

# Informe Económico Mensual



**USAL**  
UNIVERSIDAD  
DEL SALVADOR

Instituto de Investigación

Nº 209 Año 22 –25 de septiembre de 2022

Escriben: Adolfo Bosch, Héctor Rubini y Jorge Viñas

## EL DATO DEL MES

**La deuda del BCRA.** El 22 de septiembre la deuda de la autoridad monetaria por letras y pases pasivos llegó al nivel récord histórico de \$ 8,35 billones (equivalente a casi el doble de la base monetaria).

## LO QUE HAY QUE SABER

**Argentina: calma transitoria, sin rumbo definido.** El avance de los juicios contra la vicepresidenta y el fallido atentado contra su persona han agravado la conflictividad política. La “paz cambiaria” de la primera quincena de septiembre llegó a su fin cuando el BCRA prohibió las compras de dólares a productores de soja que vendieron grano a un dólar a \$200. Esa decisión ha dañado prematuramente la confianza que requiere el Gobierno para enfrentar meses con subas de tarifas públicas, inflación y conflictividad social.

**Escenario global: las alarmas suenan más fuertes.** La persistencia de la elevada inflación está forzando a los bancos centrales a adoptar políticas monetarias cada vez más restrictivas, pese a las señales de desaceleración de la actividad económica. Esto aumenta el temor a una recesión mundial en 2023, y está fortaleciendo al dólar respecto de las demás monedas.

**Elecciones en Suecia e Italia.** En las elecciones generales de ambos países triunfaron los candidatos de derecha. En Suecia el bloque liderado por los Demócratas de Suecia (ahora la 2ª fuerza del país) se impuso en las elecciones del 11 de septiembre y ahora cuenta con la mayoría de las bancas en el Parlamento. En Italia, en las elecciones generales del 25 de septiembre triunfó Giorgia Meloni, de una coalición de derecha, que también obtuvo la mayoría parlamentaria. Ambos resultados podrían debilitar a la Unión Europea en el conflicto con Rusia, que además de cortar el suministro de gas, ahora amenaza con utilizar armas nucleares.





## LO QUE VIENE

**Argentina y el dólar.** Se esperan más restricciones cambiarias para las próximas semanas, incluyendo un nuevo tipo de cambio diferenciado para gastos en turismo en el exterior.

**Elecciones presidenciales en Brasil.** Para los comicios del próximo 2 de octubre, las encuestas de intención de voto descuentan el triunfo de Luiz Inácio “Lula” Da Silva, pero no le alcanzaría para ganar la presidencia en primera vuelta. El eventual ballotage con el actual presidente Jair Bolsonaro está previsto para el 30 de octubre.

**Europa, el gas y la guerra en Ucrania.** Se espera que el conflicto en Ucrania se intensifique en los próximos meses, y que Rusia corte todo el suministro de gas a Europa en el próximo invierno. Los países de la Unión Europea han tomado previsiones, pero se esperan cuellos de botella en el abastecimiento de gas natural licuado importado al menos hasta el año 2025.

## PRINCIPALES INDICADORES HASTA FIN DE AGOSTO DE 2022

	2022 Mayo	Junio	Julio	Agosto	Tendencia hasta julio 2022
<b>IPC</b> Var. % mensual	5,1%	5,3%	7,4%	7,0%	
<b>IPC</b> Var. % interanual	60,7%	64,0%	71,0%	78,5%	
<b>Industria</b> % uso capacidad instalada	68,4%	69,1%	s.d.	s.d.	
	2022 Mayo	Junio	Julio	Agosto	Tendencia hasta agosto 2022
<b>LELIQ</b> Tasa % nominal anual en \$ al último día del mes	49,0%	52,0%	60,0%	69,5%	
<b>EMBI Arg.</b> Riesgo país en puntos básicos al último día del mes	1.918	2.428	2.398	2.385	Estable
<b>IVA DGI</b> Recaudación Mensual Var. % interanual.	66,3%	78,7%	79,4%	75,2%	
<b>Dólar</b> \$/U\$S mayorista promedio bancos al último día del mes	120,2	125,2	131,2	138,7	
<b>Depósitos en pesos</b> Sector privado Var. % mensual de saldos promedios mensuales	6,1%	8,1%	9,3%	3,0%	
<b>Depósitos en dólares</b> Sector privado Var. % mensual de saldos promedios mensuales	0,3%	1,3%	-3,2%	-3,1%	

## PRECIOS, ACTIVIDAD Y COMERCIO EXTERIOR

### INDICADORES MÁS RECIENTES

Adolfo Bosch

#### I. PRECIOS

	VARIABLE	FUENTE	Período	Unidad	Valor	Período anterior	
PRECIOS	IPC Nacional	INDEC	Agosto 2022	Var. % mensual	7,0%	7,4%	
				Var.% interanual	78,5%	71,0%	
	IPC G.B.A	INDEC	Agosto 2022	Var. % mensual	7,0%	7,4%	
				Var.% interanual	79,1%	71,8%	
	IPC C.A.B.A	Dirección General de Estadística y Censos. GCBA	Agosto 2022	Var. % mensual	6,2%	7,7%	
				Var.% interanual	74,6%	69,2%	

#### II. ACTIVIDAD

	VARIABLE	FUENTE	Período	Unidad	Valor	Período anterior	
DEMANDA INTERNA	Ventas en Shoppings	INDEC	Junio 2022	Var. % i.a. acumulado vs. acum. año anterior a precios constantes	71,0%	63,0%	
	Ventas en Supermercados		Junio 2022	Var. % i.a. acumulado vs. acum. año anterior a precios constantes	2,5%	2,6%	
	Patentamiento autos 0 Km	ACARA	Agosto 2022	Var.% interanual	19,2%	16,8%	
ACTIVIDAD	Estimador Mensual de Actividad Económica	INDEC	Junio 2022	Var.% mensual (sin estacionalidad)	1,1%	0,3%	
				Var.% interanual	6,4%	7,4%	
	PBI		1er trim. 2022	Var. % ene-mar '22 vs ene-mar '21	6,0%	8,6%	
ACTIVIDAD INDUSTRIAL	IPI Manufacturero	INDEC	Julio 2022	Var.% interanual	5,1%	4,5%	
	Uso capacidad instalada		Julio 2022	% uso capacidad instalada	67,6%	69,1%	
CONSTRUCCIÓN	Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción		Julio 2022	Var.% interanual	5,2%	7,2%	
INGRESOS TRIBUTARIOS RELACIONADOS CON LA ACTIVIDAD INTERNA	IVA DGI (Bruto)	AFIP	Agosto 2022	Var % mensual	4,7%	8,2%	
				Var. interanual	75,2%	79,4%	
	Var % mensual			-17,8%	36,3%		
	Var. interanual			81,4%	79,2%		
	Var % mensual			-6,3%	11,0%		
Créditos y Débitos en Cta.Cte.			Var. interanual	82,4%	85,2%		

#### III. COMERCIO EXTERIOR

	VARIABLE	FUENTE	Período	Unidad	Valor	Período anterior	
COMERCIO EXTERIOR	Exportaciones	INDEC	Julio 2022	Nivel (U\$S M)	7.773	8.432	
				Var. % interanual	7,2%	20,3%	
	Importaciones			Nivel (U\$S M)	8.210	8.547	
				Var. % interanual	43,7%	44,6%	
	Saldo balanza comercial					Nivel (U\$S M)	-437

## PANORAMA DE ARGENTINA

### CALMA TRANSITORIA, SIN RUMBO DEFINIDO

Héctor Rubini

**El avance de los juicios contra la vicepresidenta y el fallido atentado contra su persona han agravado la conflictividad política. La “paz cambiaria” de la primera quincena de septiembre llegó a su fin cuando el BCRA prohibió las compras de dólares a productores de soja que vendieron grano a un dólar a \$200. Esa decisión ha dañado prematuramente la confianza que requiere el Gobierno para enfrentar meses con subas de tarifas públicas, inflación y conflictividad social.**

#### 1. *Clima político: tensiones innecesarias*

Con muy bajo margen de maniobra, el nuevo ministro inició la tarea de recuperar financiamiento para el sector público. El cumplimiento de las metas acordadas con el FMI, la aceleración de la inflación y la escasez de dólares del BCRA van a acompañar a la gestión de Alberto Fernández hasta el fin de su gestión en diciembre de 2023. La reversión del empobrecimiento y de la caída de la calidad de vida de no menos de un tercio de la población se tornan difíciles cuando el compromiso más firme con el FMI es el de actualizar las tarifas públicas (de inequívoco impacto inflacionario) sin una suficiente reversión del expansionismo fiscal y monetario de los últimos 3 años.

El rumbo futuro torna difícil imaginar un sendero estable. Las exigencias (bastante suaves) del FMI y la recuperación de cierta confianza de los inversores locales y del exterior requiere una política fiscal y monetaria más disciplinada, y el progresivo abandono de los controles de cambio que están bloqueando importaciones y afectando negativamente la competitividad de varias ramas de actividad. Por el otro, sostener un mínimo estándar de vida de cada vez más familias en condición de pobreza y de indigencia torna inevitable aumentar el gasto asistencial, algo que no parece ya viable. El nuevo equipo económico y las fuerzas políticas mayoritarias siguen a favor de seguir aumentando la presión tributaria, como lo ha confirmado el voto del pasado 15 de septiembre a favor del “consenso fiscal” de fin de 2002 que permitirá a las provincias aumentar significativamente la presión tributaria. **Sin reformas pro-mercado ni un programa de estabilización fiscal y monetaria convencional, las coordinadas básicas para el próximo año y medio son más que previsibles:**

- a) expansión fiscal financiada con emisión monetaria, endeudamiento interno y aportes de organismos internacionales;
- b) “esterilización” de la emisión monetaria y del ingreso de divisas de organismos y de exportadores vía aumento de la deuda del BCRA (LELIQ y pases), a costa de una suba permanente de tasas de interés;
- c) mantener los controles de cambio tratar de incentivar cierta “pesificación” de ahorros con tasas de interés a la suba;
- d) incentivar inversiones en sectores discrecionalmente elegidos por las autoridades como los “ganadores potenciales” bajo una dinámica de incentivos recurrentes a la demanda (plan Pro-Viaje y análogos) en este año y a partir de mediados de 2023 para que el oficialismo logre un desempeño aceptable en las elecciones presidenciales.

El escenario político muestra una ebullición del oficialismo que en cierta forma muestra un protagonismo mediático central de la vicepresidenta a partir del pedido de prisión por 11 años del fiscal Luciani en una causa judicial por obras de vialidad en la provincia de Santa Cruz. Luego de dicho pedido del día 22 de agosto pasado, la vicepresidenta respondió con duras acusaciones al poder judicial al día siguiente, con una militancia que comenzó a convocarse frente al Congreso y a su domicilio. Al día siguiente, sin embargo, el presidente sostuvo en una entrevista televisiva que “Nisman se suicidó, espero que no haga algo así el fiscal Luciani”, recibiendo muy fuertes críticas.

El clima político se tornó más tenso con las concentraciones en torno del domicilio de la vicepresidenta para apoyarla, con enfrentamientos con fuerzas policiales el sábado 27 de agosto. Sin embargo, el pico de tensión llegó al máximo el jueves 2 cuando un ciudadano brasileño logró acercarse a centímetros de la vicepresidenta y gatilló una pistola que no disparó ningún proyectil. El aparente intento de asesinato está bajo investigación, y a pesar de que ya hay 4 detenidos, las confusas versiones sobre su autoría hasta el presente no han podido aclaradas por las investigaciones judiciales. Los rumores sobre un aparente proyecto de “ley contra el odio”, inspirado en una regulación del régimen venezolano para perseguir periodistas y opositores políticos en ámbitos empresariales, académicos y en redes sociales, generaron fuerte rechazo. Por otro lado, más allá de la evolución de las investigaciones judiciales en curso, las encuestas de opinión muestran índices superiores al 50% de encuestados que creen que el episodio ha sido un montaje, y que corona una serie de apariciones públicas percibidas como **el lanzamiento de la candidatura de Cristina de Kirchner para las elecciones presidenciales del año próximo.**

De todas formas, no hay tanta discrepancia entre los bloques mayoritarios y tanto con votos propios como de opositores, que el jueves 15 de septiembre en la Cámara de Diputados convirtieron en ley (ya contaba con media sanción favorable de Senadores desde 10 de agosto), y probablemente también terminen aprobando el proyecto de Ley de Presupuesto 2023 presentado por el ministro Massa. Al igual que todos los años, el mensaje se basa en premisas macroeconómicas que generalmente no son tomadas demasiado en serio. Esta vez, lo llamativo es que, frente a una serie de subas ya anunciadas de tarifas públicas, para el año próximo se haya previsto una caída de la inflación de más de 30 puntos.

