como de la sostenibilidad de las políticas macroeconómicas aplicadas desde el pasado 10 de diciembre.**

#### 1. Pacto de mayo: puente hacia el decisivo segundo trimestre

Los contactos de las autoridades con inversores del exterior parecen comenzar a rendir sus frutos. El favorable cambio de expectativas se tradujo en una mayor demanda de títulos públicos y el sorpresivo desplome de los tipos de cambio paralelos de las últimas, dieron al oficialismo un margen para repensar las reformas estructurales por ahora estancadas. Salvo el cierre de la agencia de noticias Telam y algunas desregulaciones menores, no hay novedades significativas. Aun así, los mercados financieros cobraron impulso alcista luego de los viajes del Presidente a Israel, Italia y el Vaticano, y luego a Estados Unidos.

El tiempo dedicado a las redes sociales empieza a generar dudas sobre un gobierno que no se termina de completar, y sobre algunos funcionarios clave notablemente escurridizos a la opinión pública de productividad y éxitos hasta ahora desconocidos. Las polémicas con opositores viraron en contra de las autoridades ante los duros reclamos del gobernador de Chubut Ignacio Torres cuando el gobierno Nacional le retuvo fondos de Coparticipación Federal en los últimos días de febrero. El reclamo llegó a sede judicial y el fallo a favor de Chubut forzó al Gobierno Nacional volver a girar fondos a esa provincia. Previo al conflicto con Chubut, a principios de febrero el vicegobernador de Río Negro había insinuado el corte de electricidad y suministro de combustibles al resto del país si se bloqueaban las transferencias a las provincias. La amenaza de ahogo financiero a las provincias y la réplica del gobierno de La Rioja cuando confirmó la emisión de una cuasimonedas para pagos locales tornaba ya imposible el diálogo con senadores, diputados y gobernadores opositores. En cierta forma ese clima se revertió cuando presidente anunció el “Pacto de Mayo” al inaugurar las sesiones ordinarias en el Congreso de la Nación.

El “Pacto de Mayo” enuncia 10 objetivos de política de largo plazo a acordar con los gobiernos provinciales, pero su firma está condicionada a que el Congreso de la Nación apruebe las reformas del naufragado proyecto de Ley Ómnibus y del Decreto de Necesidad y Urgencia ya rechazado por el Senado. El pacto lo firmarían el Presidente de la Nación y los gobernadores el próximo 25 de mayo en la ciudad de Córdoba, pero es algo difícil de lograr sin modificaciones al borrador anunciado. Además, como lo indica el cuadro 1 de la página siguiente, **la idea no es original: en mayo de 2019 el gobierno de Macri propuso un pacto con la oposición sin éxito**. Esta vez la casi totalidad de las provincias se avino a dialogar con el Jefe de Gabinete y el Ministro del Interior Guillermo Francos. Los optimistas ven una oportunidad para iniciar algún diálogo (todavía esquivo) rumbo a cierto pacto fiscal federal. Los escépticos, como en 2019, lo entreven como una “venta de humo” para ganar tiempo hasta que se reactive la actividad económica y se diluya el malhumor social de estos días.

Las polémicas inconducentes en las redes sociales y el corte de pauta publicitaria a los medios de prensa empiezan a conformar nuevos frentes contra el Gobierno. Además, si bien la inflación está en baja, se mantiene en niveles elevados, y el empobrecimiento de la población comienza a tornarse no soportable para cada vez más familias de clase media.

Los datos de febrero confirmaron una reversión del sendero hiperinflacionario del fin de gestión de Alberto Fernández, la inflación sigue siendo superior al 10% mensual y luego de la suba de varios precios regulados se espera un salto de tarifas eléctricas **no inferior al 200% en general para las familias y al 350% para las empresas**, y otro de las tarifas de gas natural que según diversas versiones **rondaría el 600%**. Además, el cierre de la agencia de noticia Télam y al corte de fondos al Instituto Nacional de Cine y Artes Audiovisuales (INCAA), también contribuyen al clima conflictivo por los recortes del gasto superfluo de la gestión anterior. Por otro lado, los nombramientos y remociones de funcionarios se suceden a diario, con no pocos casos polémicos. A esto se han sumado decisiones poco entendibles, como la remoción del titular de la Anses Osvaldo Giordano, porque su esposa la diputada nacional Alejandra Torres votó en contra de artículos del proyecto de la Ley Ómnibus, siendo Giordano quien denunció contrataciones poco transparentes de la administración anterior entre la empresa estatal Nación Seguros y *brokers* privados. Otro caso fue la sorpresiva suba por decreto de los haberes del presidente y demás miembros del Poder Ejecutivo y la no menos sorpresiva remoción del Secretario de Trabajo.

**CUADRO 1. PACTO DE MAYO Y EL ANTECEDENTE DE MAYO DE 2019**

Programa de 10 puntos de Macri (2019)	Pacto de mayo (2024)
1. Lograr y mantener el equilibrio fiscal	1. La inviolabilidad de la propiedad privada -algo que ya figura en la constitución nacional-;
2. Mantener un Banco Central independiente que combata la inflación	2. El equilibrio fiscal innegociable;
3. Mayor integración al mundo	3. La reducción del gasto público a niveles históricos, en torno al 25% del Producto Interno Bruto -según el Fondo Monetario Internacional, en 2022 el gasto público alcanzó los 37,2 puntos porcentuales;
4. Consolidar la seguridad jurídica	4. Una reforma tributaria que reduzca la presión impositiva, simplifique la vida de los argentinos y promueva el comercio;
5. Creación de empleo con cambios en la legislación laboral	5. Rediscutir la coparticipación federal de impuestos para terminar para siempre con el "modelo extorsivo actual";
6. Reducción de la carga impositiva a nivel nacional, provincial y municipal	6. Un compromiso de las provincias de avanzar en la explotación de los recursos naturales del país;
7. Consolidar un sistema previsional sostenible	7. Una reforma laboral moderna que promueva el trabajo formal -de acuerdo con la medición oficial del tercer trimestre de 2023, casi 36% de la población ocupada se encuentra en la informalidad-;
8. Consolidar el sistema federal	8. Una reforma previsional que dé sustentabilidad al sistema, respete a quienes aportaron y permita, a quienes prefieran, suscribirse a un sistema privado de jubilación;
9. Asegurar un sistema estadístico transparente	9. Una reforma política estructural que modifique el sistema actual y "vuelva a alinear los intereses de los representantes y los representados", y
10. El cumplimiento de las obligaciones con los acreedores.	10. La apertura al comercio internacional, de manera que la Argentina vuelva a ser protagonista del mercado global.

Fuente: elaboración propia en base a información de medios de prensa locales.

A pesar de estos episodios, las grandes empresas, y en particular las del sistema financiero, son optimistas respecto del Pacto de Mayo y el segundo semestre. El pesimismo y cierta decepción ya es evidente entre no pocas pequeñas empresas y en las familias de ingresos bajos y medios que entre agosto del año pasado y febrero de este año debieron soportar subas de precios superiores al 8% mensual. Los dólares de las exportaciones de soja y maíz de marzo-junio proveerán el "puente de dólares" para estabilizar expectativas cambiarias e inflacionarias, pero **su efecto será transitorio, no permanente**.

Es necesario reordenar precios relativos para contar con un tipo de cambio competitivo, y en el corto plazo el salto de tarifas públicas que beneficia a las empresas del sector acarreará un salto de costos de producción y de costo de vida, de impacto positivo sobre la inflación y negativo sobre el tipo de cambio real. **Se requieren señales y decisiones de política que extiendan el estado de cierto "shock de confianza" del sector financiero al resto de los sectores productivos**. Ningún programa se puede sostener sin el ingreso **permanente** de fondos externos para inversión productiva, más que capitales especulativos ("*hot money*") para aprovechar desarbitrajes de tasas de rendimiento en moneda local y extranjera (la operatoria conocida como "*carry trade*").

**Sin un aumento rápido y permanente de la inversión bruta fija y de las exportaciones no agrícolas no habrá recuperación en "V" de la actividad ni del empleo. Esto requiere estabilidad macroeconómica y reformas estructurales que provean seguridad jurídica para contratos de largo plazo.** En el sector financiero **hay fe y optimismo**, pero no parece ser unánime. Dos semanas atrás se conoció una oferta del Banco de Galicia al banco británico **HSBC** para comprar su unidad de negocios en Argentina. El gobierno espera, en principio, que la transición a la estabilidad se extienda a unos **60 días** con la esperanza de lograr las siguientes metas macroeconómicas:

1. Una baja de la inflación a un dígito hacia mayo o junio
2. Convergencia de los diversos tipos de cambio a \$ 1.000 o menos por dólar en abril o mayo.
3. Suficientes reservas líquidas del BCRA (no menos de U\$S 15.000 M) para levantar los controles de cambios ("*cepo cambiario*") y los movimientos de capitales hacia mayo.
4. Caída de la prima de riesgo país a menos de 1.000 puntos básicos a fines de abril o mayo.
5. Inicio de la reactivación en mayo o junio con recuperación sostenida de la actividad económica, y fuerte baja de la inflación y de las tasas de interés en el segundo semestre del año con estabilidad cambiaria.

Todo dependerá de varios factores que **no pueden controlar las autoridades de manera absoluta**:

- a) Cuántos dólares ingresarán por la cosecha gruesa y con qué **celeridad (de esto depende el logro de los objetivos 1, 2 y 3)**, y cuántos por exportaciones no tradicionales (**crítico para los objetivos 3 y 5**).
- b)Cuál será el impacto en la inflación de las fuertes subas de las tarifas de electricidad y gas que se esperan para el período marzo-mayo (**afectará el logro de los objetivos 1 y 5**)
- c) Cómo se normalizará (con o sin indexación) la mecánica de ajustes de salarios, precios regulados y contratos (**afecta el logro de los objetivos 1 y 5**)
- d) Qué ocurrirá con el reenvío al Congreso de la ex Ley Ómnibus y eventualmente del Decreto de Necesidad y Urgencia que ya fue rechazado por la Cámara de Senadores, siendo incierta su suerte futura en la Cámara de Diputados. El rumbo futuro de las reformas pro-mercado depende crucialmente de las relaciones del Poder Ejecutivo con los gobiernos provinciales, los diputados y senadores opositores y la Corte Suprema (**fundamental para la gobernabilidad, el retorno de la inversión extranjera directa y la local en actividades productivas, y el logro de los objetivos 4 y 5**).
- e) Cómo será el sendero de los números fiscales y las decisiones futuras respecto de gastos, ingresos y transferencias entre Nación y Provincias (**fundamental para los objetivos 1, 4 y 5**).

El presidente Milei ha pedido **confianza y paciencia a los argentinos**, pero la confianza no es infinita, y la paciencia puede empezar a agotarse si no cede la inflación, ya que **al menos el 50% de la población está hundida bajo la línea de la pobreza**. Como ya lo advirtió la vicedirectora del FMI **Gita Gopinath** luego de su fugaz visita a nuestro país días atrás:

*“Dados los costos de estabilización de corto plazo, son esenciales sustanciales esfuerzos para sostener a los segmentos vulnerables de la población y **preservar el valor real de la asistencia social y de las jubilaciones**, así como asegurar que la carga del ajuste **no caiga desproporcionadamente sobre las familias de los trabajadores**. Trabajar pragmáticamente para generar apoyo político y social es también crítico para asegurar la durabilidad y efectividad de las reformas... Argentina necesita reformas orientadas al mercado para revertir una larga declinación en el nivel de vida, pero estas deberían ser **diseñadas y secuenciadas para asegurar crecimiento sostenido e inclusivo**”.*

Sin crecimiento y sin creación de empleo, las subas eufóricas en los mercados de bonos y acciones no serán suficientes para la estabilidad y el crecimiento. Se requieren diálogo y acuerdo, si no, se complicará el escenario económico y también las aspiraciones del oficialismo de lograr una buena elección de medio término en el próximo año.

