

Informe Económico Mensual



USAL
UNIVERSIDAD
DEL SALVADOR

Instituto de Investigación

Nº 202 Año 22 – 16 de febrero de 2022

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

EL DATO DEL MES

Precio del petróleo. Ante la probabilidad de una invasión militar rusa a Ucrania, el 14 de febrero el precio del barril de petróleo llegó a su máximo desde septiembre de 2014: el Brent cotizó a U\$S 96,7 y el WTI a U\$S 95,8.

LO QUE HAY QUE SABER

Argentina. El gobierno anunció un preacuerdo con el FMI. Se espera una postergación de pagos y un “miniajuste” hasta que la próxima administración lo renegocie a partir de 2024. El rechazo del kirchnerismo duro y las expresiones del Presidente en la gira por Rusia y China sumaron incertidumbre sobre el cierre del acuerdo con el FMI y su aprobación por el Congreso.

Tasas de interés en suba. Ante la persistencia de la inflación, los bancos centrales de los países desarrollados están adoptando políticas monetarias cada vez más restrictivas. En EE.UU. se espera que la Fed implemente al menos 5 subas de 25 b.p. hasta fin de 2022. En la Eurozona, la cautela del BCE fortalece al euro, y ha impulsado fuertes subas de los rendimientos de los bonos soberanos de países periféricos.

OTAN vs. Rusia. El gobierno de Rusia está amenazando con una invasión a Ucrania para que este país no se incorpore a la OTAN. Los países occidentales responderían con sanciones económicas efectivas, pero poco creíbles, ya que también impactarán sobre las economías europeas. Mientras pasan los días, parece aumentar la probabilidad de un ataque armado ruso a Ucrania.

LO QUE VIENE

Argentina y el FMI. El texto del Acuerdo probablemente se conozca hacia el 1º de marzo. Su aprobación en el Congreso de la Nación es por ahora incierta, de modo que la posibilidad de impago al FMI no está totalmente descartada.

Cosecha en baja: Los daños de la sequía no serían reversibles. Se espera, según un estudio de la Bolsa de Cereales de Rosario un costo directo de U\$S 2.930 M para el sector agropecuario, y una pérdida total para la economía de U\$S 4.800 M (alrededor de 1% del PBI). A los incrementos de tarifas públicas y precios de combustibles, se sumarán presiones a la suba por varios meses en los precios de los alimentos.

Precio de combustibles y energía: Un ataque a Ucrania de Rusia implicaría sanciones de Europa y EE.UU. que bloquearía el transporte de gas y petróleo a la Unión Europea, lo que dispararía el precio internacional del gas, del petróleo y de la energía. Aun sin un conflicto abierto operadores de varios países esperan que el precio del barril de petróleo mayor a los U\$S 100, y un escenario generalizado de estanflación si los bancos centrales reaccionan con política monetarias demasiado restrictivas.

PRINCIPALES INDICADORES HASTA FIN DE ENERO DE 2022

		2021			2022	Tendencia
		Octubre	Noviembre	Diciembre	Enero	hasta enero 2022
IPC Var. % mensual		3,5%	2,5%	3,8%	3,9%	
IPC Var. % interanual		52,1%	51,2%	50,9%	50,7%	Estable
Industria % uso capacidad instalada		64,7%	68,8%	s.d.	s.d.	

		2021			2022	Tendencia
		Octubre	Noviembre	Diciembre	Enero	hasta enero 2022
LELIQ Tasa % nominal anual en \$ al último día del mes		38,0%	38,0%	38,0%	40,0%	
EMBI Arg. Riesgo país en puntos básicos al último día del mes		1.712	1.914	1.688	1.723	
Dólar \$/U\$S mayorista promedio bancos al último día del mes		99,7	100,9	102,8	105,02	
IVA DGI Recaudación Mensual Var. % interanual		48,2%	55,4%	118,3%	45,3%	
Depósitos en pesos Sector privado Var. % saldos promedios mensuales		4,0%	3,5%	6,6%	3,9%	
Depósitos en dólares Sector privado Var. % saldos promedios mensuales		-0,5%	- 2,3%	- 4,0%	1,9%	

INDICADORES DE PRECIOS, ACTIVIDAD Y COMERCIO EXTERIOR

Adolfo Bosch

I. PRECIOS

VARIABLE		FUENTE	Periodo	Unidad	Valor	Periodo anterior		
PRECIOS	IPC NACIONAL	INDEC	Enero 2022	Var. % mensual	3,9%	3,8%		
				Var.% interanual	50,7%	50,9%		
	IPC G.B.A		Enero 2022	Var. % mensual	3,9%	4,1%		
				Var.% interanual	52,4%	51,4%		
	IPC C.A.B.A		Dirección General de Estadística y Censos. GCBA	Enero 2022	Var. % mensual	4,0%	3,8%	
					Var.% interanual	49,5%	49,2%	