**CUADRO 1. PROYECCIONES MACROECONÓMICAS OFICIALES -PROYECTO LEY DE PRESUPUESTO 2023-**

		AÑO				
		2021	2022	2023	2024	2025
<b>PBI</b>	Var. % i.a.	10,4%	4,0%	2,0%	2,0%	2,0%
<b>Consumo privado</b>	Var. % i.a.	10,0%	6,5%	2,0%	1,9%	1,9%
<b>Consumo público</b>	Var. % i.a.	7,1%	5,2%	2,0%	1,9%	1,8%
<b>Inversión bruta fija</b>	Var. % i.a.	33,4%	10,0%	2,9%	2,9%	2,9%
<b>Exportaciones</b>	Var. % i.a.	9,2%	5,5%	7,1%	3,2%	3,2%
<b>Importaciones</b>	Var. % i.a.	22,0%	16,7%	2,0%	3,4%	4,8%
<b>Bienes y servicios</b>						
<b>Exportaciones</b>	U\$S Millones	<b>87.415</b>	<b>103.523</b>	<b>105.550</b>	<b>110.435</b>	<b>114.289</b>
	Var. % i.a.	35,7%	18,4%	2,0%	4,6%	3,5%
<b>Importaciones</b>	U\$S Millones	<b>72.362</b>	<b>95.772</b>	<b>93.203</b>	<b>98.237</b>	<b>104.931</b>
	Var. % i.a.	38,3%	32,4%	-2,7%	5,4%	6,8%
<b>Saldo</b>	U\$S Millones	<b>15.053</b>	<b>7.751</b>	<b>12.347</b>	<b>12.198</b>	<b>9.358</b>
<b>Tipo de cambio (dic.)</b>	\$ / U\$S	101,9	166,5	269,9	381,2	497,1
	Var. % i.a.		63,4%	62,1%	41,2%	30,4%
<b>IPC</b>	Var. % i.a.	50,9	95,0%	60,0%	44,0%	33,0%

Fuente: Mensaje del Proyecto de Ley de Presupuesto General de la Administración Nacional para el Ejercicio Fiscal del año 2023.

Bajo estas premisas, el proyecto de ley para 2023 prevé para los ingresos fiscales un aumento de 78,1% y para los gastos totales de 71,2%. Para todo este año el Ejecutivo prevé ingresos por \$ 12,5 billones, gastos primarios por \$ 15,5 billones y gastos totales por 16,8 billones, con un resultado primario por \$ 2.9 billones y un déficit financiero de \$ 4.4 billones. Para 2023 el proyecto de ley estima ingresos fiscales totales por \$ 22.3 billones, gastos primarios por \$ 26 billones, y gastos totales por \$ 28,7 billones, resultando un déficit primario de \$ 3,7 billones (27,7% superior al estimado para 2022) y un déficit financiero (total) por \$ 6,39 billones (50,9% mayor al de 2022). **En términos del PBI, el gobierno estima que 2022 cierra con un déficit primario de 3,6% del PBI y un déficit financiero de 5,2% del PBI, y para 2023 un déficit primario un 2,5% del PBI y un déficit financiero de 4,3% del PBI.**

En cuanto al financiamiento, el empeoramiento del resultado el financiero - por \$ 6,39 billones- se financiaría con un aumento del endeudamiento neto del Tesoro por \$ 2,2 billones y rentas del FGS de la ANSES por \$ 0,1 billón. Los casi \$ 4 billones restantes provendrán de la emisión monetaria. Aun si aumentara la velocidad de emisión monetaria para el resto del año, y cerrara 2022 con una base monetaria de unos \$ 5 billones, **significaría un incremento de 80% de la base monetaria, lo que torna nada creíble el pronóstico de inflación de 60% para 2023.** Pero tampoco el panorama es tan auspicioso en materia de endeudamiento. El proyecto de ley de presupuesto

Algunas novedades llamativas se encuentran en sus disposiciones finales del proyecto:

- art. 36: prórroga por 10 años de una serie de pensiones graciables,
- art. 54: extensión hasta fin de 2023 de la exención del pago de aranceles a la importación de bienes de capital y bienes intermedios de la empresa estatizada IMPSA S.A.,
- art. 55: exención limitada de impuestos a los combustibles líquidos y del impuesto al dióxido de carbono para las importaciones de gasoil y diesel oil y su venta/entrega al mercado interno en períodos de pico de demanda no satisfecha por la producción local,
- art. 59 a 62: eximición de pago de aranceles a importaciones de material portuario por parte del estado nacional, provincias, Ciudad de Buenos Aires y autoridades portuarias locales, a las importaciones de material para la industria naval por parte de autoridades nacionales y subnacionales en la materia, de material aeroportuario por

- parte del ORSNA, y a la importación de material ferroviario (en este caso también con exención de pago de IVA) por el Estado Nacional, la Ciudad de Buenos Aires y las autoridades provinciales y las sociedades estatales del sector,
- e) art. 63: eximición de pago de aranceles a importaciones de bienes de capital y de consumo y sus repuestos adquiridos por la Empresa Argentina de Navegación Aérea Sociedad del Estado y por Intercargo,
  - f) art. 65: eximición de pago de aranceles a los importadores de insumos para el gasoducto Néstor Kirchner,
  - g) art. 69: las mercaderías de origen MERCOSUR producidas anualmente en la zona franca La Plata podrán introducirse al territorio general libres de impuestos,
  - h) art. 70: un blanqueo impositivo (otro más) para quienes en el transcurso del año próximo declaren las tenencias de divisas en el exterior y las depositen en una cuenta bancaria en el país, afectada al financiamiento de importaciones. Pero llamativamente se crea un nuevo impuesto, esta vez sobre los saldos declarados en el exterior del régimen de blanqueo de la Ley 27.613 de 2021, para financiar proyectos inmobiliarios,
  - i) para el rubro “servicios sociales” (planes asistenciales) se proyecta un incremento de casi 72% respecto de la estimación para este año (sin ley de presupuesto aprobada).

## 2. Corto plazo con tranquilidad, pero sin demasiado margen para los próximos meses

El financiamiento de la brecha fiscal, igualmente sigue y seguirá siendo un problema permanente. El nuevo ministro debe oscilar entre cierto ajuste (según lo acordado con el FMI) y la solvencia fiscal, y el no ajuste y el aumento del asistencialismo que reclaman los movimientos sociales que continúan con sus protestas.

Inicialmente, los mercados recibieron bien el mensaje de calma que trata de transmitir el nuevo equipo económico, pero no es del todo claro cuán sostenible puede ser. Inicialmente el debut fue auspicioso, retrocedieron un poco las cotizaciones del dólar paralelo, el BCRA logró renovar los contratos de dólar futuro y sobre todo los vencimientos de la deuda interna.

En buena medida resultado de los anuncios que dieron a entender una inicial reversión del desborde de gasto público que el ex-ministro Guzmán no lograba encauzar. La profunda crisis política que llevó a la caída de dos ministros de economía en un mes parece haber convencido a la cúpula del poder de dar “manos libres” al ministro de Economía. La realidad al cabo ya de más de 1 mes y medio de gestión muestra a la vicepresidenta y al ala ultra del kirchnerismo apartados de todo cuestionamiento a todo giro “ortodoxo” de la política del nuevo ministro de Economía, y al presidente algo apartado del núcleo de las decisiones de política económica.

El giro inicial de Massa hacia cierto orden fiscal se basa en pocas medidas: **a) cada ministerio no puede gastar las partidas no ejecutadas en el primer semestre del año, b) congelamiento de vacantes en el sector público, c) eliminación por etapas de subsidios a tarifas de electricidad, gas y agua a partir de este mes, d) probable conversión de planes asistenciales en programas con empleo formal, e) inicio de una efectiva auditoría de dichos planes asistenciales, f) recorte de subsidios a gastos en partidas de Educación, Salud, obras públicas y subsidios económicos.**

El efecto impacto inmediato inicial convergía a una baja del gasto público de poco más de \$ 200.000 M, pero que se verán compensados por la decisión posterior de incrementar el gasto por \$ 150.000 M con un bono para jubilados y asignaciones familiares. Si a esto se suma que por el aumento de otras asistencias financieras por unos \$ 82.000 M, **el resultado no modifica el sesgo expansivo de la política fiscal.**

Los anticipos por impuesto a las Ganancias y el impacto favorable de la inflación sobre la recaudación tributaria podrían aportar probablemente un mayor alivio fiscal que la baja de subsidios a las tarifas públicas, cuyo impacto más significativo se va a observar el año próximo. De todas formas, las medidas iniciales fueron bien recibidas por inversores locales y extranjeros, observándose buena demanda para los tres bonos duales (ajustan por tipo de cambio o CER+2%), y en las dos licitaciones de títulos del 11 y el 29 de agosto, además de renovar vencimientos de \$ 115.000 M, el Ministerio de Economía obtuvo financiamiento extra por \$ 394.000 M.

La calma lograda por el nuevo equipo a fines de agosto resulta del cambio de la percepción de estar al borde del caos a una calma de duración incierta. En materia de pagos el nuevo equipo sólo ha postergado vencimientos hacia el período octubre-febrero en que tenderían a acumularse vencimientos mensuales de deuda en pesos por más de \$ 800.000 M, y luego se registraría un salto a casi \$ 1.600 millones en marzo de 2023. En principio **la diferencia extra por nuevos desbalances fiscales se cubriría con más deuda pública y más emisión monetaria, lo que complicará la estabilidad macroeconómica en el próximo año.**

3. *Corto plazo con tranquilidad, pero sin demasiado margen para los próximos meses*

Las restricciones a la compra de dólares para importaciones a partir de las normas emitidas en junio por el BCRA (sobre todo la Com. "A" 7532 del 27 de junio) están complicando seriamente la importación de todo tipo de insumos para la producción industrial local. En general los proveedores externos de las empresas afectadas no le aceptan postergar a 180 días la cancelación de pagos por las demoras para acceder al mercado oficial. Esto resulta o bien en corte de suministros del exterior, o sobrecostos para las empresas locales que se han visto forzadas a operar en los mercados CCL y MEP para acceder a divisas pagando un tipo de cambio más cercano a los \$ 300, lo cual impacta inevitablemente en los precios internos. Algo ya irreversible hasta el año próximo, ya que el 8 de septiembre el BCRA prorrogó hasta fin de año las restricciones a las importadoras para acceder al mercado cambiario oficial.

A esto se ha sumado la calma cambiaria con la adopción de un régimen preferencial para liquidar exportaciones del complejo sojero a un tipo de cambio "oficial" de \$200 (el ahora llamado "dólar soja") entre el 5 y el 30 de septiembre, pagándose así a los productores un precio superior a los \$ 70.000 por tonelada. La medida<sup>1</sup> emergió luego del fracaso en el mes de agosto del mecanismo de "incentivar" a los productores a que vendan granos, con depositar el 70% del producto de su venta en un depósito en pesos ajustable por dólar oficial y el 30% libre para compra de divisas al precio del dólar solidario. Por la Resolución 5/2022 las empresas adheridas

El objetivo del gobierno es lograr la liquidación de U\$S 5.000 M, de los cuales más de la mitad fueron liquidados al cierre de este informe. La cifra no es arbitraria: el atraso al 5 de septiembre de la comercialización interna de soja a los exportadores era de U\$S 6.000 M respecto del 2 de septiembre de 2021. Esta calma cambiaria reflejada con tipos de cambio CCL, MEP y Blue que se mantienen estabilizados entre \$280 y \$300. Por otro lado, el BCRA ha exacerbado el cepo cambiario para la compra de dólares. El 15 de septiembre el BCRA dispuso que las personas usuarias de los suministros de gas natural por red, de energía eléctrica y de agua potable, mientras reciban subsidio en alguno o todos esos servicios, no podrán acceder al mercado oficial ni realizar operaciones con títulos y otros valores con liquidación en moneda extranjera.