## 2. El ajuste en curso.

El fracaso de la negociación en el Congreso de la Ley Ómnibus y las demoras para el tratamiento del Decreto de Necesidad y Urgencia de reformas dieron lugar a conflictos exacerbados también por las disputas en redes sociales que informan al gobierno un apreciable apoyo de la opinión pública.

La reunión virtual del 1° de febrero entre el presidente Milei con Larry Fink, titular del fondo Blackrock probablemente haya contribuido al significativo interés por títulos públicos que iniciaron un rally alcista pocos días después. Sin embargo, el traspíe en el Congreso tornó inviable el esperado shock de confianza, y ahora **las autoridades apuestan a la paciencia de los trabajadores y al optimismo de ahorristas y empresarios en la transición hacia una recuperación “en V”**.

Si la recuperación económica no se observara a más tardar para fines del 3er trimestre de este año, los márgenes de maniobra de las autoridades se reducirán, agudizándose la incertidumbre que persiste tanto sobre el rumbo económico como sobre la sostenibilidad del actual equipo de gobierno. En materia financiera las noticias son más que auspiciosas, los títulos públicos han registrado una reacción favorable desde el fin de la gestión de Alberto Fernández (7 de diciembre de 2023) hasta el 13 de marzo de 2025. Si bien la suba de los títulos públicos en su mayor parte ha sido inferior a la inflación acumulada en diciembre enero y febrero (71,4%), en el caso de los bonos en dólares la cotización supera ya el 40% de sus valores nominales de emisión, y ha tenido un inequívoco efecto positivo sobre la demanda y precios de las acciones de bancos (tanto las que cotizan en Argentina como los American Depository Receipts -ADRs- que cotizan en EE.UU.). La contracara es la caída de la prima de riesgo país (EMBI JP Morgan) que inició una dinámica de acelerada baja a partir del 13 de febrero pasado: de 2.032 p.b. hasta 1.603 p.b. el 15 de marzo, habiendo perforado el piso de 1.600 p.b. el 4 de marzo en que llegó a 1.590 p.b. y el 13 de marzo, cerrando a 1.596 p.b.

A este ritmo, **de mantenerse el optimismo de los inversores locales y del exterior respecto del ajuste fiscal en curso, antes de fin de mayo la prima de riesgo país debería estar en torno de los 1.000 p.b. o quizás menos, lo que podría implicar una mejora significativa en las calificaciones de riesgo de los títulos públicos argentinos.**

**CUADRO 2. EVOLUCIÓN COTIZACIONES TÍTULOS PÚBLICOS Y ACCIONES (7 DIC. 2023 A 15 MAR. 2024)**

Renta Fija. Precio "sucio" (incl. Intereses corridos) cada 100 V. Nominal				Renta Variable				
	07-dic-23	15-mar-24	Var. %		07-dic-23	15-mar-24	Var. %	
<b>Bonos reestructuración de deuda 2005</b>				<b>Índice S&amp;P Merval en pesos</b>				
	En pesos	En pesos		Cierre del día	941.829,88	1.068.973,63	13,5%	
Par Ley Argentina (CER)	8000,00	16620,00	107,8%	<b>Acciones líderes en pesos</b>				
Discount Ley Argentina (CER)	16200,00	29080,00	79,5%		07-dic-23	13-mar-24	Var. %	
Cuasipar (CER)	11190,00	19190,00	71,5%	Aluar	1.097,00	789,50	-28,0%	
<b>Bonos reestructuración de deuda 2010</b>				BBVA	1.750,20	2.795,50	59,7%	
	En pesos	En pesos	Var. %	Banco Macro	2.630,95	4.688,20	78,2%	
Par Ley Argentina (CER)	7600,00	16795,00	121,0%	Central Puerto	863,15	851,10	-1,4%	
Discount Ley Argentina (CER)	15900,00	28800,00	81,1%	Cresud	959,05	849,10	-11,5%	
<b>Renta fija</b>				Edenor	853,10	814,45	-4,5%	
<b>Bonos reestructuración de deuda 2020</b>				Grupo Financiero Galicia	1.657,00	2.564,80	54,8%	
<b>Ley Argentina</b>				Loma Negra	1.310,90	1.483,15	13,1%	
	En pesos	En pesos	Var. %	Mirgor	11.733,00	11.964,00	2,0%	
Bonar Step-Up 2029 (AL 29)	37150,00	50700,00	36,5%	Pampa Energía	1.901,10	1.711,35	-10,0%	
Bonar Step-Up 2030 (AL 30)	37199,00	49840,00	34,0%	Grupo Supervielle	763,65	1.146,75	50,2%	
Bonar Step-Up 2035 (AL 35)	33300,00	41505,50	24,6%	Telecom	1.630,60	1.647,25	1,0%	
Bonar Step-Up 2038 (AL 38)	36301,00	43500,00	19,8%	Ternium (Techint)	1.004,00	737,50	-26,5%	
Bonar Step-Up 2041 (AL 41)	34001,50	38395,00	12,9%	TGN	1.487,00	1.874,50	26,1%	
<b>Ley Argentina</b>				TGS	2.772,50	2.738,80	-1,2%	
	En dólares	En dólares	Var. %	Transener	1.047,50	1.064,50	1,6%	
Bonar Step-Up 2029 (AL 29 D)	37,37	49,76	33,2%	YPF	16.489,10	19.300,20	17,0%	
Bonar Step-Up 2030 (AL 30 D)	37,15	48,50	30,6%	<b>ADRs en dólares</b>				
Bonar Step-Up 2035 (AL 35 D)	35,00	40,60	16,0%		07-dic-23	13-mar-24	Var. %	Mercado
Bonar Step-Up 2038 (AL 38 D)	37,10	42,10	13,5%	BBVA	5,17	7,82	51,3%	NYSE
Bonar Step-Up 2041 (AL 41 D)	34,00	37,95	11,6%	Banco Macro	26,37	43,12	63,5%	NYSE
<b>Ley extranjera</b>				Cresud	9,40	7,94	-15,5%	NASDAQ
	En dólares	En dólares	Var. %	Edenor	16,88	15,03	-11,0%	NYSE
Global Step-Up 2029 (AL 29)	39,11	52,37	33,9%	Grupo Financiero Galicia	16,81	23,75	41,3%	NASDAQ
Global Step-Up 2030 (AL 30)	40,39	50,90	26,0%	IRSA	8,63	7,96	-7,8%	NYSE
Global Step-Up 2035 (AL 35)	37,00	41,34	11,7%	Loma Negra	6,56	6,91	5,3%	NYSE
Global Step-Up 2038 (AL 38)	41,00	46,00	12,2%	Pampa Energía	47,25	39,57	-16,3%	NYSE
Global Step-Up 2041 (AL 41)	36,10	39,01	8,1%	Grupo Supervielle	3,74	5,28	41,2%	NYSE
Global Step-Up 2046 (AL 46)	37,50	43,55	16,1%	Telecom	8,10	7,45	-8,0%	NYSE
				Ternium (Techint)	38,37	39,78	3,7%	NYSE
				YPF	16,52	17,97	8,8%	NYSE

Fuente: Instituto Argentino de Mercado de Capitales (IAMC).

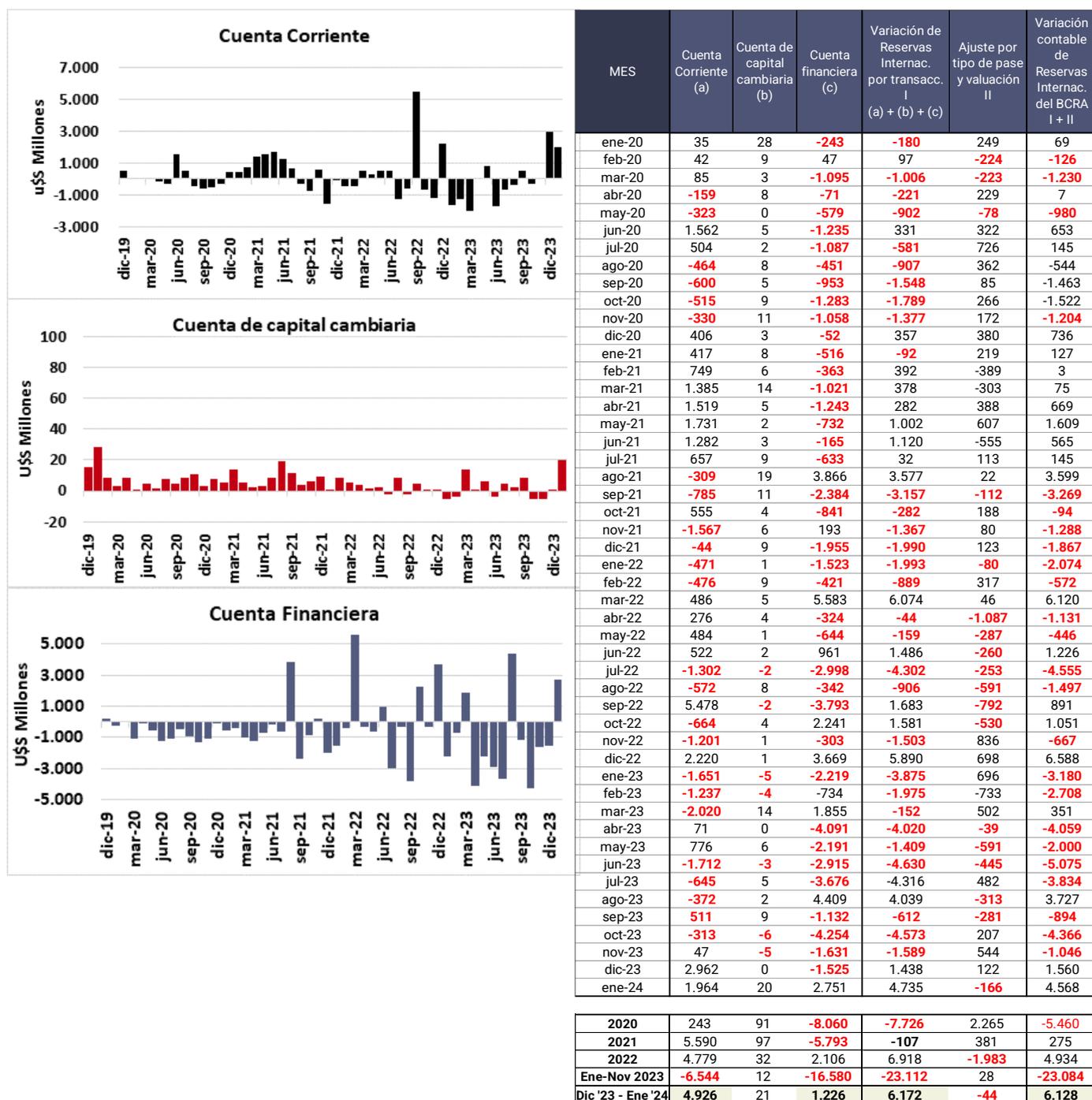
**GRÁFICO 1. PRIMA DE RESGO PAÍS DE BONOS DE ARGENTINA -EMBI JP MORGAN- ( 2022-24) EN PUNTOS BÁSICOS**



Fuente: JP Morgan

En el mercado de cambios se observa desde el inicio de la baja de los tipos de cambio paralelos al oficial (MEP, CCL y Blue) que se registra entre el 24 de enero y el 15 de marzo una baja de 18% de los dólares MEP y CCL, y de 16% del dólar Blue, mientras el oficial creció 3% en ese período, **La brecha de las cotizaciones paralelas respecto del oficial contribuyen a estabilizar en cierto modo las expectativas inflacionarias y devaluatorias, que con la asunción misma de Javier Milei pasaron de la suba a la baja.** La resistencia a liquidar divisas de exportaciones quedó en el pasado, también ayudada por la suba estacional debido a la cosecha fina de la Pampa Húmeda: a la caída de las reservas internacionales brutas del BCRA de U\$S 1.046 M de noviembre siguió una acumulación de U\$S 1.560 M en diciembre de 2023 y otra de U\$S 4.568 M en enero de 2024. De esa forma el BCRA acumuló más de U\$S 6.100 M, la mayor suba bimestral desde diciembre-enero de 2019. Casi el 90% de ese ingreso han sido compras de divisas al sector privado, algo más que notable teniendo en cuenta que el precio del trigo, hoy en torno de U\$S 200/ton. es el más bajo de los últimos 4 años.