II. ACTIVIDAD

VARIABLE		FUENTE	Periodo	Unidad	Valor	Periodo anterior	
Demanda interna	Ventas en Shoppings	INDEC	Noviembre 2021	Var. % i.a. acumulado vs. acum. año anterior a precios constantes	82,3%	85,9%	
	Ventas en Supermercados		Noviembre 2021	Var. % i.a. acumulado vs. acum. año anterior a precios constantes	0,9%	0,5%	
	Patentamiento autos 0 Km	ACARA	Enero 2022	Var.%interanual	-13,1%	11,5%	
Actividad	Estimador Mensual de Actividad Economica PBI	INDEC	Noviembre 2021	Var.% mensual (sin estacionalidad)	1,7%	-0,9%	
				Var.% interanual	9,3%	6,7%	
3° trim. 2021	Var. % jul-set '21 vs jul-set '20		11,9%	17,9%			
Actividad Industrial	IPI Manufacturero		Diciembre 2021	Var.% interanual	10,1%	9,9%	
	Uso capacidad instalada		Noviembre 2021	% uso capacidad instalada	68,8%	64,7%	
Construcción	Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción		Diciembre 2021	Var.% interanual	4,6%	7,7%	
Ingresos tributarios relacionados con la actividad interna	IVA DGI (Bruto)	AFIP	Enero 2022	Var % mensual	7,0%	11,4%	
				Var. interanual	45,3%	61,7%	
	Var % mensual			39,0%	2,8%		
	Var. interanual			64,6%	67,8%		
	Créditos y Débitos en Cta.Cte.			Var % mensual	-7,3%	18,1%	
	Var. interanual	64,0%	82,9%				

III. COMERCIO EXTERIOR

VARIABLE		FUENTE	Periodo	Unidad	Valor	Periodo anterior	
Comercio Exterior	Exportaciones	INDEC	Diciembre 2021	Nivel (US\$ M)	6.587	6.191	
				Var. % interanual	85,9%	37,6%	
	Importaciones			Nivel (US\$ M)	6.216	5.767	
				Var. % interanual	59,1%	40,1%	
	Saldo balanza comercial			Nivel (US\$ M)	371	424	

PANORAMA DE ARGENTINA

2022: UN AÑO ENTRE EL FMI, EL DÓLAR Y LA INFLACIÓN.

Héctor Rubini

El gobierno anunció un preacuerdo con el FMI. Se espera una postergación de pagos y un “miniajuste” hasta que la próxima administración lo renegocie a partir de 2024. El rechazo del kirchnerismo duro y las expresiones del Presidente en la gira por Rusia y China sumaron incertidumbre sobre el cierre del acuerdo con el FMI y su aprobación por el Congreso.

1. *Verano político con complicaciones*

La nueva configuración del Congreso de la Nación mostró que hasta el final de su gestión el Poder Ejecutivo tiene el poder bastante más acotado. La oposición logró en el Congreso de la Nación derribar el proyecto oficial de Ley de Presupuesto 2022, fuertemente cuestionada, pero con posibilidad de ser aprobada.

La sesión terminó con la votación en contra luego de una intervención del diputado Máximo Kirchner con comentarios ofensivos para los legisladores opositores que en conjunto se impusieron rechazando dicho proyecto. Sin embargo, días después no logró evitar la aprobación de los exiguos incrementos a los mínimos no imponibles del Impuesto a los Bienes Personales, fruto de ausencias injustificadas de legisladores opositores (dos de ellas por viajes al exterior por decisiones personales), que dejó al descubierto una visible falta de disciplina básica y de mínima responsabilidad, en particular de los legisladores del frente Juntos por el Cambio.