Esta decisión no es suficiente para revertir el saldo negativo de las reservas líquidas propias del BCRA. Tampoco se puede sostener de manera permanente, ya que si bien por un lado el BCRA paga al sector sojero \$ 200 por dólar, a los importadores les vende dólares a poco más de \$ 142. La diferencia por dicha pérdida será cubierta por el Ministerio de Economía, que según el Decreto 576/2022 lo hará con la emisión de letras en dólares a 10 años a "una tasa de interés igual a la que devenguen las reservas internacionales del BCRA por el mismo período y cuyos intereses se cancelarán semestralmente".

La medida confirma la intención del nuevo ministro de no aplicar una devaluación abrupta (digamos en torno de un 40%) para "sincerar" un poco el tipo de cambio oficial. Pero, si bien la liquidación diaria bajo este programa permitió el ingreso de U\$S 2.000 M de reservas internacionales el 19 de septiembre el BCRA emitió un comunicado por el cual a partir del 20 de septiembre de 2022 los agentes económicos que hayan vendido soja en el marco del Programa de Incremento Exportador no podrán acceder al mercado de cambios para compras de moneda extranjera ni tampoco realizar operaciones con títulos y valores con liquidación en moneda extranjera. **La Com. "A" 7609 según la cual "los clientes residentes en el país dedicados a la actividad agrícola que vendan mercaderías en el marco del Decreto 567/22 a quien realice su exportación en forma directa o como resultante de un proceso productivo realizado en el país (incluidos los sujetos indicados en la Comunicación "C" 93169) no podrán<sup>2</sup>:**

- a) **Acceder al mercado de cambios para realizar compras de moneda extranjera por parte de personas humanas para la formación de activos externos de residentes, remisión de ayuda familiar y por operaciones con derivados, en los términos del punto 3.8 de las normas sobre "Exterior y cambios"<sup>3</sup>;**
- b) **Realizar las operaciones enunciadas en el punto 4.3.2. de las normas de "Exterior y cambios"<sup>4</sup>.**

La nueva norma prohíbe el acceso a compras de divisas en todo mercado formal (no sólo el MULC) a todo agente que haya logrado comprar dólares al BCRA a \$200 en el Programa de Incremento Exportador a un exportador, y a todo otro agente

<sup>1</sup> Es el "Programa de Incremento Exportador" creado por el Decreto 576/2022 del domingo 4 de septiembre de 2022.

<sup>2</sup> Los sujetos indicados en la Com. "C" 93169 del BCRA son acopiadores de granos, cooperativas, exportadores y marcados a término sobre soja.

<sup>3</sup> Son compras de moneda extranjera por parte de personas humanas residentes para la formación de activos externos (ahorro), remisión de ayuda familiar y operaciones con derivados.

<sup>4</sup> Ventas en el país con liquidación en moneda extranjera de títulos valores emitidos en el país, canjes de títulos valores emitidos por residentes por activos externos o transferirlos a entidades depositarias del exterior, o adquisición en el país con liquidación en pesos de títulos valores emitidos por no residentes.

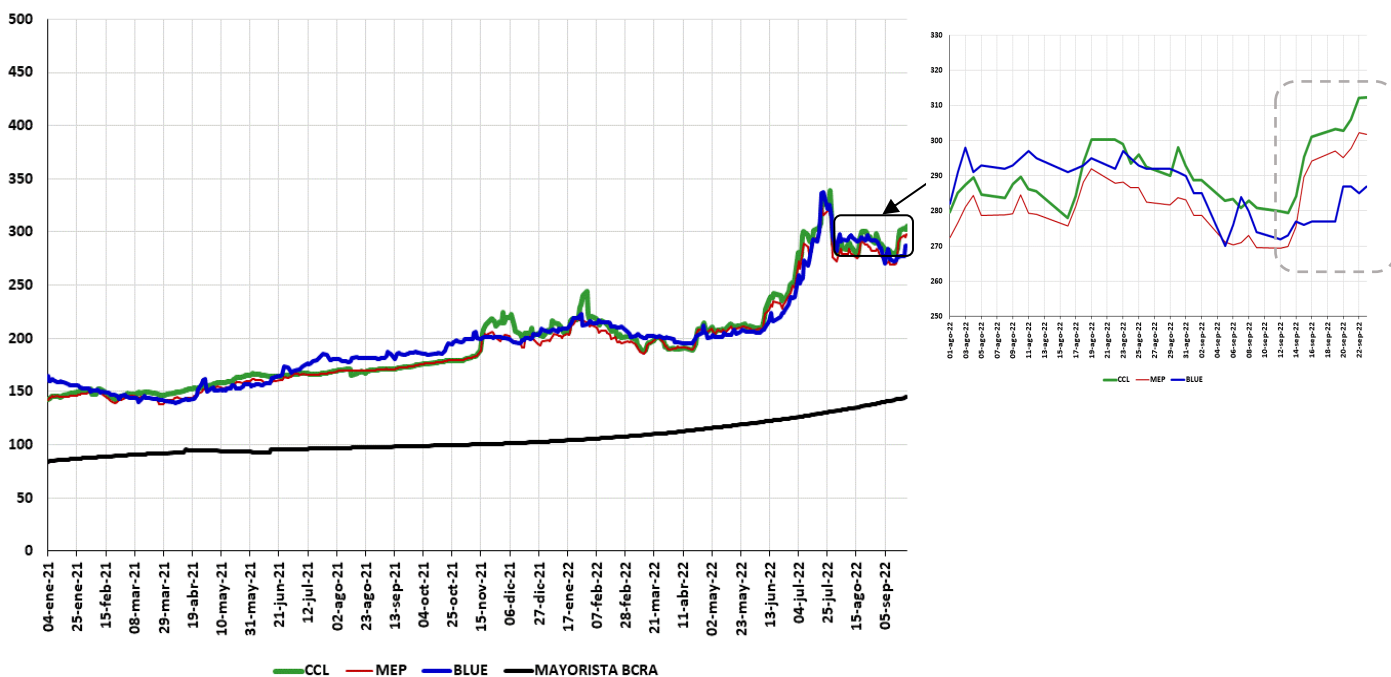
que haya vendido mercadería “en el marco” del Decreto 567/22, lo que incluye a los productores primarios que hayan vendido a cambio de pesos a exportadores directa o indirectamente, y a todos esos agentes (cerealistas, acopiadores, cooperativas, aceiteras, molinos, exportadoras, y probablemente a traders de mercados de futuros de soja). Esta decisión, medida, además de sorpresiva, **ha dañado el intento del ministro Massa de reconstruir cierta confianza y credibilidad en el Gobierno, pero refleja, además una notable desinteligencia y falta de coordinación interna**, y una notable improvisación.

La medida del BCRA aparentemente respondería a la suba del dólar MEP y del dólar CCL en los últimos días de la semana pasada, pero esto era más que previsible: aun con elevadas tasas de interés de los depósitos de plazo fijo, siguen siendo tasas negativas en términos reales. **Lo llamativo es que toda restricción al uso de los dólares adquiridos a \$ 200 no haya sido emitida al momento del lanzamiento del programa, y no a 9 días de su finalización y sin preaviso.** En la noche del 20 de septiembre el BCRA emitió la Com “A” 7610 aclarando que la Com. “A” 7609 no se aplica a personas humanas (habitual forma oficial de referirse a personas físicas). Pero hay una gran cantidad productores medianos y pequeños que son sociedades de hecho entre familiares directos, de modo que **también quedan sujetos a esa sorpresiva prohibición, y por tiempo aparentemente indeterminado.**

Para el agro (y el futuro ingreso de dólares) las perspectivas no son nada auspiciosas. En este mes comenzó el período estacional de mayor escasez de divisas, y la cosecha fina se perfila complicada. Por falta de lluvias se ha sembrado 1 millón menos de hectáreas de trigo que el año pasado, y no menos del 60% del trigo sembrado se encuentra en las zonas de sequía severa: extremo norte de la provincia de Buenos Aires, extremo sur de la provincia de Santa Fe y este de la provincia de Córdoba. Varias áreas, además, ya arrastran 3 años consecutivos de escasas lluvias, lo que torna también dudosas las perspectivas para la cosecha gruesa, cuya siempre debería iniciarse ya en estas semanas.

Por ahora el gobierno viene evitando una abrupta devaluación, pero este tipo de modus operandi reavivó las como lo muestra el rebote alcista de los tipos de cambio no oficiales. A pesar de que en la reciente gira de Massa por EE.UU. el FMI aprobó las metas trimestrales con el FMI (salvo la de reservas internacionales) este tipo de decisiones resucitó las incertidumbres persistentes sobre el rumbo del tipo de cambio, y también del de la inflación y de la actividad económica.

**GRÁFICO 1. TIPO DE CAMBIO OFICIAL Y ALTERNATIVOS (PESOS POR DÓLAR)**



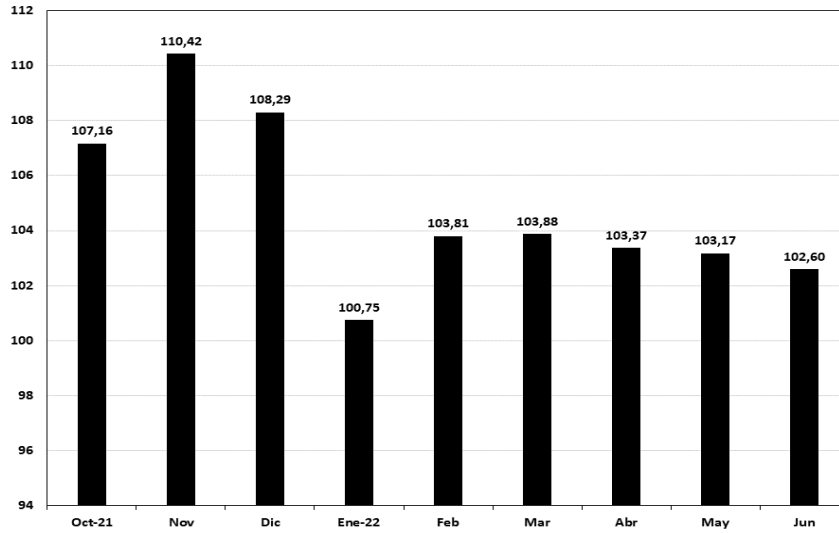
Fuente: BCRA y bancos locales.

Los controles del BCRA siguen dificultando el acceso a bienes terminados y semiterminados desde el exterior, afectando el normal abastecimiento de insumos para varios sectores productivos. Algunos indicadores del sector privado permiten observar un incipiente “desinflé” de actividad que bajo las condiciones actuales podría derivar en una recesión económica a partir del próximo trimestre:



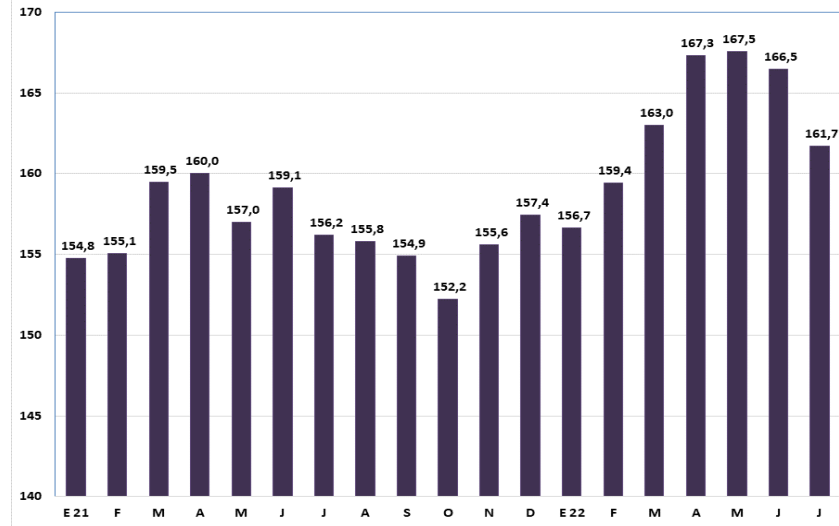
**GRÁFICO 2. INDICADORES DE ACTIVIDAD DEL SECTOR PRIVADO**

**a. Índice de Producción Industrial PyMe (CAME)**



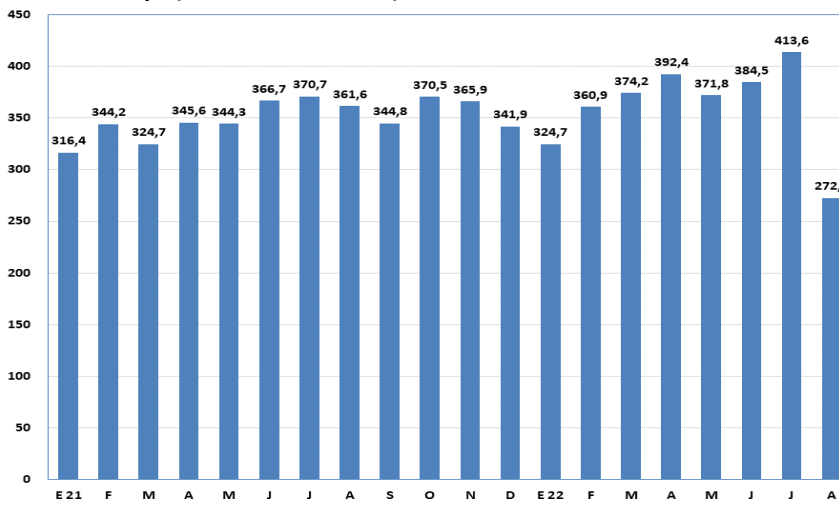
Fuente: CAME

**b. Índice de Producción Industrial (desestacionalizado) FIEL**



Fuente: FIEL

**c. Índice Construya (desestacionalizado)**



Fuente: Construya

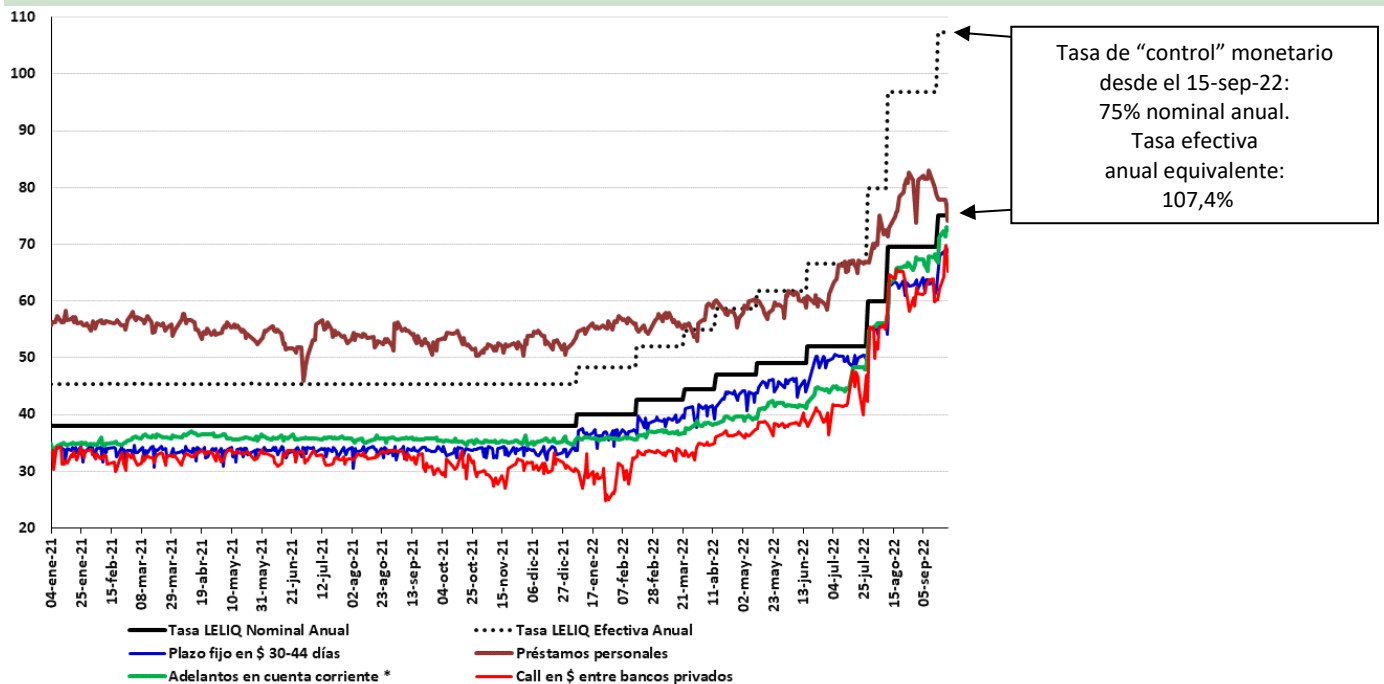
La percepción de las autoridades es que se está en presencia de una coyuntura expansiva. Eso explica el énfasis en lograr la aprobación legislativa del Consenso Fiscal para aumentar impuestos provinciales, y el de avanzar con el ahorro fiscal vía quita de subsidios a servicios públicos.

El impacto recesivo e inflacionario conducen a una baja de la demanda de dinero, lo que mantiene (de mínima) el impulso y las expectativas inflacionaria de los últimos meses. De hecho, ya está iniciándose la renegociación de varias paritarias laborales, con sindicatos que están **exigiendo subas salariales para este año aproximándose (al menos) al 80%. Una cifra probablemente insuficiente si se cumplen varios de los últimos pronósticos de inflación para 2022, que empiezan a ubicarse por encima de 100%.**

**La reacción del BCRA ha sido la de complementar el prohibitivo “cepo cambiario” con nuevas subas de tasas de interés.** El objetivo es el de desalentar la demanda de dólares, pero su magnitud y sesgo hacia la aceleración (aun con tasas reales negativas) tiene efectos inevitables:

- a) desaliento de la inversión,
- b) percepción de que el BCRA no “marca el rumbo” sino que reacciona ex post ante los vaivenes de la realidad económica,
- c) aumento del costo de capital de trabajo para las empresas no financieras, d) traslado de parte de esa suba del costo financiero a precios,
- d) **potencial espiral dólar paralelo-tasas de interés-precios-salarios para los próximos 12-18 meses.**

**GRÁFICO 3. TASAS DE INTERÉS EN PESOS**



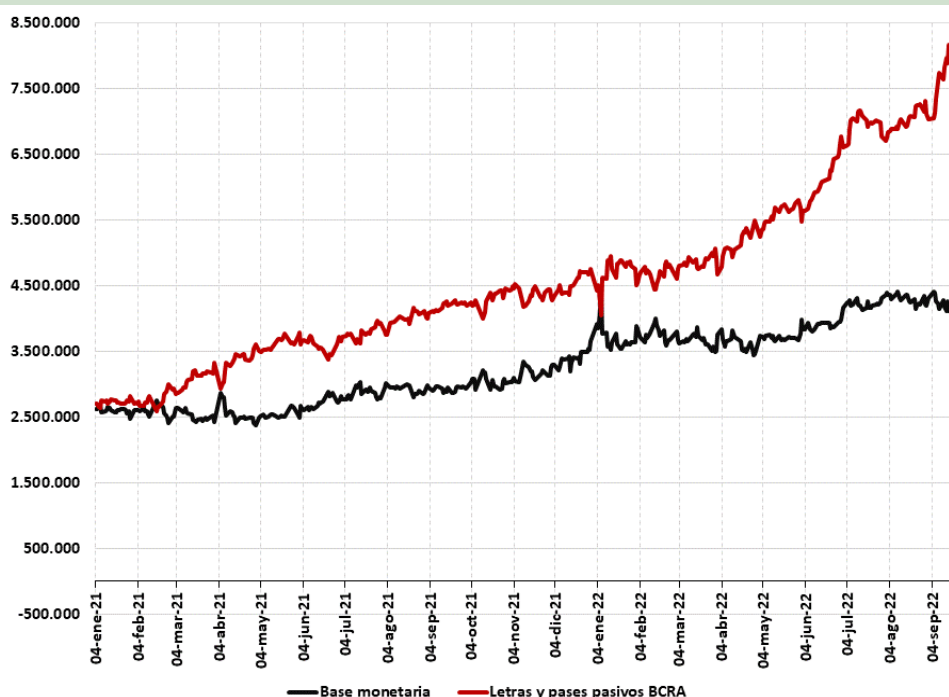
\* Adelantos en cuenta corriente en pesos con acuerdo de 1 a 7 días por \$ 10 M o más a empresas no financieras.

Fuente: BCRA

Mientras tanto, el éxito inicial del programa de incentivos para que el agro liquide divisas de exportación de soja fue realmente notable. Entre el 6 y el 20 de septiembre el BCRA compró de divisas por U\$S 2.545 M de los cuales U\$S 1.764 M ingresaron a las reservas internacionales de la autoridad monetaria.

La emisión asociada está siendo esterilizada diariamente, manteniéndose la base monetaria en niveles estables, en torno de poco más de \$ 4 billones, pero la deuda del BCRA por letras y pases pasivos aumentó en \$ 1,11 billón, algo insostenible, sobre todo si se tiene en cuenta que las reservas “propias” del BCRA **siguen siendo negativas en términos netos.** A su vez, el riesgo país que venía ubicándose a niveles inferiores a los 2.350 p.b., luego de la decisión de bloquear la compra de divisas a quienes liquidaron “soja-dólares” saltó a 2.439 p.b. y el viernes 23 de septiembre cerró a 2.523 p.b. **Claro indicador de que el mercado de bonos anticipa no sólo turbulencias inflacionarias y en el frente externo, sino también en los números fiscales de los próximos meses.**