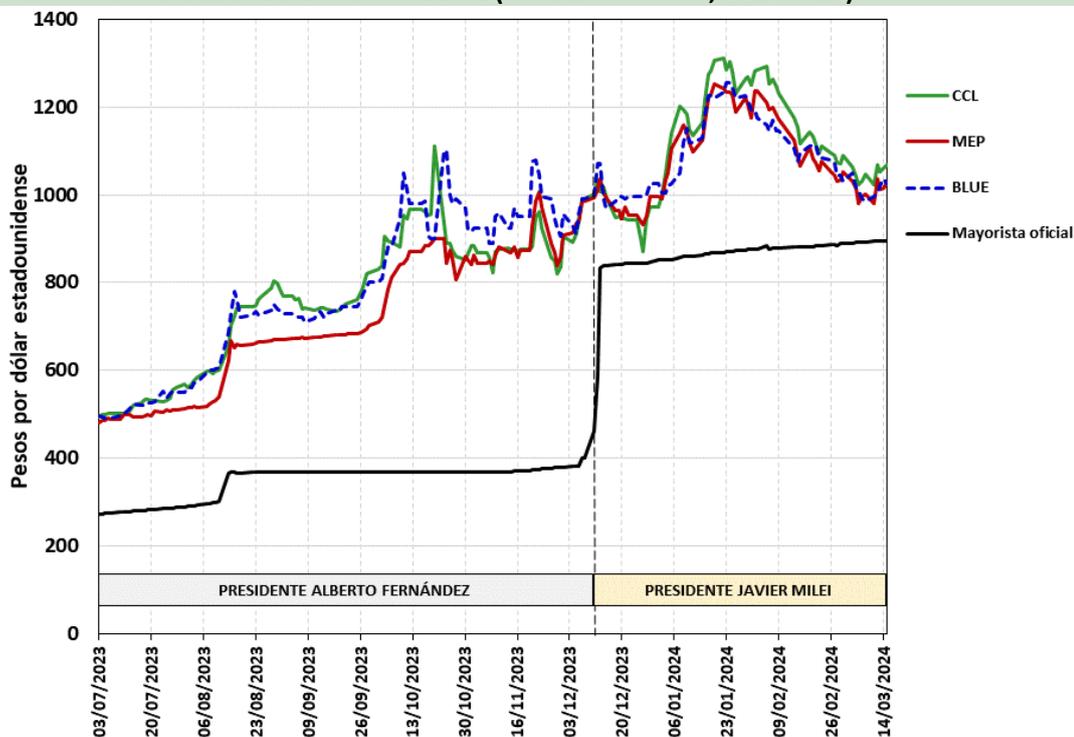
GRÁFICO 2. EVOLUCIÓN MENSUAL DE LA LIQUIDACIÓN DE DIVISAS EN EL MERCADO OFICIAL.



Fuente: BCRA

Como era de esperar, varias cotizaciones del dólar que crecieron en diciembre iniciaron una baja a partir de la última semana de enero. Esto se debió a la normativa que flexibilizó el acceso de bonos indexados por dólar del BCRA conocidos como BOPREAL<sup>1</sup> a pequeñas y medianas empresas. Al ser utilizado como medio de pagos, pasó a tener atractivo también, lo que contribuyó a desinflar la demanda de dólares en los mercados CCL, MEP y paralelo (“blue”). Si bien el gobierno no aceleró la velocidad de devaluaciones diarias del dólar oficial (0,1% diario), la brecha de dichos tipos de cambio se redujo desde fines de enero a niveles comparables a los de la primera semana de gestión de la actual administración

**GRÁFICO 3. COTIZACIÓN DIARIA DEL DÓLAR ESTADOUNIDENSE (OFICIAL MAYORISTA, CCL Y MEP)**



Fuente: BCRA

El 1° de marzo la serie,1 emitida en diciembre (U\$S 5.000 M), se dividió en 4 segmentos (“strips”). Los llamados A y B corresponden en cada caso al 20% del valor nominal residual y los otros dos al 30% cada uno. El tenedor de la serie A tiene una opción de venta (“put”) sobre sus tenencias a partir de abril de 2025, el del B desde abril de 2026 y el del C desde abril de 2027, mientras que el del D no cuenta con put. Las subseries D es la única sin cláusula de rescate anticipado. La misma opera en la serie A desde abril de 2025, en la B desde abril de 2026 y en la C desde abril de 2027, y en todos los casos es en pesos, ajustados por tipo de cambio oficial. Su uso para pago de impuestos para la serie A está previsto para el período 30/04/25 a 30/04/26, para la B, por el período 30/04/26 a 29/04/27 y en el caso de la D, desde 30/04/27 hasta 31/10/27. Esto frena la demanda de dólares en los mercados CCL y MEP inequívocamente, permitiendo de esa forma al BCRA captar en pesos y dólares un stock de U\$S 5.000 M por la 1ª serie, U\$S 2.000 M por la 2ª serie y U\$S 1.700 M por la 3ª. Las colocaciones semanales de nuevos tramos de esta última continuarán hasta completar un subtotal de U\$S 3.000 M.

Esto descomprime la demanda de divisas para atender importaciones actuales, pero es insuficiente para cancelación por las deudas de empresas locales con proveedores locales por importadores bloqueados tanto por el ineficiente sistema de las llamadas SIRAs de la secretaría de Comercio en el gobierno anterior, y por la negativa del BCRA entonces, a proveer dólares exigidos por empresas con SIRAs ya aprobadas. Según el BCRA la deuda no pagada de importadores con proveedores del exterior a fin de 2023 era de U\$S 58.000 M<sup>2</sup>, pero a fines de febrero diversas estimaciones privadas sugieren que después de los pagos al exterior con dólares captados vía BOPREAL y los realizados con tenencias propias de filiales locales de multinacionales a sus casas matrices, **la deuda pendiente de pago por importaciones de bienes y servicios sería algo inferior, en torno de los U\$S 40.000 M – U\$S 43.000 M.** Igualmente, con clima favorable en el mercado de bonos el BCRA anunció el 11 de marzo las siguientes medidas:

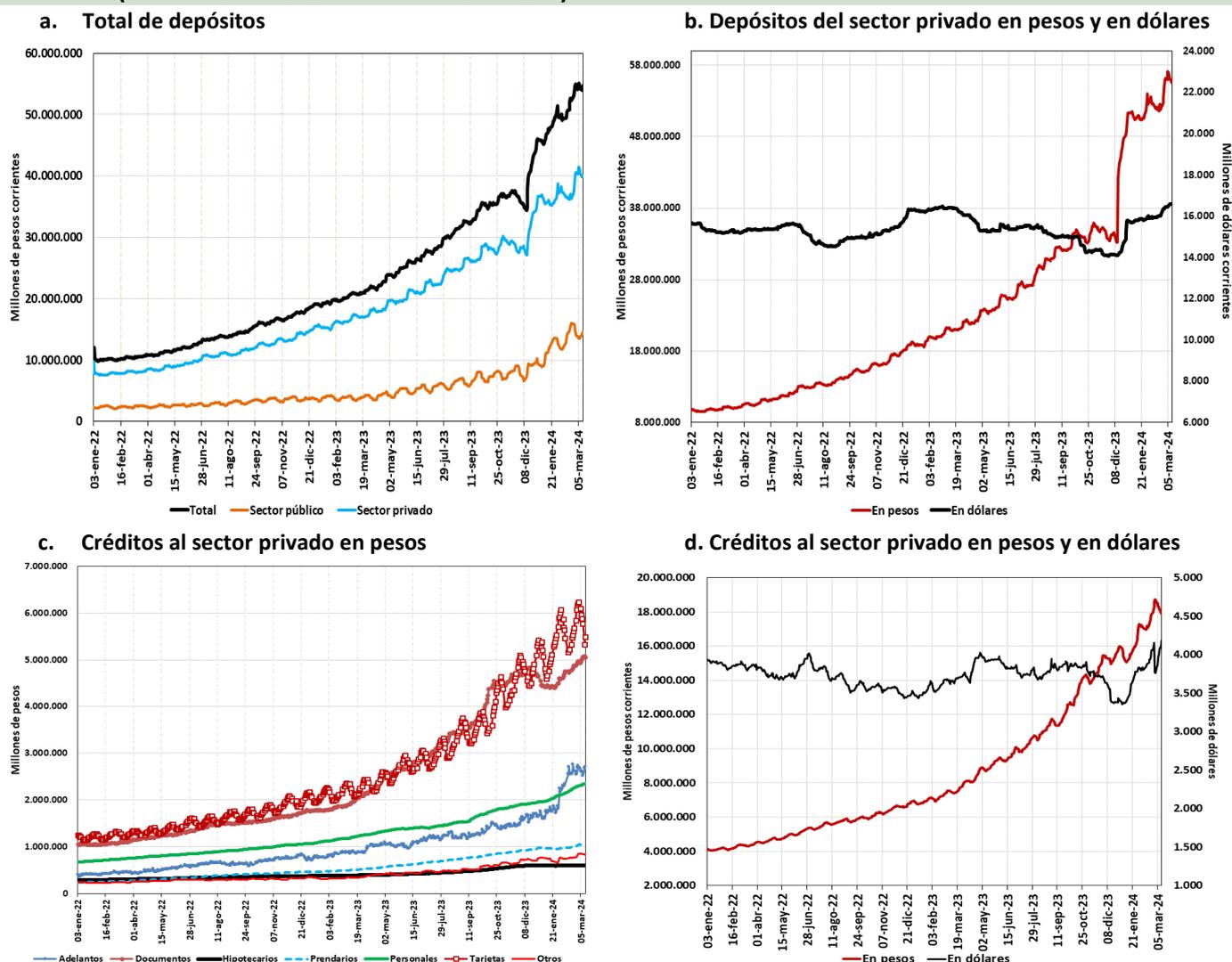
<sup>1</sup> BOPREAL es la abreviatura del nombre de estos títulos: “Bono para la Reconstrucción de una Argentina Libre”

<sup>2</sup> Fuente: <https://www.bcr.gov.ar/Noticias/medidas-frente-coyuntura-macroeconomica.asp>

- a) A partir del 12 de marzo de 2023 redujo la tasa de interés nominal anual de los pasivos del BCRA de 100% a 80% y de la de pasivos activos de 160% a 120%
- b) Comunicación "A" 7977: a partir del 18 de marzo de 2023 se vuelve a limitar el acceso a la operatoria de pasivos con BCRA sólo a entidades financieras reguladas por el BCRA (se excluye el acceso a los Fondos Comunes de Inversión).
- c) Comunicación "A" 7978: a partir del 12 de marzo de 2023 las tasas de interés de depósitos a plazo fijo queda totalmente libre de toda intervención del BCRA. En las primeras 72 hs. significó una baja de aproximadamente 36 puntos porcentuales de los depósitos a plazo fijo, 22 puntos de los préstamos personales, y 18 puntos de los préstamos interbancarios.