El Gobierno pareció recuperar cierta iniciativa hacia fin de diciembre cuando logró que todos los gobiernos provinciales, salvo el de la Ciudad de Buenos Aires, aceptaran suscribir un nuevo “Consenso Fiscal” con la Nación. El mismo implica un aumento de la carga impositiva a partir de este año, y bien puede leerse como un ingrediente implícito del preacuerdo con el FMI. Pero en enero y febrero se reavivaron las dudas sobre la solidez del capital político del Presidente:

- a) El 28 de enero el Presidente anunció los lineamientos de un preacuerdo con el FMI para la reprogramación de los pagos al organismo que se concentran entre este año y 2024, pero al otro día recibió duras críticas del vicepresidente del Banco de la Nación Argentina Claudio Lozano.¹ Luego, el lunes 31 de enero Máximo Kirchner, renunció a la presidencia del bloque oficialista de diputados nacionales, exigiendo al Ejecutivo o “llamar a las cosas por su nombre: no hablar de una dura negociación cuando no lo fue, y mucho menos hablar de “beneficios””. También trascendieron los términos de una discusión que sostuvo con el Presidente en términos nada amables. **Riesgo para el Ejecutivo: el eventual acuerdo con el FMI podría naufragar en el Congreso por el voto en contra de diputados “oficialistas” alineados con Máximo Kirchner.**
- b) La difusión en redes sociales de evidencia irrefutable de vacaciones en otros países de funcionarios (el caso más notorio el de la titular del PAMI, Luana Volnovich con su pareja que también es funcionario del organismo), cuando el Presidente les había requerido que no viajen al exterior y luego manifestara su desacuerdo con la presencia de familiares en el mismo organismo. Nada de eso tuvo efecto alguno y hasta el presente el primer mandatario parece imposibilitado, de facto, de remover a la funcionaria que pertenece a la agrupación “La Cándida” que responde a Máximo Kirchner. Similar situación enfrentó el año pasado el ministro de Economía Guzmán, imposibilitado de remover al Subsecretario de Energía, también de la misma agrupación. **Riesgo para el Ejecutivo: complicaciones en la gestión hasta diciembre de 2023 y en la organización de las listas de candidatos y de la campaña para las elecciones presidenciales de 2023.**
- c) La visita a Rusia y a China cuando el enfrentamiento de Rusia con la OTAN parece inminente, y la rivalidad entre China y EE.UU. no cede, no cayó bien en Washington. Tampoco las declaraciones del Presidente argentino ante su par ruso: “Yo estoy empecinado en que Argentina tiene que dejar esa dependencia tan grande que tiene con el Fondo y con Estados Unidos” ... “Tenemos que ver la manera de que Argentina se convierta en una puerta de entrada de Rusia en América Latina, para que Rusia ingrese de una manera más decidida”. Declaraciones más que imprudente que **pueden echar por tierra el intento de acuerdo con el FMI para llegar hasta fin de diciembre de 2023 sin pagarle al organismo, y para que el costo político de los inevitables ajustes recesivos sea soportado por otra administración.**

¹ Ver <https://unidadpopular.org.ar/2022/01/29/un-acuerdo-que-que-garantiza-la-impunidad/>

2. *Consenso fiscal: más presión impositiva para 2022.*

El 27 de diciembre el gobierno nacional anunció el “Consenso Fiscal 2022” entre Nación y provincias que permitirá aumentos de la presión tributaria en casi todas las provincias desde este año. El Jefe de Gobierno de la Ciudad de Buenos Aires no lo suscribió, si bien también en la jurisdicción porteña se observa un aumento de la carga tributaria de este año, así como de tasa y patentes automotores. A su vez los gobiernos de La Pampa y de San Luis manifestaron su “adhesión” a dicho Consenso, pero no lo suscribieron, ya que tampoco habían firmado el Consenso Fiscal 2027. Además, el gobierno de San Luis todavía tiene en curso demandas judiciales contra el Gobierno Nacional. El acuerdo anula la limitación de un pacto del año 2019 que impedía a los gobiernos provinciales aumentar la carga de impuestos a los ingresos brutos, a los vehículos automotores, sellos e inmobiliario. Además, libera a los gobiernos provinciales para crear tributos a la transmisión gratuita de bienes (legados, herencias, donaciones, cesiones), impuestos a la herencia (entre otros), aumentar su carga tributaria y aplicar alícuotas crecientes para que tengan “progresividad”.