GRÁFICO 4. BASE MONETARIA Y LETRAS Y PASES PASIVOS DEL BCRA



Fuente: BCRA

CUADRO 2. INDICADORES MONETARIOS, CAMBIARIOS Y RIESGO PAÍS

Concepto	30-jun-22	07-jul-22	15-jul-22	23-jul-22	31-jul-22	07-ago-22	15-ago-22	23-ago-22	31-ago-22	07-sep-22	15-sep-22	19-sep-22
<b>Reservas Internacionales Brutas</b>	<b>42.787</b>	<b>42.211</b>	<b>40.147</b>	<b>39.718</b>	<b>38.232</b>	<b>37.213</b>	<b>37.018</b>	<b>37.024</b>	<b>36.734</b>	<b>36.861</b>	<b>37.916</b>	<b>37.918</b>
<i>Var. semanal</i>	4.702	-576	-2.064	-429	-1.487	-1.019	-195	7	-290	126	1.055	2
<b>Swap China</b>	<b>19.404</b>	<b>19.399</b>	<b>19.239</b>	<b>19.256</b>	<b>19.276</b>	<b>19.224</b>	<b>19.280</b>	<b>19.020</b>	<b>18.867</b>	<b>18.670</b>	<b>18.590</b>	<b>18.555</b>
<b>Préstamo BIS</b>	<b>3.230</b>	<b>3.231</b>	<b>3.232</b>	<b>3.232</b>	<b>3.233</b>	<b>3.234</b>	<b>3.234</b>	<b>3.235</b>	<b>3.236</b>	<b>3.236</b>	<b>3.237</b>	<b>3.237</b>
<b>DEG FMI 2021</b>	<b>423</b>	<b>420</b>	<b>417</b>	<b>419</b>	<b>421</b>	<b>421</b>	<b>422</b>	<b>415</b>	<b>414</b>	<b>411</b>	<b>412</b>	<b>412</b>
<b>DEG FMI 2022</b>	<b>4.167</b>	<b>4.156</b>	<b>4.150</b>	<b>4.158</b>	<b>4.164</b>	<b>4.166</b>	<b>4.156</b>	<b>4.142</b>	<b>4.137</b>	<b>4.132</b>	<b>4.140</b>	<b>4.140</b>
<b>Reservas Intern. disponibles (a)</b>	<b>15.563</b>	<b>15.005</b>	<b>13.109</b>	<b>12.653</b>	<b>11.138</b>	<b>10.168</b>	<b>9.925</b>	<b>10.212</b>	<b>10.080</b>	<b>10.412</b>	<b>11.537</b>	<b>11.574</b>
Encajes dep. en U\$S	11.494	11.845	12.054	11.866	11.453	11.728	11.612	11.814	11.515	11.482	11.397	11.351
Pases pasivos en U\$S con Bcos.	1.769	1.770	1.784	1.790	1.791	1.790	1.808	1.776	1.776	1.777	1.775	1.770
<b>Rvas. Internac. propias netas (b)</b>	<b>2.299</b>	<b>1.391</b>	<b>-729</b>	<b>-1.002</b>	<b>-2.107</b>	<b>-3.350</b>	<b>-3.495</b>	<b>-3.378</b>	<b>-3.211</b>	<b>-2.847</b>	<b>-1.636</b>	<b>-1.547</b>
<i>Var. semanal</i>	5.362	-909	-2.120	-273	-1.104	-1.244	-145	117	167	364	1.212	89
<i>De org. internac.</i>	3.970	-4	-1.294	0	-680	-517	-52	67	-6	-26	-168	0
<i>Resto</i>	1.392	-905	-826	-273	-424	-727	-93	50	173	390	1.380	89
<i>Item de memorandum: stock de oro BCRA</i>	<b>3.588</b>	<b>3.453</b>	<b>3.383</b>	<b>3.424</b>	<b>3.502</b>	<b>3.521</b>	<b>3.569</b>	<b>3.465</b>	<b>3.398</b>	<b>3.405</b>	<b>3.305</b>	<b>3.272</b>
<i>Var. semanal</i>	-36	-135	-70	41	78	19	47	-103	-67	6	-100	-33
Dólar CCL	252,7	296,3	301,5	326,5	288,3	284,6	285,5	299,0	292,8	280,8	295,4	303,3
Dólar MEP	249,6	284,3	292,5	315,5	276,7	278,8	279,1	288,2	283,1	271,0	289,7	297,1
Dólar Blue	238,0	257,0	293,0	338,0	296,0	293,0	295,0	297,0	290,0	284,0	276,0	277,0
Dólar oficial mayorista	125,2	126,6	128,2	129,8	131,2	132,9	134,6	137,0	138,7	140,8	143,2	144,4
<b>Brecha CCL vs. oficial</b>	<b>101,8%</b>	<b>134,1%</b>	<b>135,1%</b>	<b>151,6%</b>	<b>119,7%</b>	<b>114,1%</b>	<b>112,1%</b>	<b>118,3%</b>	<b>111,1%</b>	<b>99,4%</b>	<b>106,3%</b>	<b>110,1%</b>
<b>Brecha MEP vs. oficial</b>	<b>99,3%</b>	<b>124,6%</b>	<b>128,1%</b>	<b>143,1%</b>	<b>110,9%</b>	<b>109,8%</b>	<b>107,4%</b>	<b>110,4%</b>	<b>104,1%</b>	<b>92,5%</b>	<b>102,3%</b>	<b>105,8%</b>
<b>Brecha Blue vs. oficial</b>	<b>90,1%</b>	<b>103,0%</b>	<b>128,5%</b>	<b>160,5%</b>	<b>125,6%</b>	<b>120,5%</b>	<b>119,2%</b>	<b>116,9%</b>	<b>109,0%</b>	<b>101,7%</b>	<b>92,7%</b>	<b>91,9%</b>
<b>Base monetaria (c)</b>	<b>3.981.921</b>	<b>4.197.586</b>	<b>4.123.504</b>	<b>4.203.303</b>	<b>4.316.999</b>	<b>4.301.029</b>	<b>4.275.295</b>	<b>4.147.066</b>	<b>4.191.384</b>	<b>4.254.565</b>	<b>4.264.815</b>	<b>4.284.228</b>
<b>Letras y pases pasivos BCRA (d)</b>	<b>6.762.788</b>	<b>7.008.969</b>	<b>7.076.875</b>	<b>6.960.218</b>	<b>6.766.247</b>	<b>6.883.376</b>	<b>6.919.564</b>	<b>7.222.338</b>	<b>7.111.036</b>	<b>7.343.919</b>	<b>7.890.618</b>	<b>8.040.585</b>
<b>Pasivos BCRA/Reservas disp. [(c) + (d)]/(a)</b>	<b>690</b>	<b>747</b>	<b>854</b>	<b>882</b>	<b>995</b>	<b>1.100</b>	<b>1.128</b>	<b>1.113</b>	<b>1.121</b>	<b>1.114</b>	<b>1.054</b>	<b>1.065</b>
<b>Base Monetaria/Reservas disp. (c)/(a)</b>	<b>256</b>	<b>280</b>	<b>315</b>	<b>332</b>	<b>388</b>	<b>423</b>	<b>431</b>	<b>406</b>	<b>416</b>	<b>409</b>	<b>370</b>	<b>370</b>
<b>Var. stock títulos públicos en pesos en cartera del BCRA (\$ M)</b>	<b>310.843</b>	<b>397.092</b>	<b>163.254</b>	<b>-41.979</b>	<b>304.284</b>	<b>4.794</b>	<b>16.460</b>	<b>35.236</b>	<b>38.018</b>	<b>51.341</b>	<b>-276.299</b>	<b>s.d.</b>
<b>Var. stock letras intransferibles en cartera del BCRA (\$ M)</b>	<b>68.354</b>	<b>78.361</b>	<b>96.161</b>	<b>88.472</b>	<b>84.771</b>	<b>96.065</b>	<b>94.433</b>	<b>137.914</b>	<b>104.807</b>	<b>121.932</b>	<b>136.589</b>	<b>s.d.</b>
<b>Var. total títulos públicos en pesos en cartera del BCRA (\$ M)</b>	<b>378.980</b>	<b>475.302</b>	<b>258.991</b>	<b>46.314</b>	<b>390.261</b>	<b>100.807</b>	<b>110.803</b>	<b>173.490</b>	<b>142.925</b>	<b>173.449</b>	<b>-139.719</b>	<b>s.d.</b>
<b>Riesgo país (EMBI Arg.) en p.b.</b>	<b>2.428</b>	<b>2.641</b>	<b>2.754</b>	<b>2.890</b>	<b>2.398</b>	<b>2.436</b>	<b>2.417</b>	<b>2.386</b>	<b>2.385</b>	<b>2.350</b>	<b>2.334</b>	<b>2.380</b>

Reservas internacionales disponibles: Reservas internacionales disponibles – (Swap China + Préstamo BIS + DEG FMI 2021 y 2022).

Reservas internacionales propias netas: Reservas internacionales propias netas – Encajes dep. en U\$S – Pases pasivos en U\$S BCRA con bancos.

Fuente: BCRA.

## PANORAMA INTERNACIONAL

### ESCENARIO GLOBAL: LAS ALARMAS SUENAN MÁS FUERTE

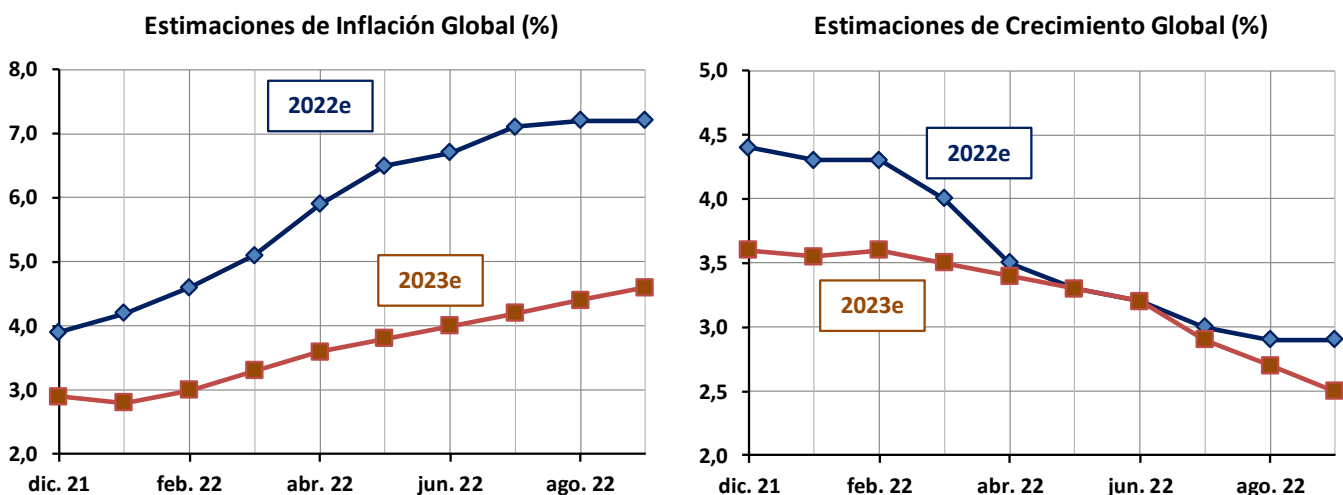
Jorge Viñas

**La persistencia de la elevada inflación está forzando a los bancos centrales a adoptar políticas monetarias cada vez más restrictivas, pese a las señales de desaceleración de la actividad económica. Esto aumenta el temor a una recesión mundial en 2023, y está fortaleciendo al dólar respecto de las demás monedas.**

#### 1. Crece la tensión en la economía global y en los mercados financieros

Las perspectivas económicas globales continúan deteriorándose. Mientras la inflación global no cede y las estimaciones de inflación para 2022 y 2023 vienen experimentando sucesivas revisiones al alza, la actividad económica da crecientes señales de enfriamiento, provocando correcciones a la baja en las proyecciones de crecimiento global. Según el relevamiento que realiza mensualmente Bloomberg, la estimación de consenso para la inflación de 2022 se ha incrementado de 3,9% en diciembre de 2021 a 7,2% en la última medición en septiembre, mientras que la estimación para 2023 ha aumentado de 2,9% a 4,6%. En forma opuesta, las estimaciones de consenso para el crecimiento PIB global de 2022 bajaron de 4,4% en diciembre de 2021 a 2,9% en septiembre de 2022, y de 3,6% a 2,5% para 2023 (véase el gráfico 5).

### GRÁFICO 5. EVOLUCIÓN DE LAS ESTIMACIONES DE CONSENSO DE INFLACIÓN Y CRECIMIENTO GLOBAL PARA 2022 Y 2023



Fuente: Bloomberg

Tras haber pasado gran parte del año 2021 sosteniendo que el salto inflacionario era un fenómeno transitorio y no ameritaba un endurecimiento de la política monetaria, este año muchos bancos centrales han encarado procesos acelerados de suba de tasas. Sobre 90 bancos centrales que han subido tasas de interés de referencia durante 2022, la mitad de ellos han realizado al menos una suba de 75 p.b. o más. Ante la amenaza de que la persistencia de la inflación en niveles intolerablemente elevados termine erosionando su credibilidad, los bancos centrales parecen decididos a adoptar una postura aún más agresiva en términos de endurecimiento de la política monetaria. Esto marca un cambio abrupto respecto a las políticas laxas aplicadas en forma generalizada desde la crisis financiera internacional de 2008-2009.

Esta postura más contractiva de los bancos centrales se da en un contexto de incipiente debilidad de la actividad económica, en la medida en que la inflación elevada erosiona el poder adquisitivo de los ingresos y el deterioro de la confianza empresarial afecta a la inversión. Si bien algunos de los cuellos de botella en las cadenas globales de producción y logística parecen haberse superado, hay shocks de oferta que no se han disipado, como la crisis energética en Europa o las restricciones causadas por la política de Covid 0 en China.

Existe un creciente temor de que las subas adicionales de tasas que están señalizando los bancos centrales agudicen el enfriamiento de la actividad económica, llevando a la economía global a un "hard-landing". De acuerdo con el relevamiento de Bloomberg, la probabilidad de recesión durante el próximo año ha alcanzado el 50% para la economía de EE.UU., mientras que en el caso de la Eurozona ya surge como el escenario más probable, habiendo trepado al 80% como consecuencia de la falta

de soluciones eficaces para la crisis energética. En Asia, las probabilidades de recesión son todavía relativamente bajas (20-30%), pero las proyecciones de crecimiento vienen cayendo en forma drástica.

Los temores a un *“hard-landing”* global se han visto potenciados en la última semana por la publicación de malos resultados trimestrales de FedEx, una de las grandes compañías de logística de alcance mundial, que suelen ser un termómetro acertado de la actividad económica global. Los resultados trimestrales estuvieron muy por debajo de las estimaciones previas, lo que el *management* de la compañía atribuyó al deterioro de las condiciones económicas, particularmente en China y Europa. Para contrarrestar el impacto negativo sobre los resultados, FedEx anunció medidas de reducción de costos<sup>5</sup>.