La decisión no tuvo influencia en el mercado cambiario, lo cual refleja, como lo entiende el BCRA, que la medida se ajusta a la baja de las expectativas inflacionarias que se registran desde diciembre. Pero también puede interpretarse como una decisión que, al no tener impacto en el mercado de divisas, probablemente indique que las tasas de interés "piso" para el mercado interbancario y los depósitos a plazo fijo, probablemente estaban a niveles inequívocamente mayores a los de equilibrio de mercado. No es de extrañar el fuerte salto de los depósitos en pesos del sector privado: **es más que destacable la recuperación (si bien mucho menos espectacular) de los depósitos en dólares del sector privado: al 12 de marzo de 2024 superó los U\$S 16.500 M, y también al nivel máximo de 2023 (U\$S 16.459 M del 23 de febrero de 2023)**. Pero los créditos en pesos al sector privado siguen la dinámica fundamentalmente de los descubiertos por tarjetas de crédito y los préstamos contra documentos. El crédito hipotecario en pesos por ahora sigue estancado.

**GRÁFICO 4. EVOLUCIÓN DIARIA DE DEPÓSITOS EN PESOS Y DÓLARES Y CRÉDITOS EN PESOS (3 DE ENERO DE 2023 A 12 DE MARZO DE 2024)**



Fuente: BCRA

En este contexto, el sendero hacia una menor inflación requiere, más que una apresurada dolarización, la estabilización de precios absolutos y relativos. En ese sentido un requisito necesario es la reducción a cero de la emisión directa al Sector Público no Financiero y de todo exceso de oferta de moneda local. La tarea iniciada desde diciembre muestra un giro notable hacia el rígido control de la oferta monetaria. Si se toman las variaciones diarias desde el inicio de 2023 hasta el fin de mandato de Alberto Fernández (230 días hábiles) con las del inicio de gestión de Javier Milei hasta el 12 de marzo de 2024 (63 días hábiles) se observa un giro hacia una política monetaria restrictiva:

**CUADRO 3. EVOLUCIÓN DIARIA DE DEPÓSITOS EN PESOS Y DÓLARES Y CRÉDITOS EN PESOS  
(3 DE ENERO DE 2023 A 12 DE MARZO DE 2024)**

Período	Compra de divisas al sector privado	Financiamiento directo al Sector Público					Variación vía operaciones con pasivos remunerados (pases pasivos netos y letras del BCRA)				Intereses, primas, remuneración de cuentas corrientes	Otros no especificados	TOTAL
		Compra de divisas	Adelantos al Tesoro	Transferencia de utilidades	Resto	Subtotal: I + II + III + IV	LELIQ y NOTALIQ	LEBAC, NOBAC, LEMIN, LEGAR y BOPREAL	Pases pasivos menos pases activos	Subtotal: V + VI + VII			
01-ene a 07-dic '23	151.741	-1.880.942	1.298.000	400.000	-1.269.380	-1.452.322	3.216.759	-1.901.147	-14.512.670	-13.197.058	14.548.778	4.870.069	4.921.207
11 dic '23 a 12 mar '24	8.191.808	-1.317.500	0	0	-6.488.748	-7.806.248	4.401.826	-5.188.607	-13.385.077	-14.171.859	7.535.858	6.920.980	670.539

Fuente: BCRA

El corte del financiamiento directo al Tesoro no excluye otros conceptos: contracción monetaria por venta del BCRA de divisas para pagos externos, venta de títulos en cartera del BCRA y variación de depósitos del Gobierno. De todas formas, junto con la fuerte contracción vía pases pasivos, es la segunda “aspiradora” de pesos de la nueva gestión. El objetivo es **combatir la inflación, que al menos en enero y febrero ha mostrado signos de visible desaceleración: de 25,5% mensual en diciembre de 2023 a 20,6% en enero de 2024 y luego a 13,2% en el mes pasado**. Se espera para este mes un comportamiento a la baja, que sería más factible de sostener si se postergara, según algunos rumores de los últimos días, el esperado “salto” de tarifas eléctricas y gas, además de nuevos ajustes en otros precios regulados como medicina prepaga, peajes, combustibles y transporte de pasajeros. Algunos indicadores anticipados como PriceStats, del economista Alberto Cavallo sugieren una convergencia algo más rápida que lo esperada semanas atrás de la inflación “núcleo” (el IPC sin precios regulados ni estacionales) **hacia el 8% mensual ya en este mes**.

Un elemento significativo para su explicación es no sólo el citado apretón monetario, sino el fuerte ajuste fiscal que condujo a un segundo superávit fiscal consecutivo en febrero. Al tomar el IPC promedio para enero-febrero de 2024, la inflación en un año (punta a punta) fue de 266%. Las variaciones interanuales de los principales conceptos de las cuentas fiscales en dicho período fueron las siguientes:

<b>a) Ingresos totales:</b>	<b>254,7%</b>
Ingresos tributarios:	256,0%
Ingresos tributarios sin impuestos al comercio exterior:	237,9%
<b>b) Gastos primarios:</b>	<b>126,5%</b>
Jubilaciones y pensiones contributivas	126,0%
Asignaciones familiares	168,0%
Asignación Universal para protección social	244,5%
Pensiones no contributivas	153,1%
Prestaciones del INSSJP (PAMI)	266,7%
Subsidios a la energía	43,8%
Subsidios al transporte	157,0%
Salarios administración pública	194,3%
Transferencias a las provincias	- 17,1%
Educación	25,6%
Salud	162,7%
Otras	- 87,0%
Transferencias a universidades	161,6%
<b>c) Gastos de capital</b>	<b>- 52,5%</b>
<b>d) Intereses netos de la deuda pública</b>	<b>303,5%</b>

Las cifras muestran subas interanuales inferiores, en general a la inflación respecto del segundo bimestre del año pasado. Algunos aspectos reflejan aspectos de la economía real que son inocultables:

- a) La contracción de la actividad económica asociada tanto a la suba de costos y precios luego de la devaluación de diciembre como la reducción de los salarios reales se refleja en un incremento de los ingresos tributarios por debajo de la inflación interanual.
- b) Una variación interanual del gasto público inferior a la de los ingresos fiscales, aunque con un abandono inequívoco del expansionismo de la gestión anterior.
- c) Un aumento interanual de las prestaciones del PAMI (la obra social de los jubilados) iguala al de la variación interanual del IPC, pero las jubilaciones y pensiones no contributivas registraron un incremento interanual de sólo 126%, inferior al de las asignaciones familiares, la asignación universal para asistencia social y el de la masa salarial de la administración pública.
- d) Los subsidios al transporte y a la energía aumentaron significativamente menos que la inflación interanual, al igual que las transferencias a las provincias.

El panorama alentador hacia una futura estabilidad macroeconómica que se percibe en el mercado financiero se enfrenta con una contracción fuerte de demanda y de ingresos reales que puede poner en peligro el ajuste fiscal en curso. Las iniciativas del ministro de Economía Caputo de acordar precios con supermercados y la incipiente apertura a la importación de unos pocos rubros de alimentos y productos de consumo masivo poco pueden aportar frente a la magnitud del apretón monetario y fiscal al que se sumaría un fuerte incremento de tarifas públicas. Mientras tanto, los principales “caídos” en la transición son, claramente, los asalariados. De hecho, **varias convenciones colectivas no han sido homologadas por la Secretaría de Trabajo del Ministerio de Capital Humano, de modo que la transición hacia el segundo semestre se torna más que incierta si el gobierno no opta por alguna forma de política de ingresos (no necesariamente inflacionista)**. Por ahora no es claro el rumbo en la materia. Tampoco el de los ajustes de las tarifas públicas, ni del de las jubilaciones y pensiones, ni el del Decreto de Necesidad y Urgencia para reformas estructurales, rechazado por el Senado de la Nación por 42 votos contra 25

Con este contexto, no es claro que sólo con un nuevo acuerdo con el FMI se logren fondos frescos para liberar el cepo cambiario sin turbulencias en el mercado de divisas. No pocos inversores esperan la eliminación de los controles de cambio y capitales para futuras inversiones de largo plazo, pero tampoco son inexistentes aquellos que aguardan dicho levantamiento para transferir fondos al exterior y en algunos casos desinvertir en nuestro país. La seguridad jurídica es crucial, y en ese sentido, se impone, más temprano que tarde, el diálogo, ciertos consensos, y el abandono de toda forma de confrontación extrema. **La lógica “amigo-enemigo” del período 2008-2015, resumida en la exagerada frase “vamos por todo”, ya demostró que no conduce ni al diálogo político, y daña de manera permanente la credibilidad y la confianza en las autoridades y en sus políticas**

## PANORAMA INTERNACIONAL

### ESCENARIO GLOBAL: CAUTELA EN LA FED, OPTIMISMO EN LOS MERCADOS FINANCIEROS

Jorge Viñas

**Impulsados por el optimismo sobre la inteligencia artificial y su impacto sobre el crecimiento económico y las ganancias corporativas, los mercados accionarios de EE.UU. alcanzan nuevos máximos históricos, a pesar de haber disminuido las expectativas de bajas de tasas de interés en 2024. En China, el Congreso Nacional del Pueblo fijó una meta de crecimiento del 5% para 2024, similar a 2023, junto con medidas de estímulo que apuntan a fortalecer la confianza.**

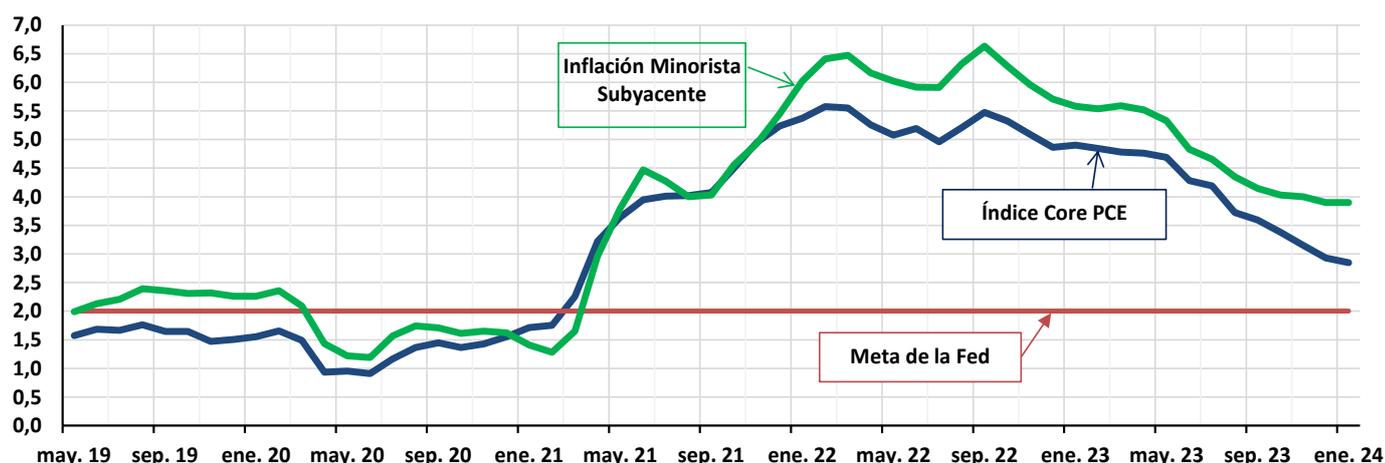
1. *EE.UU.: Powell mantiene su postura cautelosa, pero los mercados “vuelan”.*

**Powell insiste en que no habrá baja de tasas en marzo.** En su presentación semestral de política monetaria ante el Congreso, el presidente de la Fed mantuvo los mismos lineamientos que había expuesto en la conferencia de prensa tras la última reunión de política monetaria a fines de enero: Si bien los miembros del comité consideran que la tasa de Fondos Federales alcanzó un máximo y, si la economía evoluciona dentro de sus pronósticos, corresponderá empezar a bajarla en el transcurso de este año, solo comenzarán a hacerlo cuando tengan suficiente convicción de que la inflación está convergiendo a la meta del 2% en forma sostenible. Como esa condición aún no se cumple, todavía no están listos para bajar la tasa en la próxima reunión del 20 de marzo.