CUADRO 1: ALÍCUOTAS DEL CONSENSO FISCAL 2022

Tributo	Base imponible	Alícuotas máximas hasta 2021	Alícuotas máximas a partir de este año	Provincias que bajarían alícuotas en 2022*	Provincias que podrían subir alícuotas en 2022*
Ingresos brutos ¹	Ingresos por ventas según actividades:				
	Actividad empresaria, inmobiliaria y de alquiler	4,0%	5,0%	Misiones	Todas las demás
	Agricultura, ganadería, caza, silvicultura, pesca y minería	Exenta	0,75%	Santa Cruz, San Luis, La Pampa, Chaco, Santiago del Estero.	Todas las demás
	Comercio mayorista, minorista y reparaciones	5,0%	5,0%		Todas
	Comunicaciones	3,0%	5,5%		Todas
	Construcción	2,0%	2,5%	Chubut, La Pampa, Salta, San Luis, Santa Cruz, Tucumán	Todas las demás
	Créditos hipotecarios	5,0%	Exentos		
	Electricidad gas y agua	Exentas	3,75% a 4,00%		
	Hoteles y restaurantes	4,0%	4,5%	Santa Fe	Todas las demás
	Industria manufacturera	Exenta	1,5%	La Pampa, Jujuy, Misiones, Neuquén, Santa Cruz	Todas las demás
	Industria papelera	3,0%	6,0%	Santa Cruz	Todas las demás
	Intermediación financiera	5,0%	9,0%	La Pampa, La Rioja	Todas las demás, salvo Buenos Aires, y Tucumán
	Servicios financieros	5,0%	9,0%	Córdoba, La Pampa, La Rioja	Todas las demás
	Servicios sociales y de salud	4,0%	4,75%	La Pampa	Todas las demás
	Telefonía celular	5,5%	6,5%	La Pampa y Santa Cruz	Corrientes, Formosa, Río Negro, San Luis, Tucumán y Tierra del Fuego
Transporte	Exento	2,0%	Chaco, Corrientes, Entre Ríos, Formosa, La Pampa, La Rioja, Misiones, Neuquén, Salta, San Juan, San Luis, Santa Cruz, Santiago del Estero.	Todas las demás	
Inmobiliario	Inmuebles urbanos y rurales	0,5% a 2%	0,5% a 3%		
Nuevo impuesto a los automotores	Todo tipo de vehículos		2% sobre 95% de valuación del vehículo a determinar por la Dir. Nac. de los Reg. Nac. De la Propiedad Automotor y Créditos Prendarios.		
Sellos	Compraventa de inmuebles		Alícuota máxima: 3,5%		
	Compraventa de automotores		Alícuota máxima: 3,0%		
	Otros actos		Alícuota máxima: 2,0%		
	Contratos y operaciones vinculados con loterías y juegos de azar		Sin alícuota máxima		

1: Las actividades relacionadas con tabaco, bebidas alcohólicas y juegos de azar no tienen alícuotas máximas

* Ver Origlio, Gabriela (2021): “Consenso Fiscal: Qué Provincias Deben Bajar Ingresos Brutos y Cuáles Podrán Subirlos”. *La Nación*, 28 de diciembre.

Fuente: elaboración propia en base a fuentes oficiales y privadas.