Las perspectivas de políticas monetarias más restrictivas y el aumento del riesgo de recesión global están impactando negativamente en los mercados financieros internacionales. Los principales mercados accionarios del mundo acumulan en septiembre caídas superiores al 5% y ya están muy cerca o han perforado los mínimos de junio. En aquel momento se habían empezado a alimentar expectativas de que lo peor de la inflación podía haber quedado atrás, lo que les daría margen a los bancos centrales para detener el proceso de suba de tasas sin enfriar excesivamente la actividad económica.

Los datos más recientes de inflación por encima de lo esperado, especialmente en EE.UU., la nueva suba de tasas de 75 p.b. de la Fed y las declaraciones de Powell y otros banqueros centrales reafirmando su convicción de seguir subiendo tasas hasta que la inflación quede efectivamente bajo control, apagaron el incipiente optimismo, poniendo un final abrupto a la recuperación de los mercados accionarios. **El índice mundial de acciones acumula una caída de -14% desde mediados de agosto, y de -25% en lo que va de 2022, con pérdidas tanto en mercados desarrollados como emergentes y en todas las regiones (véase gráfico 6).**

GRÁFICO 6. EVOLUCIÓN DEL ÍNDICE MUNDIAL DE ACCIONES EN 2022 – ÍNDICE 31-DIC-2021 = 100)



Fuente: Bloomberg

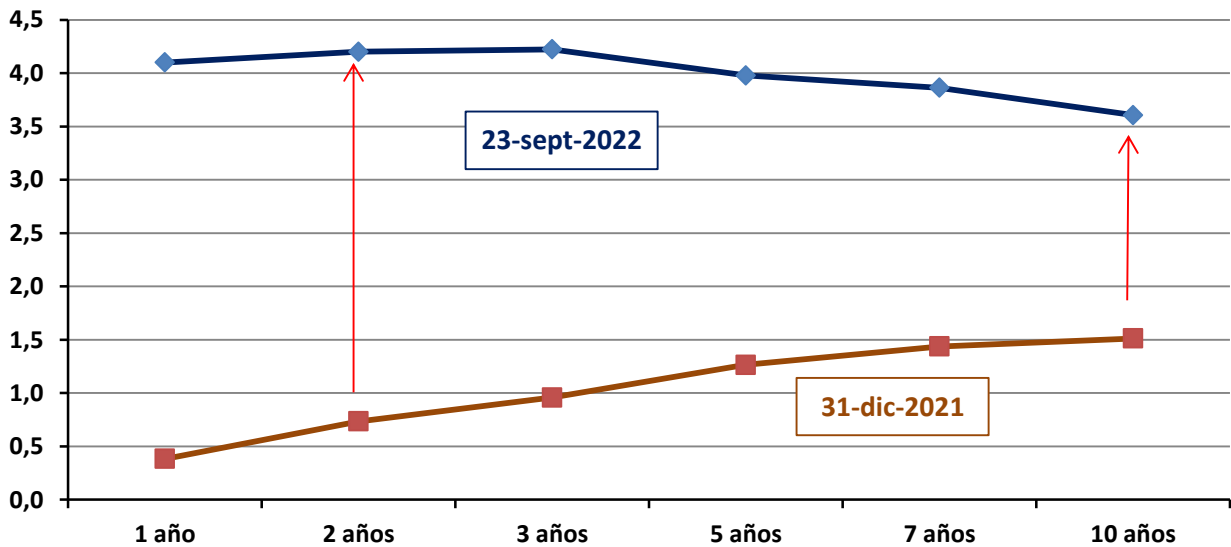
La caída no se limita a los mercados accionarios, sino que el final de la era de tasas de interés muy bajas o negativas está provocando fuertes pérdidas en el universo de renta fija. Los bonos del Tesoro de países desarrollados habitualmente eran considerados como activos de refugio para los inversores en los momentos de caída de las acciones y otros activos riesgosos. Pero este año están cayendo a la par que las acciones, como consecuencia de que la persistencia de la inflación y las políticas monetarias más restrictivas están impulsando un fuerte desplazamiento al alza de las curvas de rendimientos de bonos soberanos en todos los mercados.

En el caso de EE.UU. la tasa de retorno del bono del Tesoro a 2 años acumula un incremento de 345 p.b. en lo que va de 2022, pasando de 0,75% a 4,20%, mientras que en ese lapso la tasa de retorno a del bono a 10 años aumentó 210 p.b., de 1,5% a 3,6% (véase el gráfico 7). Adicionalmente, el creciente riesgo de recesión se ve reflejado en la pendiente negativa cada vez más empinada de la curva de rendimientos.

En el caso de Alemania, la tasa del bono a 2 años subió de -0,6% a 1,6%, y la de 10 años pasó de -0,2% a 1,8%. Las pérdidas son mucho más fuertes en mercados emergentes: **el índice agregado de bonos emergentes registra una caída de 21,6% en lo que va del año, con una tasa de retorno promedio que se incrementó de 4,3% a 7,7%.**

<sup>5</sup> Sin embargo, al menos parte de la merma en resultados puede obedecer a problemas específicos y pérdida de participación de mercado de FedEx, ya que sus rivales de UPS y DHL no han reportado caída de resultados y han reafirmado sus estimaciones para el ejercicio en curso.

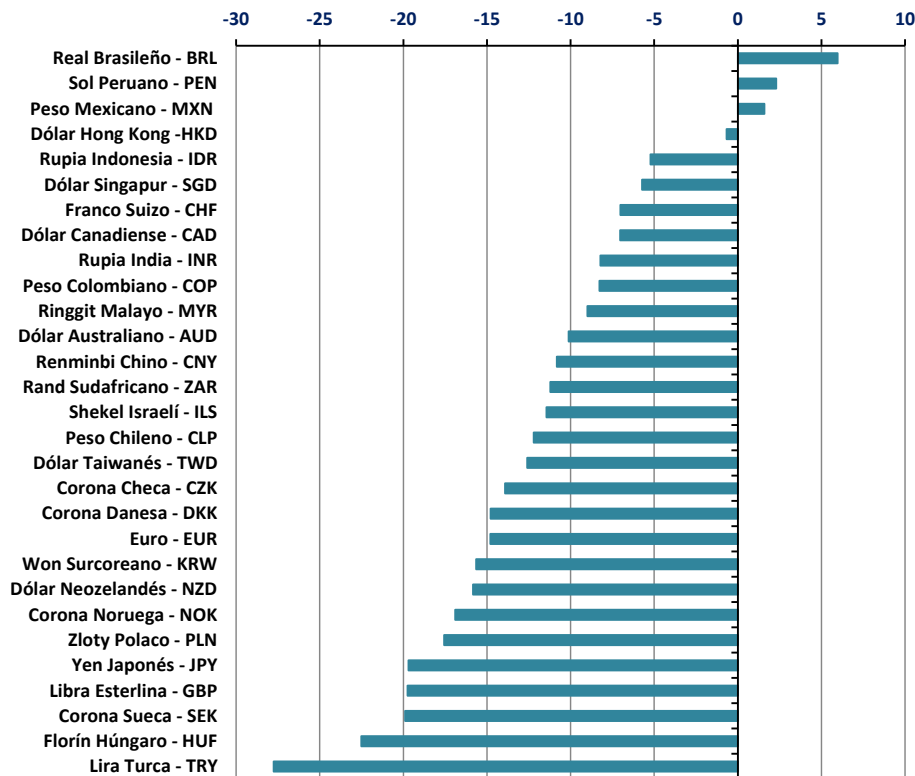
GRÁFICO 7. EE.UU. EVOLUCIÓN DE LA CURVA DE RENDIMIENTOS DE LOS BONOS DEL TESORO (%)



Fuente: Bloomberg

El “súper-dólar” se transformó en el único refugio para los inversores, acumulando una fuerte apreciación contra la mayoría de las monedas del mundo. El Dollar Index, que mide la cotización del dólar frente a una canasta compuesta por las divisas de los principales socios comerciales de EE.UU., registra un incremento del 18% en lo que va de 2022, alcanzando el nivel más alto desde el año 2002. En términos más generales, en el gráfico 8 se puede observar que la fortaleza del dólar es amplia, con las excepciones de Brasil y México entre las principales monedas del mundo. Dicha fortaleza se basa en diversas causas: la relativa resiliencia de la actividad económica en EE.UU. sustentada por el consumo de servicios, el mayor margen de maniobra de la Fed para subir tasas agresivamente respecto a otros bancos centrales como el BCE o el BOJ (Banco de Japón), la crisis energética que está afectando a Europa y debilitando al Euro, o la búsqueda de refugio por parte de los capitales que salen de países emergentes considerados riesgosos y más expuestos a una recesión global.

GRÁFICO 8. VARIACIÓN DE LAS PRINCIPALES MONEDAS DEL MUNDO VS. EL USD EN LO QUE VA DE 2022 (%)



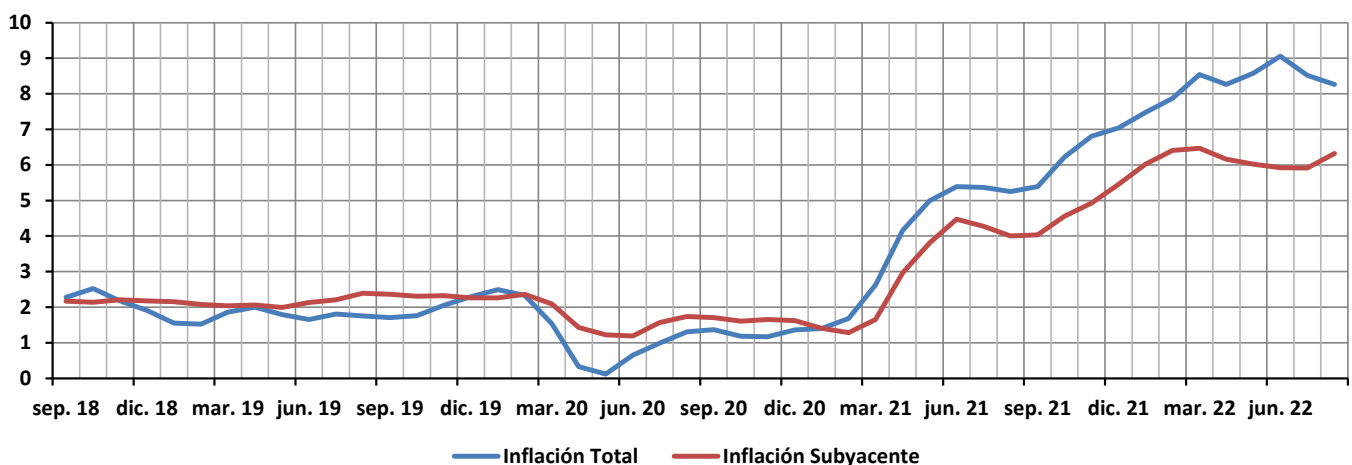
Fuente: Bloomberg

Si bien la apreciación del dólar puede ayudar, en teoría, a la competitividad del sector transable de los países cuyas monedas se debilitan, en el caso de una recesión global la contracción de los volúmenes de comercio internacional tiende a neutralizar dicho beneficio. Por el contrario, muchos países que tienen deudas en dólares y que requieren del acceso al mercado internacional de capitales para cubrir sus necesidades de financiamiento, podrían experimentar un deterioro pronunciado en su situación financiera. Este canal de transmisión, que típicamente afecta a países dentro del grupo de “países emergentes”, podría agudizar la caída de los mercados financieros globales en caso de que se materialice el escenario de recesión global. Pero en el actual contexto de alta inflación, la depreciación cambiaría no se trata de un problema exclusivo de los países emergentes endeudados en dólares, sino que también puede transformarse en un factor de inestabilidad en países desarrollados. Tal podría ser caso del Reino Unido, donde la brusca depreciación de la libra esterlina (GBP), que acumula una caída del 20% frente al USD alcanzando un nuevo mínimo desde 1985, está agravando el proceso inflacionario. El último intento del gobierno de contrarrestar la inminente recesión que enfrenta con un paquete fiscal expansivo impactó instantáneamente en un nuevo debilitamiento del GBP. **La receta habitual en los países desarrollados de aplicar políticas contracíclicas, expansivas en las etapas recesivas, en el escenario actual de alta inflación parecen destinadas al fracaso.**

2. EE.UU.: La inflación sorprende al alza nuevamente y la Fed vuelve a subir 75 p.b. la tasa de Fed Funds

En agosto la inflación minorista volvió a sorprender al alza, contrariando las expectativas de que continuara la incipiente desaceleración del mes anterior. En efecto, la inflación registró una variación mensual del 0,1% frente a las estimaciones de consenso según Bloomberg que apuntaban a una caída mensual del -0,1%, presuntamente propiciada por la disminución de los precios de la energía. De esta forma, la variación interanual se ubicó en 8,3%, frente al 8,5% de julio, pero por encima del 8,1% estimado. La sorpresa fue más grande aun a nivel de la inflación subyacente, ya que registró una variación mensual de 0,6%, cuando se estimaba que se mantuviera en el 0,3% del mes anterior. Esto provocó que la variación interanual vuelva a acelerarse al 6,3% respecto al 5,9% de julio y por encima del 6,1% estimado.