Los datos de inflación más recientes no contribuyen a consolidar la tendencia bajista de la inflación. La inflación minorista mostró un leve repunte en la variación mensual de enero, sorprendiendo al alza respecto a las estimaciones de consenso que compila Bloomberg. El índice agregado registró 0,3% frente al 0,2% de diciembre, mientras que el índice subyacente pasó de 0,3% a 0,4%. En la variación interanual, el índice agregado todavía muestra un descenso, de 3,4% a 3,1%, aunque se esperaba 2,9%, mientras que el índice subyacente se mantuvo en 3,9% como en diciembre, frente al 3,7% estimado.

En cuanto al Core PCE, el índice de precios que emplea la Fed para la conducción de la política monetaria, éste salió en línea con el consenso, manteniéndose en el 0,4% mensual y bajando de 2,9% a 2,8% en la variación interanual (véase el gráfico 5). Tanto en el caso del índice de inflación minorista como en el del Core PCE se observó una persistencia en la inflación de servicios, especialmente en los ligados a la vivienda (alquileres y renta imputada de los propietarios). Si bien los datos de enero no anticipan un cambio de tendencia, reflejan que el sendero descendente hacia la meta del 2% no está asegurado ni será sencillo de lograr.

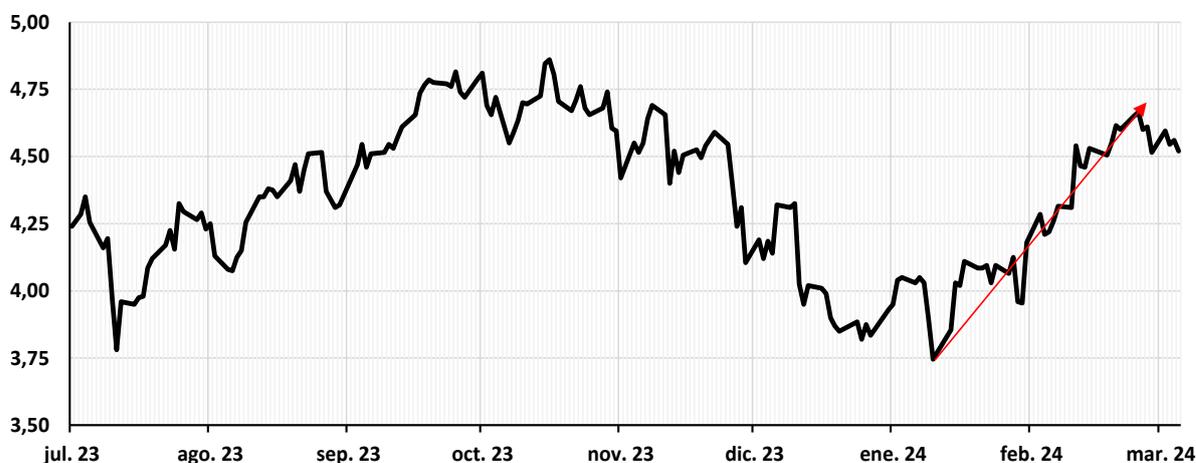
**GRÁFICO 5. EE.UU. EVOLUCIÓN MENSUAL DE LA INFLACIÓN SUBYACENTE E ÍNDICE CORE PCE – VARIACIÓN INTERANUAL (%)**



Fuente: Bloomberg

Las expectativas de mercado sobre la trayectoria de las tasas en 2024 se alinean con las proyecciones de la Fed. Las últimas proyecciones de los miembros de la Fed, presentadas tras la reunión de diciembre de 2023, estimaban que la tasa de Fondos Federales para fines de 2024 se ubicaría 75 p.b. por debajo de fines de 2023, lo que equivale a 3 bajas de 25 p.b. cada una. Sin embargo, hasta principios de febrero de 2024 la cotización de mercado de los futuros de tasa de Fondos Federales incorporaba que habría 5 bajas de 25 p.b., es decir, que la tasa terminaría 2024 50 p.b. más abajo que lo proyectaba la Fed. Pero en el último mes, esa discrepancia se corrigió, ya que los futuros ajustaron su valuación más en línea con la Fed, descontando ahora 3 bajas de 25 p.b. también (véase el gráfico 6). Adicionalmente, también se postergaron las expectativas respecto a cuándo se concretará la primera baja de tasas, pasando de la reunión de marzo a la de junio.

**GRÁFICO 6. EE.UU. EVOLUCIÓN DEL FUTURO DE DICIEMBRE DE 2024 DE LA TASA DE FONDOS FEDERALES (%)**

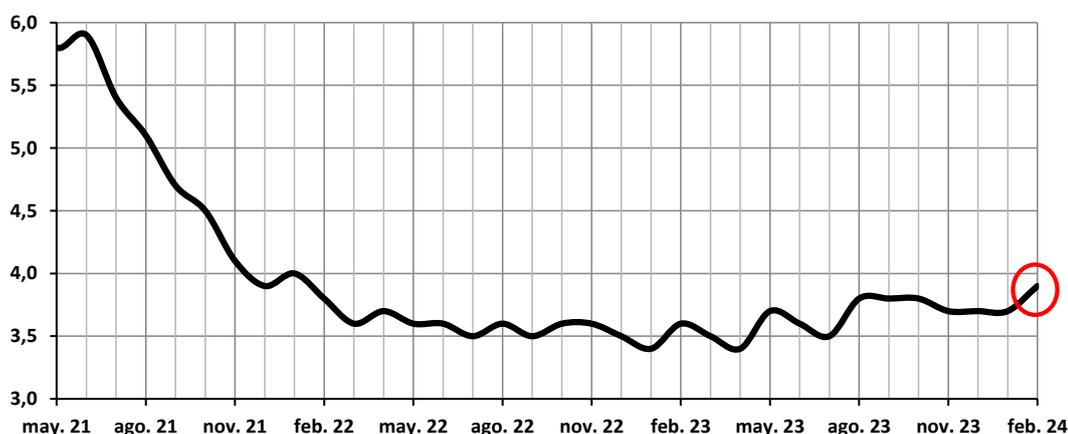


Fuente: Bloomberg

**En febrero, las encuestas nacionales ISM de actividad arrojaron valores por debajo de enero, tanto en el sector manufacturero como en servicios.** El ISM Manufacturero se mantiene en terreno contractivo, bajando de 49,1 a 47,5, mientras que el ISM Servicios se desaceleró de 53,4 a 52,6. Estos datos son consistentes con las estimaciones que apuntan a una desaceleración del crecimiento del PIB en el primer trimestre de 2024, luego de haber terminado el año 2023 muy fuerte. Según el relevamiento de Bloomberg, el crecimiento del PIB pasará de 3,2% anualizado en el 4º trimestre de 2023 a 1,8% en el 1er. trimestre de 2024. De todos modos, se proyecta que el año 2024 cerrará con un crecimiento del PIB del 2,1% frente al 2,5% de 2023, lo que implica que el “*soft landing*” se mantiene como el escenario más probable para el consenso de analistas. El principal riesgo para este escenario es que la inflación no siga bajando, lo que obligaría a la Fed a mantener las tasas altas por más tiempo, que a la larga podría terminar generando un freno abrupto en la actividad económica.

**El reporte de empleo de febrero ofrece señales contradictorias.** Por un lado, la creación mensual de empleos sigue firme, alcanzando 275.000 nuevos puestos, superando los 200.000 estimados por el consenso. Sin embargo, hubo revisiones a la baja de los meses anteriores que restaron 167.000 empleos, por lo que en términos netos el dato no resulta tan positivo. Por otro lado, la tasa de desempleo subió de 3,7% a 3,9%, el máximo desde principios de 2022, mientras que el componente salarial del reporte, los ingresos laborales promedio por hora, mostraron una desaceleración en el margen, con una variación interanual en febrero del 4,3% frente al 4,4% en enero (que había sido publicado inicialmente en 4,5% y luego revisado a la baja). De este modo, prevalece la percepción de que finalmente el mercado laboral sigue firme, pero en el margen ha empezado a debilitarse.

**GRÁFICO 7. EE.UU.: EVOLUCIÓN DE LA TASA DE DESEMPLEO - %**



Fuente: Bloomberg

**Los mercados accionarios no detienen su marcha ascendente y continúan alcanzando nuevos máximos históricos.** El índice S&P500, que reúne a las principales empresas de EE.UU., acumula una suba de 7% desde principios de 2024 y viene superando máximos históricos semana a semana prácticamente en forma ininterrumpida. Las ganancias corporativas del 4º trimestre de 2023 confirmaron que la reducción de ganancias a nivel agregado que se observó entre el último trimestre de 2022 y el primer semestre de 2023 ha quedado atrás, mostrando una expansión interanual del 8,2%, frente al 4,5% del 3er trimestre de 2023. Para el año 2024 se proyecta un crecimiento de ganancias del 9% frente al 1% de 2023.

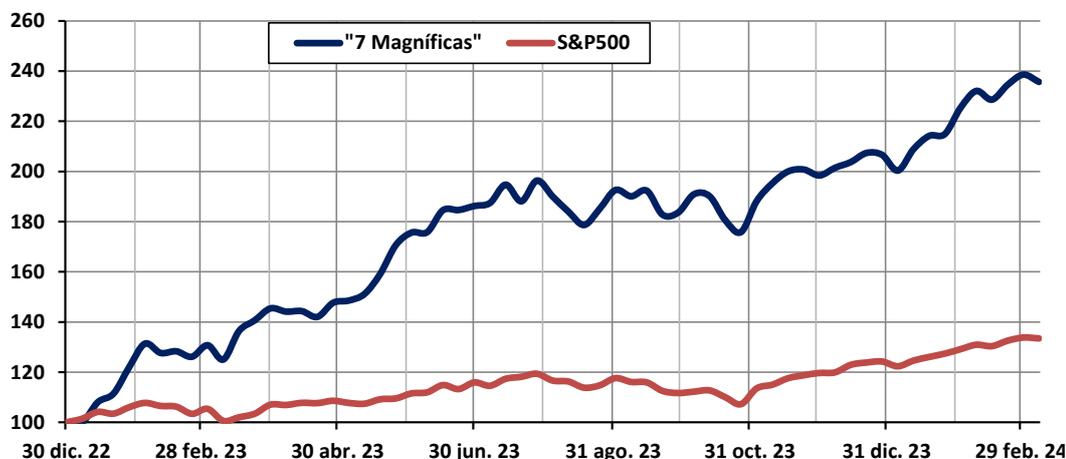
El optimismo respecto a las ganancias corporativas continúa siendo motorizado por el sector tecnológico, a partir del extraordinario potencial que se atribuye al desarrollo de la inteligencia artificial. El índice Nasdaq, donde están listadas las grandes empresas tecnológicas, sube 7% en lo que va de 2024 y acaba de superar el máximo histórico anterior de noviembre de 2021.