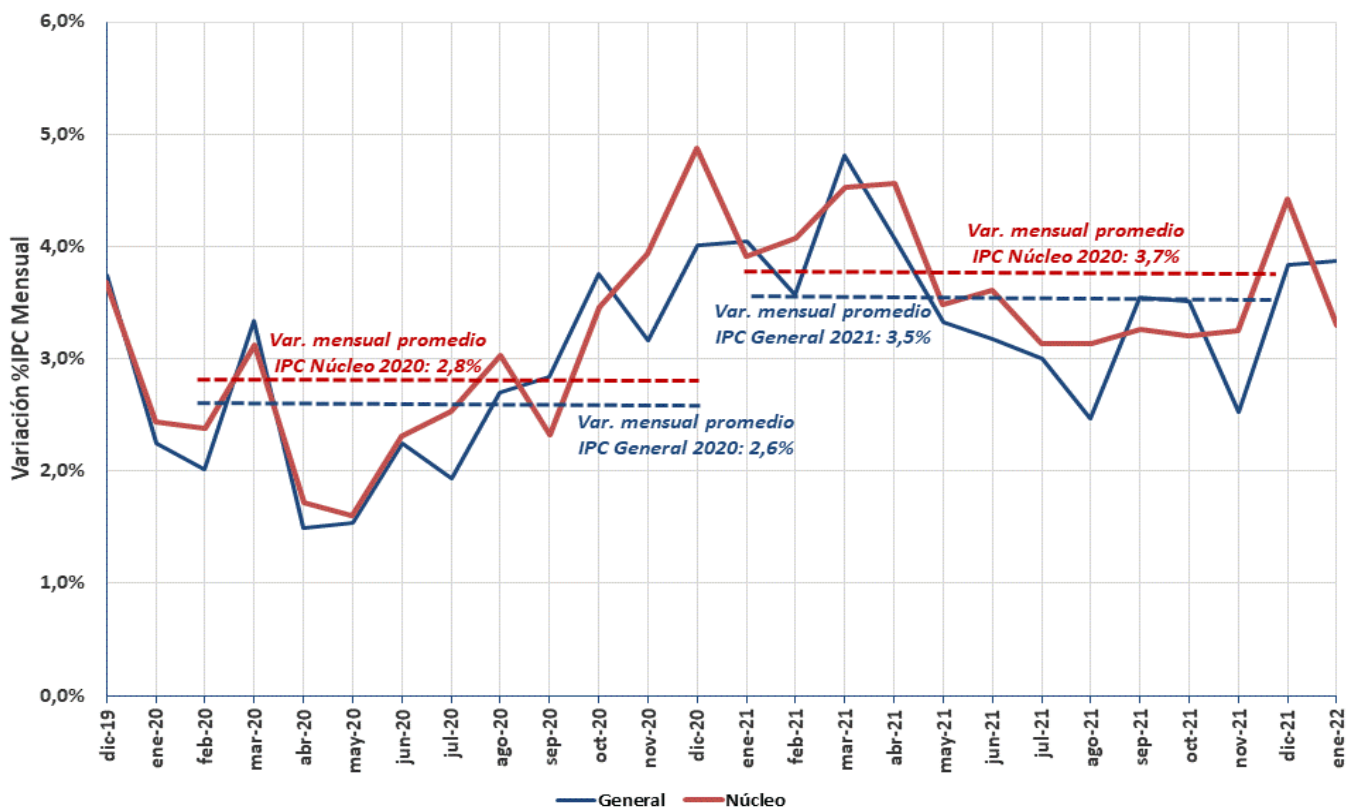
Para el largo plazo las provincias se comprometieron a aumentar la deuda en moneda extranjera sólo por créditos provenientes de organismos bilaterales o multilaterales de crédito, pagos pendientes de convenios firmados hasta al 31 de diciembre de 2021, y reestructuraciones de pasivos. En cuanto a la responsabilidad fiscal, se retomará la vigencia de los artículos suspendidos de la Ley N° 25.917 y se incorpora un aparente “límite” de crecimiento del gasto dado por el incremento del PIB, y el compromiso de no destinar el endeudamiento provincial a gastos corrientes, salvo excepciones. **Pero para el sector privado lo único concreto es la apertura a más subas de impuestos provinciales a partir de este año.**

3. Inflación: para arriba.

Desde diciembre se observa una fuerte recuperación del consumo, con efectos positivos en el turismo interno y varios rubros asociados (transporte de pasajeros, hotelería y gastronomía), pero a costa de una presión inflacionaria cada vez mayor. El Secretario de Comercio, Roberto Feletti, sostuvo que se mantendrán los acuerdos y controles de precios, y en los últimos días **ha sugerido alguna forma de intervencionismo en el mercado de viviendas, con la idea de algún nuevo impuesto, aplicable a la “vivienda ociosa”**.

Hasta ahora los controles de precios son absolutamente inefectivos. La inflación promedio de 2021 fue mayor a la de 2020, y con una inflación núcleo (excluye precios regulados y estacionales) mayor a la del IPC general, a la que se sumarán ajustes de tarifas y precios regulados este año, en general se espera una inflación mayor a la de 2021. El Relevamiento de Expectativas de Mercado del BCRA de enero pasado mostró que la estimación promedio de la inflación de 2022 era de 54,8%. Esto implica una inflación promedio mensual de 3,71%. Sin embargo, en los últimos días se conocieron varios ajustes hacia arriba de dicha estimación, hacia una inflación promedio mensual de 4%, lo que conduce a una inflación de 60,1% para 2022.

GRÁFICO 1: LA INFLACIÓN MENSUAL (IPC)



Fuente: INDEC

En diciembre de 2021 el Índice de Precios al Consumidor (IPC) subió **3,8% (50,9% interanual)** y para todo el año (IPC promedio de 2021 contra promedio de 2020) la inflación fue de **48,4%**. **El rubro de mayor suba de precios fue, por segundo año consecutivo, “Prendas de vestir y calzado”: 65,3%**. Para los dos años de la actual gestión (2020 y 2021) el IPC promedio mensual acumuló una suba de **110,8%**. **Nuevamente, la mayor suba se registró en “Prendas de vestir y calzado” (159,7%) seguida por “Recreación y cultura” (121,5%) y “Alimentos y bebidas no alcohólicas” (120,2%)**. Ya en 2022, enero registró una inflación fue de **3,9%**, impulsada por el rubro **“Comunicación” (7,5%) y “Restaurantes y hoteles” (5,7%)**. Respecto de enero de 2021 la inflación punta a punta fue de 50,7%, y los rubros de mayor aumento de precios en 12 meses fueron levemente superior a la de diciembre (50,7% interanual), y **los de mayores subas, “Prendas de vestir y calzado” (66,3%) y “Restaurantes y hoteles” (65,8%)**.