**GRÁFICO 9. EE.UU. EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN MINORISTA Y LA INFLACIÓN SUBYACENTE (%)**



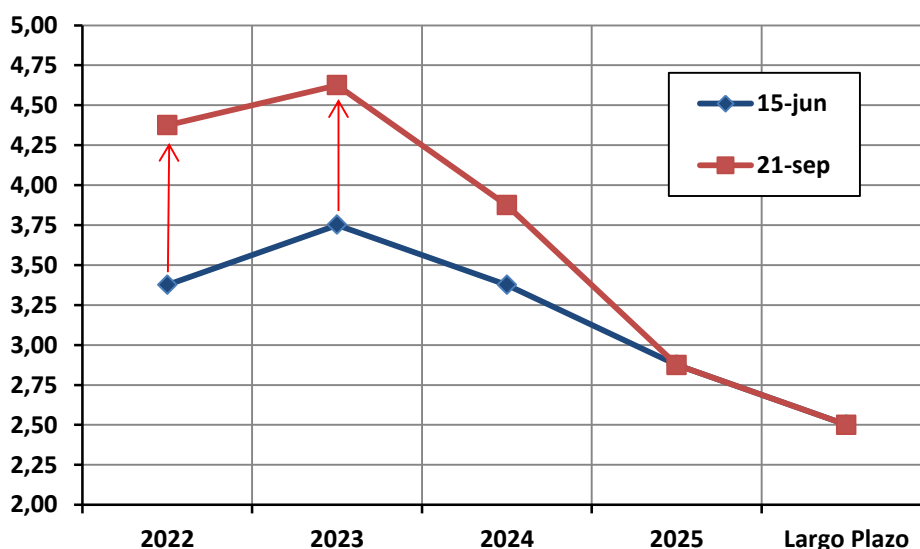
Fuente: Bloomberg

Una vez más, se comprueba que la fortaleza de los precios de los servicios, apuntalados por el dinamismo del consumo de estas categorías, está compensando la desaceleración de los precios de los bienes que, según las estadísticas de ventas minoristas, están perdiendo participación en el consumo. La persistencia en los precios de los servicios está relacionada con el vigor que continúan mostrando los indicadores del mercado laboral. En efecto, en agosto se crearon 315.000 nuevos empleos, no muy lejos del promedio de 380.000 de los últimos 6 meses, sin señales aun de debilitamiento de la demanda laboral. La tasa de desempleo pasó de 3,3% en julio a 3,5% en agosto, que todavía es un nivel muy bajo en términos históricos. La suba de la tasa de desempleo se explica por el aumento de 0,2 puntos porcentuales de la tasa de participación laboral, que se ubicó en 62,4%, el máximo nivel postpandemia. La fortaleza que mantiene el mercado laboral también se aprecia en el indicador salarial, los ingresos laborales promedio por hora, que se mantuvieron en el 5,2%, que sigue siendo un ritmo muy elevado en términos históricos.

En la reunión del 21 de septiembre la Fed volvió a subir la tasa de Fondos Federales en 75 p.b. a un rango de 3-3,25%. En su presentación en la conferencia anual de política monetaria de Jackson Hole a fines de agosto, el presidente de la Fed J. Powell había dejado en claro que estaban determinados a seguir subiendo la tasa todo lo que fuera necesario hasta asegurarse

que la inflación retorne al nivel objetivo de largo plazo de 2%, por lo que no alcanzaban uno o dos datos que apuntaran a la desaceleración de precios para dar por cumplida dicha tarea. La sorpresa alcista del dato de inflación de agosto, junto con la fortaleza del último reporte de empleo, implicaban que la Fed no tenía motivos para desacelerar el ritmo de suba de tasas respecto a los 75 p.b. que subió en la reunión previa en junio. Si bien esta suba de 75 p.b. estaba plenamente anticipada por analistas e inversores<sup>6</sup>, lo que capturó la atención y volvió a sacudir a los mercados financieros fue la nueva revisión al alza de la trayectoria de tasas de interés para los próximos años proyectada por los miembros de la Fed, reflejada en el “dot-plot” publicado luego de la reunión. **La mediana de las proyecciones de los 19 miembros para el punto medio del rango de la tasa de Fed Funds a fin de 2022 aumentó 100 p.b. de junio a septiembre, pasando de 3,375% a 4,375%. Para 2023, el aumento fue de 3,75% a 4,625%, que ahora sería el nuevo “techo” del ciclo alcista de tasas, antes de empezar a bajar en 2024 a 2,875% (véase el gráfico 10).**

**GRÁFICO 10. EE.UU. MEDIANA DE PROYECCIONES DE TASA DE FONDOS FEDERALES DE LOS MIEMBROS DE LA FED (%)**



Fuente: Bloomberg

Para las elecciones de medio término a celebrarse en noviembre, las encuestas apuntan a que los Demócratas retendrán el control del Senado, aunque sin alcanzar la mayoría absoluta de 60 escaños, mientras que los Republicanos podrían arrebatárles la Cámara de Representantes. En el último mes, la imagen del presidente Biden muestra una leve mejora desde niveles muy bajos (de un mínimo de 37% en julio a 42% en la última medición en septiembre), pero que no parece suficiente como para torcer el rumbo del resultado electoral que anticipan las encuestas. Si se diera esta configuración, el gobierno demócrata tendría menos margen para impulsar su agenda de gobierno, que de todos modos en el último año ha quedado bastante desdibujada ante la aceleración de la inflación.

<sup>6</sup> La cotización de mercado de los futuros de Fondos Federales antes de la reunión de la Fed tenía implícita una probabilidad de 100% de una suba de 75 p.b. y descontaban una probabilidad de 20% de una suba de 100 p.b.



## PRÓXIMOS INDICADORES Y EVENTOS

2022		Septiembre				
LUNES	MARTES	MIÉRCOLES	JUEVES	VIERNES	SÁBADO	DOMINGO
26	27	28	29	30	1	2
INDEC: Estimador mensual de actividad económica (EMAE). Julio de 2022	INDEC: Encuesta nacional de centros de compras. Julio de 2022 Encuesta de supermercados y autoservicios mayoristas. Julio de 2022.	INDEC: Incidencia de la pobreza y de la indigencia. Primer semestre de 2022	INDEC: Índice de salarios. Julio de 2022.	Bureau of Economic Analysis (EE.UU.): PBI por estado 2° trimestre de 2022 y revisión anual 2021.		

2022		Octubre				
LUNES	MARTES	MIÉRCOLES	JUEVES	VIERNES	SÁBADO	DOMINGO
26	27	28	29	30	1	2
						Elecciones presidenciales en Brasil
3	4	5	6	7	8	9
		Bureau of Economic Analysis (EE.UU.): comercio internacional de bienes y servicios. Agosto de 2022.	INDEC: Índice de Producción Industrial manufacturero (IPI manufacturero). Agosto de 2022. Indicadores de coyuntura de la actividad de la construcción. Agosto de 2022.	Bureau of Labor Statistics (EE.UU.): Situación del Empleo. Septiembre de 2022.		
10	11	12	13	14	15	16
	IBGE (Brasil): Índice de Precios al Consumidor (IPC Nacional e IPCA). Septiembre de 2022. Encuesta producción industrial mensual. Agosto de 2022.	Bureau of Labor Statistics (EE.UU.): Índice de Precios para los productores (IPP). Julio de 2002.	Bureau of Labor Statistics (EE.UU.): Índice de Precios al Consumidor (IPC). Julio de 2002.	INDEC: Índice de precios al consumidor (IPC). Septiembre de 2022.		

## ANEXO ESTADÍSTICO

Indicador	Jun-21	Jul-21	Ago-21	Sep-21	Oct-21	Nov-21	Dic-21	Ene-22	Feb-22	Mar-22	Abr-22	May-22	Jun-22	Jul-22	Ago-22
<b>Precios</b>															
IPC Nacional (INDEC) Var. % m/m	3,2%	3,0%	2,5%	3,5%	3,5%	2,5%	3,8%	3,9%	4,7%	6,7%	6,0%	5,1%	5,3%	7,4%	7,0%
IPC Nac. Núcleo Var. % m/m	3,6%	3,1%	3,1%	3,3%	3,2%	3,3%	4,4%	3,3%	4,5%	6,4%	6,7%	5,2%	5,1%	7,3%	6,8%
IPC Alim. y beb. no alc. Var. % m/m	3,2%	3,4%	1,5%	2,9%	3,4%	2,1%	4,3%	4,9%	7,5%	7,2%	5,9%	4,4%	4,6%	6,0%	7,1%
IPC Nacional (INDEC) Var. % a/a	50,2%	51,8%	51,4%	52,5%	52,1%	51,2%	50,9%	50,7%	52,3%	55,1%	58,0%	60,7%	64,0%	71,0%	78,5%
IPC Nac. Núcleo Var. % a/a	54,5%	55,4%	55,5%	57,0%	56,6%	55,5%	54,9%	54,0%	54,5%	57,3%	60,5%	63,2%	65,5%	72,2%	78,4%
IPC Alim. y beb. no alcohólicas Var. % a/a	53,2%	56,4%	53,4%	53,4%	51,4%	50,5%	50,3%	50,5%	55,8%	59,7%	62,1%	64,2%	66,4%	70,6%	80,0%
IPC GBA (INDEC) Var. % m/m	3,1%	3,1%	2,6%	3,8%	3,8%	2,3%	4,1%	3,9%	4,6%	6,7%	6,2%	4,8%	5,5%	7,4%	7,0%
IPC GBA Núcleo Var. % m/m	3,5%	3,4%	3,1%	3,4%	3,3%	3,3%	4,6%	3,3%	4,5%	6,1%	7,0%	5,0%	5,3%	7,4%	6,9%
IPCBA (CABA) Var. % m/m	3,2%	2,9%	2,9%	3,4%	3,7%	2,5%	3,8%	4,0%	4,1%	5,9%	5,3%	5,5%	5,1%	7,7%	6,2%
IPC GBA (INDEC) Var. % a/a	48,3%	50,4%	50,1%	51,7%	52,0%	50,9%	51,4%	52,4%	53,8%	55,9%	59,0%	61,2%	66,9%	71,8%	79,1%
IPC GBA Núcleo Var. % a/a	53,0%	54,6%	54,4%	56,2%	56,0%	54,9%	55,1%	55,4%	55,8%	58,4%	61,8%	64,0%	66,8%	73,3%	79,8%
IPCBA (CABA) Var. % a/a	43,9%	45,8%	46,5%	48,1%	49,9%	49,1%	49,2%	49,5%	51,3%	54,1%	56,0%	58,8%	61,8%	69,2%	74,6%
<b>Expectativas de Inflación (UTDT)</b>															
Mediana	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	60,0	50,0
Media	51,4	49,1	48,0	48,6	46,7	50,4	51,3	51,1	50,3	53,7	52,2	58,4	57,9	62,5	60,6
<b>Indicadores Fiscales SPNF (Var. % a/a)</b>															
Ingresos Totales	90,3%	73,7%	70,1%	161,4%	69,8%	69,3%	87,3%	47,8%	61,5%	91,7%	77,9%	58,7%	64,9%	82,8%	s/d
Gastos Totales	41,0%	47,3%	60,7%	40,1%	84,9%	73,8%	76,5%	71,9%	67,1%	84,0%	84,6%	76,7%	74,2%	64,7%	s/d
Ingr. Primarios (sin Rentas de la Prop.)	86,0%	72,2%	67,1%	164,5%	66,8%	65,1%	84,3%	50,2%	60,7%	67,7%	58,9%	55,5%	57,7%	74,1%	s/d
Gastos Primarios	40,1%	44,7%	64,8%	42,5%	83,0%	76,0%	77,1%	56,9%	70,0%	84,9%	87,4%	88,3%	75,3%	62,0%	s/d
<b>Recursos tributarios (Var. % a/a)</b>															
Recaudación total	69,0%	66,9%	64,2%	61,0%	58,7%	59,5%	73,6%	51,6%	62,8%	62,5%	64,0%	79,9%	82,1%	87,0%	72,2%
Dirección General Impositiva	55,1%	51,7%	52,0%	54,4%	48,2%	55,4%	61,7%	45,3%	55,2%	49,8%	65,8%	66,3%	78,7%	122,8%	75,2%
Dirección General de Aduanas	125,1%	113,1%	102,8%	73,8%	65,0%	78,1%	84,0%	58,7%	68,5%	67,7%	79,7%	87,1%	73,9%	82,3%	103,4%
Sistema de Seguridad Social	52,9%	62,6%	63,7%	63,5%	65,0%	69,7%	67,8%	64,6%	66,1%	64,4%	72,1%	75,8%	83,2%	79,2%	81,4%