Una de las características principales del mercado accionario de EE.UU. en la postpandemia, es que suba que llevó a los índices a nuevos máximos históricos se explica por un número reducido de empresas, las tecnológicas más grandes, a las que en la jerga del mercado financiero se les ha dado la denominación de “**las 7 magníficas**”: Apple, Google, Microsoft, Nvidia, Meta, Tesla y Amazon. **En conjunto, alcanzan una capitalización de mercado de u\$s 12,25 Bn que representan 27% de la capitalización total del S&P500.**

Si se excluyera a este grupo del índice, la performance del S&P500 sería mucho menos destacada: desde fines de 2022, el subíndice de estas siete gigantes acumula una suba del 135% frente al 33% del S&P500 (véase el gráfico 8), que se reduce al 20% cuando se promedia todas las acciones del índice por igual sin ponderar por su capitalización de mercado. Sin

embargo, en los últimos meses se ha ido ampliando la base de sustento de la suba del mercado, con un creciente número de compañías aportando al crecimiento del índice, lo que podría indicar que hay una creciente convicción por parte de los inversores de que derivará en un mayor crecimiento potencial de toda la economía de EE.UU.

**GRÁFICO 8. EVOLUCIÓN DEL ÍNDICE S&P500 VS. EL GRUPO DE 7 GRANDES EMPRESAS TECNOLÓGICAS – 31-12-2022 = 100**



Nota: "7 magníficas": Apple, Google, Microsoft, Nvidia, Meta, Tesla y Amazon  
 Fuente: Bloomberg

La sensación de "euforia" que se vive en el mercado accionario de EE.UU. también se puede observar en otros mercados, siendo el ejemplo más notorio el de las criptomonedas, que, en el caso del Bitcoin, la más difundida, acumula una suba del 154% desde octubre de 2023, volviendo velozmente a los máximos de u\$s 69.000 alcanzado en noviembre de 2021, antes de caer a u\$s 15.000 a fines de 2022.

La última escalada está impulsada por la habilitación por parte de la comisión de valores de EE.UU. (SEC por su sigla en inglés) para la cotización pública de fondos cerrados que invierten en criptomonedas y buscan replicar su desempeño.

## 2. China: Meta de 5% de crecimiento para 2024.

En la reunión anual del Congreso Nacional del Pueblo (CNP) a principios de marzo, el gobierno presentó su informe de trabajo con las metas económicas para 2024, fijando un crecimiento del PIB de "alrededor del 5%" para 2024. Se trata de una meta ambiciosa, que se ubica por encima de las proyecciones más recientes del FMI (4,6% en la actualización de enero de 2024) y del consenso de analistas del sector privado que elabora Bloomberg (que también se ubica en 4,6% en el último relevamiento de principios de marzo).

Si bien implica una leve desaceleración respecto al 5,2% que se registró en 2023, la base de comparación este año es mucho más exigente, ya que el año pasado comparaba contra un año 2022 muy flojo, que había sido afectado negativamente por las cuarentenas estrictas para combatir el Covid, registrando un crecimiento de sólo 3%. La tasa de crecimiento promedio anual compuesto para el bienio 2022-2023 arroja 4,1%. Teniendo en cuenta las dificultades recientes que ha mostrado la economía china, especialmente en el sector inmobiliario, sin que las medidas de estímulo hasta el momento hayan conseguido superarlas, la meta de 5% constituye un desafío para el gobierno.

En el Cuadro 4 se presentan las principales metas económicas para 2024, junto con las proyecciones que se habían planteado para 2023 y los valores efectivamente realizados de dichas variables en el año 2023. En el mismo se puede apreciar, que las proyecciones para 2024 son muy similares a las fijadas para 2023.

El desvío más significativo se dio en la meta de inflación, ya que la debilidad de la recuperación económica en la primera parte del año dejó a China cerca de la deflación. De hecho, a enero de 2024, la inflación minorista arrojó una variación interanual de -0,8%. La meta de inflación de 3% para 2024 también se ubica muy por encima de las estimaciones privadas de 0,8%.

**CUADRO 4. CHINA. METAS ECONÓMICAS OFICIALES PARA 2024**

		Meta 2024	Realizado 2023	Meta 2023
<b>Crecimiento del PIB</b>	%	En torno a 5	5,2	En torno a 5
<b>Inflación Minorista</b>	%	3,0	0,2	3,0
<b>Déficit Fiscal</b>	% del PIB	3,0	3,8	3,0
<b>Emisión de Bonos</b>			4,0	3,8
para gobiernos locales	CNY bn	3,9		
Bonos "ultra largos"		1,0		
<b>Creación de Empleo Urbano</b>	Millones	Más de 12	12,44	En torno a 12
<b>Tasa de Desempleo</b>	%	En torno a 5,5	5,2	En torno a 5,5

Fuente: Bloomberg

Entre las metas fiscales, sobresale la emisión de bonos “super largos” para financiar obras de infraestructura. La meta de déficit fiscal del 3% del PIB para 2024, a priori no muestra ninguna ampliación respecto a la meta de 2023, y representa una reducción respecto al déficit fiscal que efectivamente se registró el año pasado, lo que se contrapone con la necesidad de aplicar estímulos adicionales para alcanzar las metas de crecimiento e inflación. Sin embargo, la meta de déficit fiscal corresponde a una medición estrecha del déficit que abarca solo al gobierno central. Si se incluye la emisión de bonos para financiar el déficit de los gobiernos provinciales, las empresas públicas y los vehículos especiales de inversión, el déficit fiscal “consolidado” es mucho más elevado, en torno al 8% del PIB e implica una expansión de alrededor de 1% del PIB respecto al déficit registrado en 2023. Un componente clave de dicha expansión fiscal es la emisión de bonos “super largos”, con vencimiento a más de 30 años, para financiar obras de infraestructura por CNY 1bn, equivalente a US\$139.000m. Además de la expansión fiscal, también se esperan nuevas medidas de estímulo monetario, tras la baja de tasas de interés de principios de año, se esperan como mínimo nuevas reducciones de encajes y más medidas específicas para promover el crédito sectorial.

Si bien las metas de crecimiento e inflación parecen difíciles de alcanzar, son una señal de determinación del gobierno para lograrlo, ya que se supone que hará todo lo que esté a su alcance para no incumplirlas. Esto se refleja en que, en esta ocasión, los inversores parecen dar algo más de crédito en que las medidas de estímulo logran su cometido. Desde principios de febrero el índice Shanghai Compuesto, el principal índice bursátil de China muestra una recuperación de 15%, tras haberse derrumbado a los mínimos alcanzados en plena pandemia. Si bien todavía es temprano para abrir un juicio definitivo, ya que en el último año hubo varios episodios en que el mercado accionario tuvo una reacción positiva inicial al anuncio de medidas de estímulo, pero no duraron, en esta ocasión la inyección de confianza parece más convincente.

**EL CONFLICTO EN YEMEN Y LA ECONOMÍA EUROPEA**

Leandro Marcarian

**El conflicto en Yemen ha recrudecido y barcos que ingresan al Mar Rojo rumbo al Canal de Suez están siendo atacados con mayor frecuencia. Esto afectan a más del 40% del comercio entre Asia y Europa, y puede tener impacto directo en la inflación de la Unión Europea y de varios países asiáticos.**

1. Contexto y actualidad

Como consecuencia de la guerra en Gaza, con casi 27.000 víctimas en el enclave, según el Ministerio de Sanidad del territorio, dirigido por Hamás, el Frente Armado Huti (musulmanes chiitas de Yemen), se erigieron como defensores de la población de Gaza frente a Israel, enfrentándose al Estado judío. Desde mediados de noviembre de 2023, los rebeldes atacan buques comerciales en el Mar Rojo y el estrecho de Bab al-Mandab. El Mar Rojo es una vía fluvial vital que conecta con el Canal de Suez, por donde pasa entre el 10% y el 15% del comercio mundial. Las actividades del grupo han cerrado de hecho la ruta comercial a la mayoría de los portacontenedores, ya que los buques se alejan de la vía navegable en medio de los ataques.

El deterioro de la situación de seguridad ha obligado a los transportistas a desviar los buques alrededor del extremo sur de África, un desvío que puede añadir 3.000 millas náuticas y de 8 a 10 días al viaje. Por ejemplo, los buques que navegan

de China al Reino Unido tienen que recorrer 8.000 millas más si evitan el Mar Rojo y el Canal de Suez y rodean el extremo sur de África.<sup>3</sup>

Por este conflicto armado los ataques dirigidos por los hutíes en el Mar Rojo desde noviembre de 2023 han llevado a los principales actores de la industria naviera a interrumpir temporalmente los tránsitos por Suez y buscar otras rutas. El organismo calcula que el volumen de comercio que pasa por el Canal de Suez ha disminuido un 42% en los dos últimos meses. Según datos de febrero de la Conferencia de las Naciones Unidas para el Comercio y el Desarrollo (UNCTAD), más de 300 buques de contenedores (alrededor del 20% del total destinado al comercio internacional), optaban por rutas alternativas al Canal de Suez. A partir del inicio de los ataques en Yemen, los principales operadores del sector marítimo han interrumpido temporalmente los tránsitos por el Canal de Suez, optando en su lugar por rodear a Sudáfrica. Los tránsitos semanales de portacontenedores son un 67% inferiores a los de hace un año.

## 2. Consecuencias en Europa

Como consecuencia de las perturbaciones comerciales en las inmediaciones del Canal de Suez, las empresas globales de transporte comercial marítimo están utilizando alternativas (evitando el Mar Rojo y rodeando el Cabo de Buena Esperanza), afectando considerablemente los costos del transporte de bienes. Esto está provocando un aumento de las tarifas de transporte marítimo, con un costo unitario aproximado de 8.000 dólares americanos por contenedor, (casi 3 veces la tarifa del valor unitario promedio previo al conflicto en Yemen)<sup>4</sup>. Además, el desvío añade unos 10 días o 3.500 millas náuticas a la distancia habitual, lo que ha incrementado las primas de los seguros. Según Xeneta Shipping Index (índice de tarifas de transporte de contenedores), se ha producido un aumento del 124% en las tarifas de flete entre Extremo Oriente y el Norte de Europa.

El desvío de buques de porta contenedores por el sur del continente africano, según Marcus Beker, han provocado un aumento del costo de seguro por buque (principalmente por el riesgo de ser interceptado por rebeldes o piratas de la región). El costo de asegurar un buque mercantil de contenedores se incrementó en un 700% por buque (0,7% del costo de la mercadería transportada en comparación con el 0,01% previo al conflicto). En consecuencia, no solo se observa retrasos y complicaciones en el transporte marítimo de bienes y mercancías, sino existe además una transferencia del aumento de costos (principalmente de seguro y flete) a precios. Es decir, impacta en el nivel de inflación de los países importadores.