Para este año se prevén aumentos en tarifas públicas y precios regulados, sin moderar la emisión monetaria ni el sesgo expansivo de la política fiscal. En la audiencia pública del pasado 19 de enero, las transportadoras y distribuidoras de gas presentaron propuestas de incrementos **entre 70% y 120%, que implicaría una suba de las tarifas para los usuarios en torno del 30%, mientras el Gobierno autorizaría una suba del 20%** al igual que para las tarifas eléctricas. También

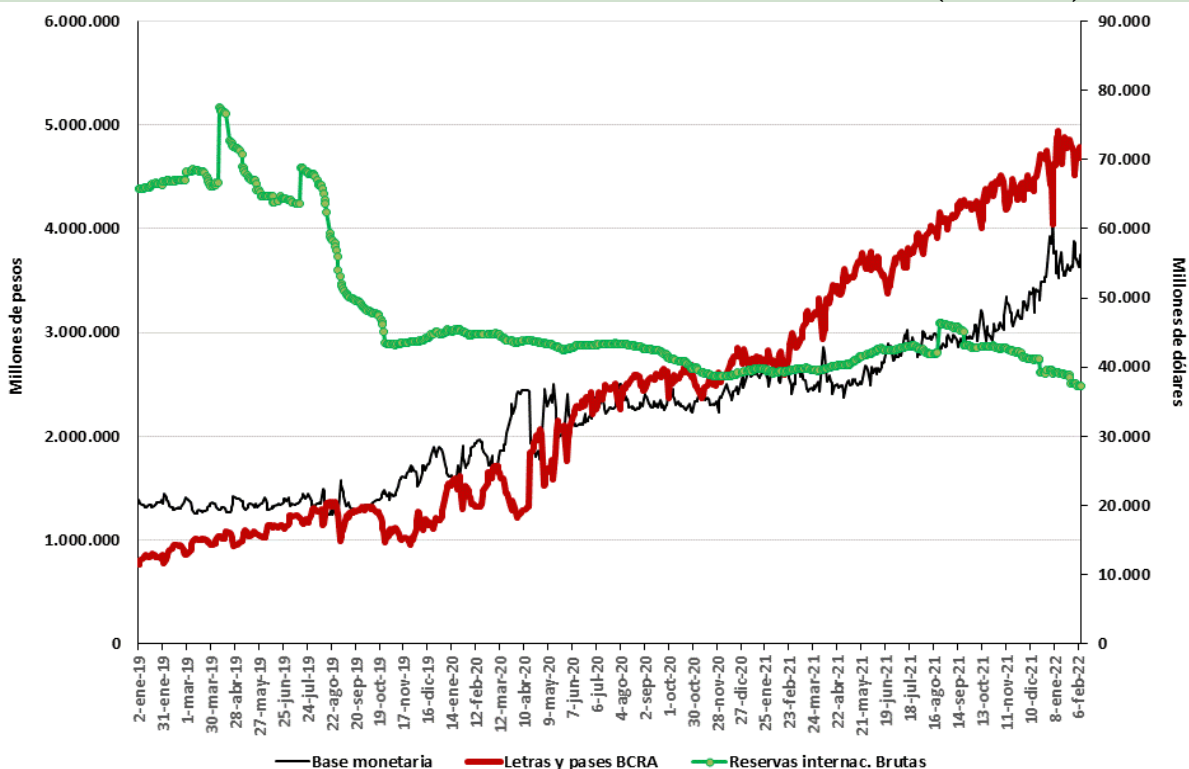
están pendientes incrementos en las tarifas de agua potable, y para la Ciudad de Buenos Aires estaría decidido retirar los subsidios a 32 líneas de colectivos. Pero no sólo aumentaría el valor del boleto para el transporte automotor de pasajeros, si no también el pasaje en subterráneos. Respecto de los combustibles YPF aplicó desde el 1° de febrero un incremento de 9% para todos sus productos y dos puntos adicionales para los productos premium. Igualmente son precios algo atrasados respecto de la evolución del precio internacional del barril, el tipo de cambio, el precio del etanol y del biodiesel, y en un contexto de expansión de demanda. Por consiguiente, no se pueden descartar nuevos incrementos en lo que resta del año.