Indicador	Jun-21	Jul-21	Ago-21	Sep-21	Oct-21	Nov-21	Dic-21	Ene-22	Feb-22	Mar-22	Abr-22	May-22	Jun-22	Jul-22	Ago-22
<b>Confianza del Consumidor (UTDT)</b>															
Indice	34,6	37,9	39,8	40,5	40,2	39,7	37,8	40,1	39,4	36,9	35,7	36,3	39,1	34,7	37,1
Var. % m/m	-2,1%	9,3%	5,0%	1,9%	-0,8%	-1,3%	-4,9%	6,3%	-1,8%	-6,4%	-3,2%	1,6%	7,7%	-11,1%	6,6%
Var. % a/a	-12,2%	-0,8%	-3,8%	0,5%	3,6%	-2,9%	-3,9%	5,1%	4,6%	-3,4%	1,1%	2,5%	12,8%	-8,2%	-6,8%
<b>Indicadores de Actividad</b>															
EMAE (INDEC) Var. % a/a	11,7%	11,8%	12,8%	11,3%	6,7%	9,3%	9,8%	5,1%	9,1%	4,8%	5,1%	7,4%	6,4%	s/d	s/d
Var m/m, sin estacionalidad	2,8%	0,9%	1,7%	0,9%	-0,6%	1,2%	1,2%	-1,0%	1,2%	-0,4%	0,5%	0,3%	1,1%	s/d	s/d
Venta de autos O Km (ADEFA) Var. % a/a	18,6%	8,4%	-8,0%	-26,7%	-24,1%	-11,5%	-16,1%	-26,2%	-4,7%	4,5%	3,3%	20,4%	32,1%	20,8%	11,9%
Var m/m, con estacionalidad	0,6%	-13,6%	7,0%	5,5%	-1,6%	10,0%	17,7%	-38,4%	26,2%	33,0%	-8,8%	9,3%	10,4%	-20,96%	-0,89%
Producción Industrial (FIEL) Var. % a/a	23,2%	13,9%	12,9%	9,0%	5,4%	8,4%	8,9%	-0,6%	8,6%	2,5%	5,0%	8,4%	5,2%	1,9%	s/d
Var m/m, desest.	1,4%	1,8%	-0,3%	-0,6%	-1,7%	2,2%	1,2%	-0,5%	1,8%	2,2%	2,6%	0,1%	-0,6%	-2,9%	s/d
Producción Industrial (INDEC) Var. % a/a	19,5%	12,7%	13,9%	10,1%	4,4%	9,9%	10,3%	-0,8%	8,7%	3,6%	4,7%	11,9%	6,9%	5,1%	s/d
ISAC (INDEC) Var. % a/a	28,4%	19,8%	22,7%	12,4%	7,8%	7,7%	4,5%	-5,0%	7,3%	1,9%	8,8%	20,0%	7,2%	5,2%	s/d
Construcción (Grupo Construya) Var. % a/a	29,3%	7,4%	11,3%	5,5%	-5,0%	6,6%	15,4%	3,9%	10,5%	9,2%	8,7%	17,0%	4,9%	8,4%	12,1%
Var. % m/m, desest.	6,5%	1,1%	-2,5%	-4,6%	7,5%	-1,3%	-6,7%	-5,0%	11,2%	3,7%	4,9%	-5,3%	3,4%	7,6%	-9,9%
Despachos de Cemento (AFCP) Var. % a/a	20,6%	21,4%	18,8%	7,4%	6,1%	1,5%	4,1%	-2,0%	15,7%	7,6%	9,8%	24,2%	14,3%	9,4%	12,3%
<b>Indicadores del Sector Externo</b>															
Exportaciones en USD	7.010	7.252	8.099	7.570	6.863	6.191	6.587	5.548	6.452	7.354	8.337	8.254	8.432	7.773	s/d
Var. % a/a	46,5%	47,1%	63,5%	60,1%	46,8%	37,6%	85,9%	12,9%	35,1%	28,6%	35,7%	21,2%	20,3%	7,2%	s/d
Importaciones en USD	5.909	5.715	5.754	5.886	5.247	5.767	6.216	5.251	5.634	7.083	6.883	7.886	8.547	8.210	s/d
Var. % a/a	79,1%	65,6%	64,0%	42,6%	31,0%	40,1%	59,1%	36,6%	51,7%	33,1%	47,3%	53,4%	44,6%	43,7%	s/d
Saldo Comercial en USD	1.101	1.537	2.345	1.684	1.616	424	371	297	818	271	1.454	368	-115	-437	s/d
Precios Materias Primas BCRA (dic 2001=100)	311,8	297,9	293,3	279,6	281,7	292,6	295,8	313,9	333,8	371,5	373,4	373,5	368,8	336,5	347,7
Var. % a/a	64,2%	52,0%	47,0%	32,2%	24,6%	22,4%	19,0%	15,2%	19,0%	31,1%	26,9%	24,5%	18,3%	13,0%	18,5%

Indicador	Jun-21	Jul-21	Ago-21	Sep-21	Oct-21	Nov-21	Dic-21	Ene-22	Feb-22	Mar-22	Abr-22	May-22	Jun-22	Jul-22	Ago-22
<b>Indicadores Monetarios (saldos promedios mensuales)</b>															
<b>Base Monetaria (\$ M.M.)</b>	<b>2.702</b>	<b>2.864</b>	<b>2.933</b>	<b>2.931</b>	<b>3.033</b>	<b>3.152</b>	<b>3.383</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>
Circulante	1.935	2.091	2.139	2.165	2.215	2.291	2.504	2.677	2.685	2.674	2.685	2.743	2.935	3.200	3.233
Otros pasivos BCRA en mon. local: (a) + (b) + (c)	4.847	4.892	5.320	5.572	5.719	5.870	6.103	6.368	6.328	6.563	6.942	7.483	8.102	9.164	9.315
(a) Deuda Remun (LELIQ+NOCOM)	2.028	2.015	2.078	2.144	2.159	2.125	2.134	2.906	3.701	4.153	4.533	4.980	5.390	5.863	6.029
(b) Pasivos netos por pasés	1.562	1.572	1.896	2.032	2.106	2.234	2.368	1.781	930	650	577	554	628	1.044	942
(c) Depósitos del Gobierno	1.257	1.305	1.346	1.397	1.453	1.511	1.601	1.680	1.697	1.759	1.832	1.948	2.084	2.257	2.344
<b>Reservas intern. brutas (U\$S M.M.)</b>	<b>42,4</b>	<b>42,8</b>	<b>43,5</b>	<b>44,9</b>	<b>42,9</b>	<b>42,5</b>	<b>40,6</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>Dep. en mon.ext. en BCRA (U\$S M.M.)</b>	<b>10,6</b>	<b>10,7</b>	<b>11,1</b>	<b>11,5</b>	<b>19,0</b>	<b>18,8</b>	<b>18,2</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>(BaseMon.+ Pas.noMon.)/(Rvas.Int.Brut - Dep.en U\$S en BCRA)</b>	<b>237,3</b>	<b>241,3</b>	<b>254,8</b>	<b>254,6</b>	<b>366,2</b>	<b>380,3</b>	<b>423,7</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>Tipo de cambio mayorista bancos (\$ / U\$S)</b>	<b>95,3</b>	<b>96,2</b>	<b>97,2</b>	<b>98,3</b>	<b>99,2</b>	<b>100,3</b>	<b>101,9</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>Depósitos bancarios (saldos promedios mensuales)</b>															
<b>Total depósitos (\$ M.M.)</b>	<b>9.341</b>	<b>9.649</b>	<b>9.923</b>	<b>10.223</b>	<b>10.610</b>	<b>10.949</b>	<b>11.467</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>
Sector privado	7.527	7.868	8.095	8.334	8.634	8.859	9.297	9.671	9.854	10.154	10.624	11.277	12.075	13.048	13.406
Sector público	1.813	1.781	1.828	1.889	1.976	2.090	2.170	2.357	2.277	2.413	2.456	2.589	2.701	2.820	3.029
<b>En moneda local (\$ M.M.)</b>	<b>7.544</b>	<b>7.832</b>	<b>8.077</b>	<b>8.364</b>	<b>8.721</b>	<b>9.067</b>	<b>9.609</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>
Sector privado	5.980	6.301	6.502	6.727	7.019	7.264	7.743	8.056	8.232	8.488	8.889	9.465	10.163	11.113	11.431
Sector público	1.564	1.532	1.574	1.637	1.702	1.803	1.866	2.024	1.935	2.067	2.105	2.225	2.342	2.429	2.631
<b>En moneda extranjera (\$ M.M.)</b>	<b>1.797</b>	<b>1.817</b>	<b>1.846</b>	<b>1.860</b>	<b>1.889</b>	<b>1.881</b>	<b>1.857</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>
Sector privado	1.547	1.567	1.593	1.607	1.615	1.595	1.554	1.615	1.622	1.667	1.735	1.812	1.912	1.935	1.975
Sector público	249	250	253	254	274	287	303	333	344	346	351	364	359	391	398
<b>En moneda extranjera (U\$S M.M.)</b>	<b>18,9</b>	<b>18,9</b>	<b>19,0</b>	<b>18,9</b>	<b>19,0</b>	<b>18,8</b>	<b>18,2</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>
Sector privado	16,2	16,3	16,4	16,3	16,3	15,9	15,3	15,5	15,3	15,2	15,3	15,4	15,6	15,1	14,6
Sector público	2,6	2,6	2,6	2,6	2,8	2,9	3,0	3,2	3,2	3,2	3,1	3,1	2,9	3,0	2,9
<b>Tasas de interés nominales</b>															
<b>Tasa de control monetario BCRA (% anual) Prom. mensual</b>	<b>38,0</b>	<b>38,0</b>	<b>38,0</b>	<b>38,0</b>	<b>38,0</b>	<b>38,0</b>	<b>38,0</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>Tasas activas (% anual)</b>															
Call en pesos entre bancos privados	29,2	29,6	28,6	29,0	29,0	28,5	28,6	28,7	29,4	31,2	32,2	34,7	36,9	41,7	52,7
Adel. cta.cte. en pesos a empresas no financ. por \$ 10 M o más, con acuerdo, de 1 a 7 días	35,8	35,8	35,5	35,7	35,2	35,2	35,4	35,7	36	37,2	38,9	40,6	42,5	46,7	61,8
Préstamos personales	52,6	53,8	53,1	53,6	52,8	51,8	52,9	54,9	55,8	55,9	57,9	58,9	60,2	65,7	75,3
<b>Tasas pasivas (% anual)</b>															
BADLAR	33,4	33,4	33,3	33,3	33,4	33,4	33,4	36,0	37,3	39,5	42,4	44,6	47,2	50,1	59,5
Plazo fijo en \$ hasta \$ 100.000	36,1	36,1	36,0	36,0	36,1	36,0	36,0	37,8	39,0	41,2	43,8	46,0	49,0	52,1	64,4
Plazo fijo en \$ más de \$ 1.000.000	32,9	32,9	32,7	32,9	33,0	32,7	32,9	35,6	36,7	38,9	41,8	43,9	46,6	49,6	58,8