Según cifras de UNCTAD, el Mar Rojo representa el 12% del comercio mundial de petróleo (via marítima), lo cual el conflicto en el Estrecho de Ormuz (considerado el principal punto de estrangulamiento para el tránsito de petróleo global), han provocado un aumento del precio del petróleo, con el Brent alcanzando un valor de 80 dólares estadounidenses. Mas aun, a partir del inicio del conflicto entre Rusia y Ucrania, el comercio de crudo aumentó más de 60% (según cifras UNCTAD) debido al aumento de demanda del mercado europeo, importando petróleo de los productores de Oriente Medio a través del Canal de Suez como consecuencia (y alternativa) de las sanciones impuestas a Rusia por parte de la Unión Europea. La UNCTAD calcula que alrededor de la mitad del aumento de los precios de los alimentos observado en 2022 se debió al encarecimiento del transporte.

La crisis del Mar Rojo está provocando importantes interrupciones en los envíos de cereales y otros productos básicos procedentes de Europa, Rusia y Ucrania. Esta situación está provocando un aumento de los costos para los consumidores y plantea graves riesgos para la seguridad alimentaria mundial, especialmente en regiones como África Oriental, Asia Meridional, Sudeste Asiático y Asia Oriental, que dependen en gran medida de las importaciones de trigo procedentes de Europa y de la zona del Mar Negro.

## 3. Potenciales riesgos

El conflicto en el Mar Rojo está afectando a una de las rutas comerciales más importantes de abastecimiento de Europa, donde se concentra más del 40% del comercio entre Asia y Europa – principal y casi única ruta comercial con Medio Oriente. Como consecuencia, Europa puede sufrir potenciales mayores costos de la energía, retrasos en los envíos y un retorno de la inflación que se traduzca en tipos de interés más altos. Las perturbaciones podrían traducirse en un aumento de la y un estancamiento en el consumo de bienes importados principalmente. Mas aun, este conflicto puede acelerar la transición

<sup>3</sup> Reporte realizado a Vicent Clerc, CEO of Maersk 17 de enero de 2024 con CNN en la conferencia de Davos

<sup>4</sup> Datos según reporte realizado por Vortexa Ltd. 29 de enero de 2024

energética de la Unión Europea para bajar su dependencia relativa de la importación de fuentes fósiles, acelerando el Pacto Verde Europeo.<sup>5</sup>

A su vez, en materia de política económica, esto puede forzar al Banco Central Europeo (BCE) a mantener el nivel de la tasa de interés más alto durante más tiempo para que sus esfuerzos hasta ahora por combatir la inflación no pierdan impulso. Esto puede verse reflejado en una caída en los niveles de inversiones productivas y desalentar una potencial reactivación de la actividad económica y productiva del sector industrial.

Si este es el panorama probable, cualesquiera sean los bienes y mercaderías que sean transportados a través del comercio marítimo, no sólo llegarán con periodos de atraso (y se normalizaran entregas más prolongadas), sino que los precios reflejarán el aumento de los costos. Esto se traducirá en precios más altos a los consumidores, lo que a su vez provocará un aumento general de la inflación (y un potencial nuevo piso para la economía europea en general).

---

<sup>5</sup> El [Pacto Verde Europeo](#) es un paquete de iniciativas políticas cuyo objetivo es situar a la UE en el camino hacia una transición ecológica, con el objetivo último de alcanzar la neutralidad climática de aquí a 2050.

**INDICADORES Y EVENTOS**

2024		Marzo				
LUNES	MARTES	MIÉRCOLES	JUEVES	VIERNES	SÁBADO	DOMINGO
26	27	28	29	1	2	3
4	5	6	7	8	9	10
		INDEC: Índice de producción industrial manufacturero (IPI manufacturero). Enero de 2024. Indicadores de coyuntura de la actividad de la construcción. Enero de 2024.	Banco Central Europeo: Reunión de Política Monetaria.	U.S. Bureau of Labor Statistics (EE.UU.): Situación del Empleo. Febrero de 2024.		
11	12	13	14	15	16	17
	INDEC: Índice de precios al consumidor (IPC). Cobertura nacional. Febrero de 2024. IBGE (Brasil): IPC Amplio. Febrero de 2024. U.S. Bureau of Labor Statistics (EE.UU.): Índice de Precios al Consumidor (IPC). Febrero de 2024.	INDEC: Utilización de la capacidad instalada en la industria (UCII). Enero de 2024.	U.S. Bureau of Labor Statistics (EE.UU.): Índice de Precios al Productor. Febrero de 2024.			
18	19	20	21	22	23	24
Banco de Japón: Reunión de Política Monetaria.	INDEC: Índice del costo de la construcción (ICC). Febrero de 2024. Sistema de índices de precios mayoristas (SIPM). Febrero de 2024. Intercambio comercial argentino (ICA). Febrero de 2024. Reserva Federal (EE.UU.): Reunión del Comité de Mercado Abierto (FOMC). Banco de Japón: Reunión de Política Monetaria. Banco Central de Brasil: Reunión del Comité de Política Monetaria (COPOM).	INDEC: Informe de avance del nivel de actividad. Cuarto trimestre de 2023. Mercado de Trabajo. Tasas e indicadores socioeconómicos. 4° Trimestre de 2023. Reserva Federal (EE.UU.): Reunión del Comité de Mercado Abierto (FOMC). Banco Central de Brasil: Reunión del Comité de Política Monetaria (COPOM).	INDEC: Encuesta de supermercados. Enero de 2024. Encuesta de autoservicios mayoristas. Enero de 2024. Encuesta nacional de centros de compras. Enero de 2024. Banco de Inglaterra: Reunión del Comité de Política Monetaria.	INDEC: Índice de salarios. Noviembre de 2023.		
25	26	27	28	29	30	31
INDEC: Balanza de pagos, posición de inversión internacional y deuda externa. 4° trimestre de 2023.	INDEC: Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE). Enero de 2024.	INDEC: Índice de Salarios. Enero de 2024 Incidencia de la pobreza y de la indigencia (EPH), 2° semestre de 2023. Dotación de personal de la administración pública nacional, empresas y sociedades. Febrero de 2024.				

## ANEXO ESTADÍSTICO

Indicador	Feb-23	Mar-23	Abr-23	May-23	Jun-23	Jul-23	Ago-23	Sep-23	Oct-23	Nov-23	Dic-23	Ene-24	Feb-24
<b>Precios</b>													
IPC Nacional (INDEC) Var. % m/m	6,6%	7,7%	8,4%	7,8%	6,0%	6,3%	12,4%	12,7%	8,3%	12,8%	25,5%	20,6%	13,2%
IPC Nac. Núcleo Var. % m/m	7,7%	7,2%	8,4%	7,8%	6,5%	6,5%	13,8%	13,4%	8,8%	13,4%	28,3%	20,2%	12,3%
IPC Alim. y beb. no alc. Var. % m/m	9,8%	9,3%	10,1%	5,8%	4,1%	5,8%	15,6%	14,3%	7,7%	15,7%	29,7%	20,4%	11,9%
IPC Nacional (INDEC) Var. % a/a	102,5%	104,3%	108,8%	114,2%	115,6%	113,4%	124,4%	138,3%	142,7%	160,9%	211,4%	254,2%	276,2%
IPC Nac. Núcleo Var. % a/a	100,4%	102,0%	105,2%	110,3%	113,1%	111,5%	125,3%	142,2%	149,7%	170,3%	229,4%	275,9%	291,9%
IPC Alim. y beb. no alcohólicas Var. % a/a	102,6%	106,6%	115,0%	117,8%	116,9%	116,3%	133,5%	150,1%	153,8%	183,6%	251,3%	296,2%	303,8%
IPC GBA (INDEC) Var. % m/m	6,7%	7,8%	8,6%	8,0%	5,8%	6,2%	12,3%	12,2%	8,6%	12,9%	25,1%	19,6%	15,0%
IPC GBA Núcleo Var. % m/m	7,5%	6,8%	8,4%	7,9%	6,5%	6,4%	13,5%	12,7%	9,2%	13,8%	28,5%	19,0%	12,9%
IPCBA (CABA) Var. % m/m	6,0%	7,1%	7,8%	7,5%	7,1%	7,3%	10,8%	12,0%	9,4%	11,9%	21,1%	21,7%	14,1%
IPC GBA (INDEC) Var. % a/a	103,1%	105,3%	109,9%	116,3%	117,0%	114,6%	125,2%	138,3%	142,9%	161,2%	210,1%	249,9%	277,1%
IPC GBA Núcleo Var. % a/a	102,2%	103,6%	106,2%	112,0%	114,5%	112,4%	125,5%	140,9%	148,6%	169,8%	228,3%	270,2%	288,8%
IPCBA (CABA) Var. % a/a	103,1%	105,5%	110,4%	114,4%	118,6%	117,9%	127,3%	140,9%	146,4%	160,6%	198,4%	238,5%	264,5%
<b>Expectativas de Inflación (UTDT)</b>													
Mediana	80,0	80,0	90,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	150,0	150,0	100,0
Media	69,9	75,4	82,0	96,4	94,1	89,6	90,9	99,1	115,9	107,2	225,9	230,0	170,8
<b>Indicadores Fiscales SPNF (Var. % a/a)</b>													
Ingresos Totales	85,6%	60,7%	71,9%	104,8%	115,0%	95,1%	136,1%	95,4%	133,9%	173,2%	150,4%	256,7%	252,5%
Gastos Totales	109,2%	69,6%	84,6%	114,6%	106,0%	127,9%	105,3%	125,9%	134,2%	137,5%	302,7%	148,9%	152,8%
Ingr. Primarios (sin Rentas de la Prop.)	83,1%	78,1%	87,0%	106,3%	114,1%	102,1%	137,2%	97,1%	127,7%	165,5%	145,6%	254,4%	249,9%
Gastos Primarios	95,0%	69,0%	88,7%	98,2%	109,8%	118,9%	113,0%	129,8%	138,5%	148,2%	200,9%	114,6%	139,3%
<b>Recursos tributarios (Var. % a/a)</b>													
Recaudación total	82,3%	88,3%	90,2%	104,9%	109,2%	104,6%	134,6%	102,3%	127,4%	139,5%	156,7%	239,8%	240,9%
Dirección General Impositiva	111,5%	124,7%	102,0%	103,7%	107,8%	110,9%	142,1%	139,5%	127,2%	137,3%	150,3%	186,6%	220,8%
Dirección General de Aduanas	7,2%	17,2%	47,4%	97,3%	109,1%	66,6%	120,5%	42,3%	131,0%	144,5%	178,7%	538,3%	393,4%
Sistema de Seguridad Social	103,2%	113,0%	110,7%	117,8%	113,9%	127,2%	130,5%	125,1%	124,0%	141,2%	149,0%	161,7%	194,4%