Respecto de las tarifas eléctricas se retirarían los subsidios al consumo, pero no es claro el criterio. Días atrás se hizo circular un mapa con zonas de la ciudad de Buenos Aires que quedarían sin subsidios, **varias de las cuales ya pagan tarifas eléctricas y de gas sin subsidios desde diciembre de 2011**. En suma, tanto por la expansión fiscal y monetaria que sostiene el consumo interno, como por la suba de precios regulados, las expectativas de inflación y de pedidos de subas salariales se están ajustando para arriba. **Por ahora, la perspectiva general es que 2022 cerrará con una mayor inflación que en 2021, probablemente no inferior al 60%-65%.**

4. *El dólar: con cepo y presiones alcistas.*

Según el INDEC la balanza comercial de 2021 cerró con un superávit de U\$S 14.750 M.. De acuerdo a las estadísticas del mercado de cambios del BCRA, el saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos habrá sido positivo, por poco más de U\$S 7.500 M (1,6% del PBI), y un saldo negativo de la cuenta de capital y financiera por poco más de U\$S 5.200 M. Sin embargo, las reservas del BCRA han declinado continuamente, lo que en un esquema de controles de cambios prohibitivos indica que persiste la expectativa de una futura devaluación de la moneda. El anuncio de un preacuerdo con el FMI debilitó la expectativa de una devaluación abrupta de la moneda, pero todavía no ha sido cerrado dicho acuerdo, y a pesar de la liquidación de divisas del sector agroexportador, **el BCRA no cuenta con reservas líquidas suficientes para intervenir en el mercado de cambios, abastecer a importadores y proveer divisas al Tesoro para sus pagos externos**. El sesgo expansivo de la política monetaria se observa con un crecimiento marcadamente positivo de la base monetaria desde mediados del año pasado, y de la deuda remunerada del BCRA (letras y pases pasivos netos) desde el primer trimestre de 2021.

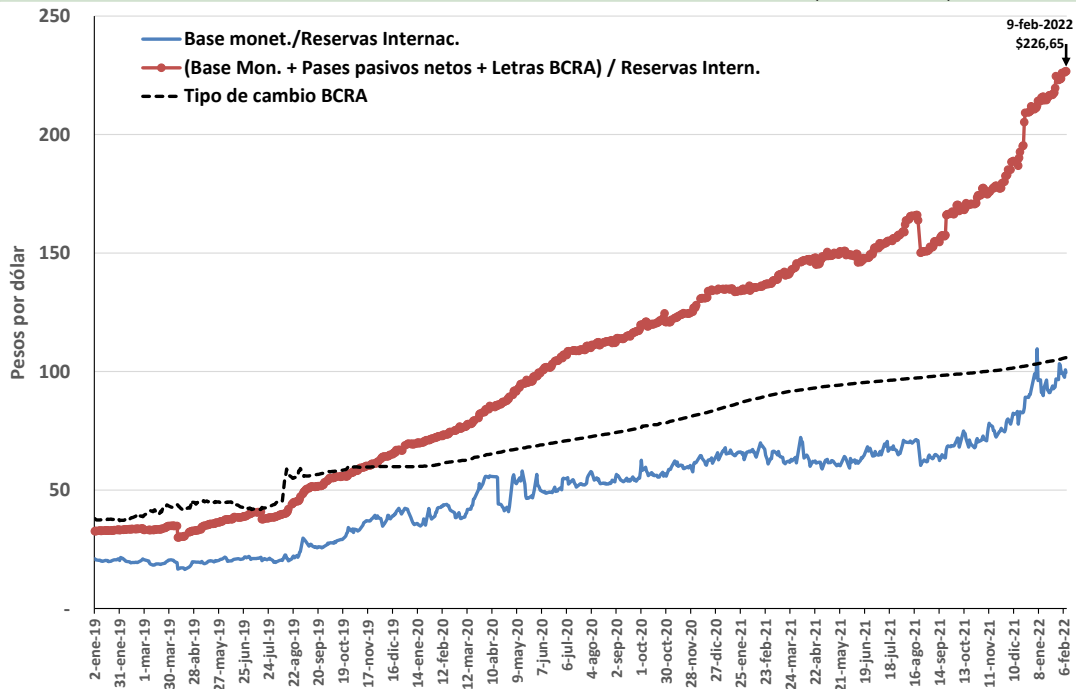
GRÁFICO 2: RESERVAS INTERNACIONALES BRUTAS Y PASIVOS DEL BCRA (2019-2022)



Fuente: BCRA.

Para el cociente entre los pasivos monetarios y remunerados del BCRA y el stock de reservas internacionales brutas, la relación cambiaria implícita al 9 de febrero era de \$226,65, mayor que el dólar “blue” vendedor, entonces a \$217.