Indicador	Feb-23	Mar-23	Abr-23	May-23	Jun-23	Jul-23	Ago-23	Sep-23	Oct-23	Nov-23	Dic-23	Ene-24	Feb-24
<b>Confianza del Consumidor (UTDT)</b>													
Indice	36,2	36,2	37,1	38,3	41,8	43,6	44,1	43,4	45,1	47,5	39,8	35,6	36,0
Var. % m/m	-6,1%	5,6%	-2,9%	3,3%	9,1%	4,3%	1,1%	-1,5%	4,0%	5,3%	-16,2%	-10,6%	1,2%
Var. % a/a	-8,2%	-2,0%	3,8%	5,5%	6,9%	25,4%	18,9%	16,6%	26,5%	35,2%	10,9%	-7,6%	-0,4%
<b>Indicadores de Actividad</b>													
EMAE (INDEC) Var. % a/a	0,1%	1,2%	-4,3%	-5,6%	-4,7%	-1,5%	0,1%	-0,7%	1,0%	-0,9%	-4,5%	s/d	s/d
Var m/m, sin estacionalidad	0,1%	-0,1%	-2,0%	-0,7%	-0,2%	2,5%	1,2%	-0,1%	0,0%	-1,4%	-3,1%	s/d	s/d
Uso Capacidad Instalada Industria Manufacturera (INDEC)	65,0%	67,3%	68,9%	67,8%	68,6%	65,0%	67,9%	67,9%	65,3%	66,4%	54,9%	54,6%	s/d
Venta de autos O Km (ADEFA) Var. % a/a	18,5%	12,6%	9,5%	14,5%	18,5%	5,1%	3,8%	25,1%	23,3%	-15,6%	-25,2%	-27,9%	10,3%
Var m/m, con estacionalidad	36,2%	26,4%	-11,3%	14,2%	14,3%	-29,9%	-2,1%	42,9%	-5,8%	-27,2%	-15,6%	-36,9%	108,5%
Producción Industrial (FIEL) Var. % a/a	-2,2%	0,2%	0,6%	-3,4%	-2,6%	-4,1%	-1,0%	-0,3%	-0,4%	-0,1%	-5,6%	-6,3%	s/d
Var m/m, desest.	-0,9%	2,5%	-1,2%	-0,8%	0,9%	-2,3%	1,5%	-1,1%	-2,6%	1,9%	-4,0%	-0,9%	s/d
Producción Industrial (INDEC) Var. % a/a	-1,6%	3,4%	1,7%	1,0%	-2,5%	-4,0%	-3,1%	-3,3%	-0,7%	-4,8%	-12,8%	-12,4%	s/d
ISAC (INDEC) Var. % a/a	-6,3%	1,2%	-4,0%	-2,9%	-2,8%	-5,8%	-3,0%	-4,5%	3,0%	-2,1%	-12,2%	-21,7%	s/d
Construcción (Grupo Construya) Var. % a/a	-10,7%	-9,1%	-12,4%	-9,2%	-7,5%	-13,2%	-7,5%	-9,0%	4,8%	-4,7%	-17,4%	-29,2%	-26,8%
Var. % m/m, desest.	8,0%	-4,6%	8,2%	1,1%	0,9%	-2,0%	-1,1%	-5,9%	15,0%	-13,7%	-14,8%	-19,7%	6,8%
Despachos de Cemento (AFCP) Var. % a/a	-5,1%	5,6%	-1,3%	-2,0%	-2,4%	-7,2%	-1,6%	-7,8%	-0,2%	-10,8%	-12,7%	-20,0%	-23,6%
<b>Indicadores del Sector Externo</b>													
Exportaciones en USD	5.239	5.735	5.898	6.203	5.450	6.060	5.854	5.751	5.385	4.923	5.273	5.398	s/d
Var. % a/a	-18,8%	-22,0%	-29,3%	-24,8%	-35,4%	-22,4%	-22,4%	-23,5%	-32,4%	-30,9%	-13,8%	9,6%	s/d
Importaciones en USD	5.029	6.846	6.091	7.357	7.177	6.709	6.865	6.525	5.839	5.482	4.255	4.601	s/d
Var. % a/a	-10,7%	-3,3%	-11,5%	-6,7%	-17,2%	-19,1%	-12,4%	-8,6%	-3,9%	-4,9%	-15,2%	-14,3%	s/d
Saldo Comercial en USD	210	-1.111	-193	-1.154	-1.727	-649	-1.011	-774	-454	-559	1.018	797	s/d
Precios Materias Primas BCRA (dic 2001=100)	325,9	313,7	311,0	291,7	297,8	308,1	298,3	291,4	285,3	287,4	279,8	267,5	262,1
Var. % a/a	-1,4%	-14,7%	-16,3%	-21,7%	-18,5%	-8,8%	-12,4%	-12,0%	-12,8%	-13,0%	-12,9%	-18,3%	-19,6%

Indicador	Feb-23	Mar-23	Abr-23	May-23	Jun-23	Jul-23	Ago-23	Sep-23	Oct-23	Nov-23	Dic-23	Ene-24	Feb-24
<b>Indicadores Monetarios (saldos promedios mensuales)</b>													
<b>Base Monetaria (\$ M.M.)</b>	<b>5.237</b>	<b>5.167</b>	<b>5.201</b>	<b>5.394</b>	<b>5.600</b>	<b>6.105</b>	<b>6.397</b>	<b>6.527</b>	<b>7.145</b>	<b>7.807</b>	<b>9.144</b>	<b>10.250</b>	<b>10.475</b>
Circulante	4.086	4.071	4.154	4.299	4.505	4.927	5.184	5.270	5.777	5.977	6.834	7.468	7.622
Otros pasivos BCRA en mon. local: (a) + (b) + (c)	14.360	15.311	16.458	18.073	19.751	21.087	23.748	26.781	27.987	29.430	31.019	35.593	42.131
(a) Deuda Remun (LELIQ+NOCOM)	8.559	8.930	9.618	10.719	11.645	12.563	13.425	14.823	14.076	12.510	3.608	464	3.709
(b) Pasivos netos por pasés	2.464	2.874	3.100	3.271	3.694	3.801	5.154	5.795	7.968	10.757	20.770	27.217	28.271
(c) Depósitos del Gobierno	3.337	3.507	3.739	4.083	4.413	4.723	5.169	6.163	5.943	6.164	6.640	7.912	10.151
<b>Reservas intern. brutas (U\$S M.M.)</b>	<b>39,9</b>	<b>37,9</b>	<b>37,0</b>	<b>33,5</b>	<b>31,9</b>	<b>26,1</b>	<b>25,3</b>	<b>27,5</b>	<b>25,2</b>	<b>21,4</b>	<b>21,9</b>	<b>24,3</b>	<b>27,0</b>
<b>Dep. en mon.ext. en BCRA (U\$S M.M.)</b>	<b>19,6</b>	<b>19,3</b>	<b>18,5</b>	<b>17,8</b>	<b>17,6</b>	<b>17,8</b>	<b>17,6</b>	<b>17,1</b>	<b>16,8</b>	<b>16,7</b>	<b>16,9</b>	<b>18,3</b>	<b>18,5</b>
<b>(BaseMon.+ Pas.noMon.)/(Rvas.Int.Brut - Dep.en U\$S en BCRA)</b>	<b>965,3</b>	<b>1.100,9</b>	<b>1.170,1</b>	<b>1.494,6</b>	<b>1.779,2</b>	<b>3.301,6</b>	<b>3.912,9</b>	<b>3.210,4</b>	<b>4.174,9</b>	<b>7.882,5</b>	<b>8.018,1</b>	<b>7.615,1</b>	<b>6.244,8</b>
<b>Tipo de cambio mayorista bancos (\$ / U\$S)</b>	<b>191,9</b>	<b>203,1</b>	<b>216,6</b>	<b>231,2</b>	<b>248,8</b>	<b>266,5</b>	<b>322,1</b>	<b>350,0</b>	<b>350,0</b>	<b>353,8</b>	<b>642,0</b>	<b>818,3</b>	<b>834,9</b>
<b>Depósitos bancarios (saldos promedios mensuales)</b>													
<b>Total depósitos (\$ M.M.)</b>	<b>23.777</b>	<b>24.963</b>	<b>26.417</b>	<b>28.620</b>	<b>30.849</b>	<b>33.085</b>	<b>36.659</b>	<b>39.367</b>	<b>41.545</b>	<b>42.875</b>	<b>50.601</b>	<b>62.445</b>	<b>66.211</b>
Sector privado	19.999	21.098	22.299	23.838	25.649	27.479	30.452	32.534	34.161	34.904	42.110	51.038	52.564
Sector público	3.778	3.865	4.118	4.782	5.200	5.606	6.207	6.833	7.385	7.971	8.491	11.407	13.647
<b>En moneda local (\$ M.M.)</b>	<b>20.019</b>	<b>21.043</b>	<b>22.435</b>	<b>24.496</b>	<b>26.479</b>	<b>28.340</b>	<b>31.013</b>	<b>33.379</b>	<b>35.659</b>	<b>36.981</b>	<b>39.843</b>	<b>47.469</b>	<b>50.755</b>
Sector privado	16.859	17.788	18.891	20.303	21.816	23.362	25.558	27.287	29.051	29.870	32.845	38.115	39.216
Sector público	3.160	3.254	3.544	4.192	4.663	4.978	5.455	6.092	6.608	7.111	6.998	9.355	11.539
<b>En moneda extranjera (\$ M.M.)</b>	<b>3.758</b>	<b>3.921</b>	<b>3.982</b>	<b>4.125</b>	<b>4.370</b>	<b>4.745</b>	<b>5.646</b>	<b>5.988</b>	<b>5.886</b>	<b>5.894</b>	<b>10.759</b>	<b>14.976</b>	<b>15.456</b>
Sector privado	3.141	3.309	3.408	3.535	3.834	4.117	4.894	5.247	5.110	5.034	9.266	12.924	13.348
Sector público	618	611	574	590	537	628	752	741	777	860	1.493	2.052	2.108
<b>En moneda extranjera (U\$S M.M.)</b>	<b>19,6</b>	<b>19,3</b>	<b>18,5</b>	<b>17,8</b>	<b>17,6</b>	<b>17,8</b>	<b>17,6</b>	<b>17,1</b>	<b>16,8</b>	<b>16,7</b>	<b>16,9</b>	<b>18,3</b>	<b>18,5</b>
Sector privado	16,4	16,3	15,8	15,3	15,4	15,5	15,2	15,0	14,6	14,2	14,5	15,8	16,0
Sector público	3,2	3,0	2,7	2,6	2,2	2,4	2,3	2,1	2,2	2,4	2,4	2,5	2,5
<b>Tasas de interés nominales</b>													
<b>Tasa de control monetario BCRA (% anual) Prom. mensual</b>	<b>75,0</b>	<b>76,5</b>	<b>80,3</b>	<b>94,3</b>	<b>97,0</b>	<b>97,0</b>	<b>109,4</b>	<b>118,0</b>	<b>127,0</b>	<b>133,0</b>	<b>117,4</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>Tasas activas (% anual)</b>													
Call en pesos entre bancos privados	63,7	64,2	66,0	81,8	84,9	86,2	97,6	102,4	109,0	111,3	102,9	92,2	91,8
Adel. cta.cte. en pesos a empresas no financ. por \$ 10 M o más, con acuerdo, de 1 a 7 días	75,1	75	76,3	88,7	92,2	91,8	102,73	113,51	121,76	128,33	112,05	103,95	103,55
Préstamos personales	79,6	79,6	80,9	93,6	103,7	102,4	109,97	102,04	116,37	134,56	138,56	135,86	124,58
<b>Tasas pasivas (% anual)</b>													
BADLAR	68,9	70,2	73,6	88,9	91,5	92,0	103,1	112,4	120,6	128,0	120,1	107,5	107,4
Plazo fijo en \$ hasta \$ 100.000	73,5	75,0	78,0	92,2	95,4	95,5	106,6	115,7	123,6	130,6	120,8	108,2	108,0
Plazo fijo en \$ más de \$ 1.000.000	68,1	69,5	72,9	88,1	90,9	91,1	102,6	112,0	119,9	127,1	119,8	106,7	106,3