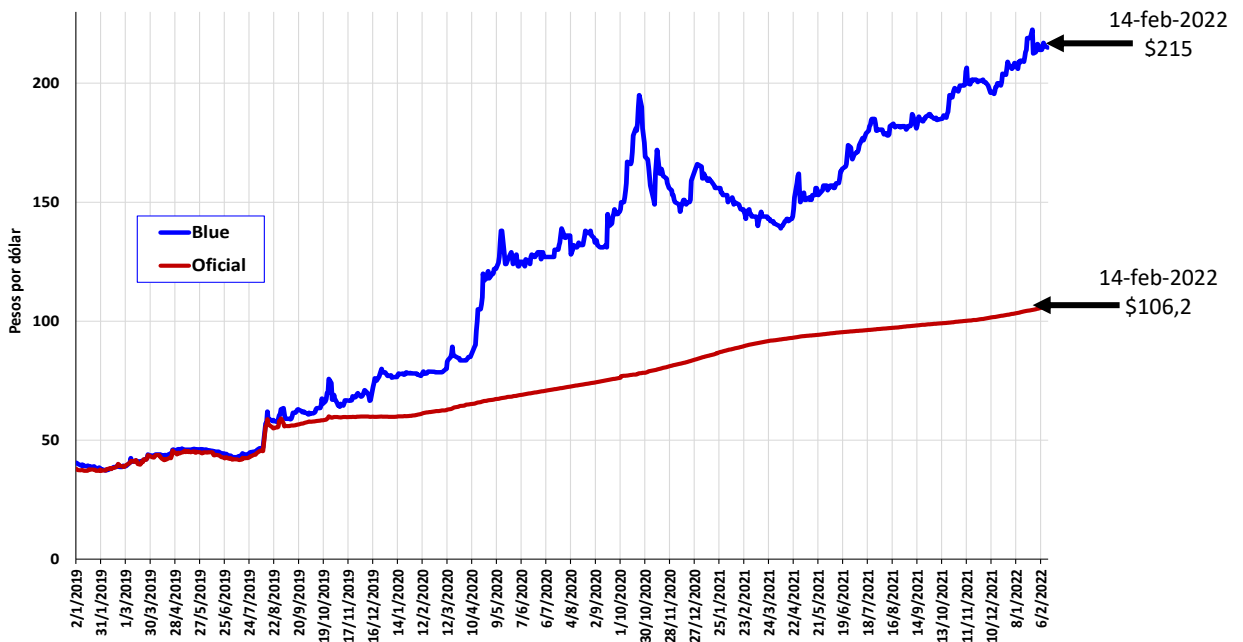
GRÁFICO 3: RESERVAS INTERNACIONALES BRUTAS Y PASIVOS DEL BCRA (2019-2022)



Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA

Desde mediados de diciembre recrudescieron las expectativas de una devaluación, ante la expectativa de que no haya acuerdo con el FMI. El anuncio de dicho acuerdo y el pago al organismo del vencimiento de capital de enero no calmó tanto al mercado: las brechas cambiarias entre el tipo de cambio informal (“blue”) y el oficial siguen en torno del 100%.

GRÁFICO 4: TIPO DE CAMBIO OFICIAL (BCRA) E INFORMAL (“BLUE”)



Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA y de casas de cambio.

Esto evidencia un persistente exceso de demanda de divisas, que se traduce en persistentes presiones alcistas sobre el tipo de cambio en los mercados “contado con liquidación”, “MEP” e informal (“blue”). Al respecto cabe observar que el 7 de enero la Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP) emitió la Resolución General 5135/2022 por la cual creó el “Sistema Integral de Monitoreo de Pagos al Exterior de Servicios” (SIMPES). Es un mecanismo para autorizar pagos por servicios al exterior según la existencia o no de incumplimientos del pago de impuestos y la capacidad económico-financiera del sujeto. Esto último lo realiza el ente recaudador en base a un algoritmo que computa dicha capacidad según

los datos declarados por el contribuyente y otros informantes (Res. Gral. AFIP 4294/2018). El BCRA emitió ese día la Com “A” 7433 que establece (con algunas excepciones) la exigencia de una declaración SIMPES aprobada previo al procesamiento y efectivo pago de servicios al exterior.

La actualización por parte de la AFIP de los parámetros de ese algoritmo redujo la capacidad económica financiera calculada para varias empresas, y también el monto máximo mensual de importaciones autorizadas. Esto ha complicado el normal abastecimiento de insumos importados, tanto para empresas que no lograron la aprobación de las declaraciones juradas (SIMI²) y otras con declaraciones ya aprobadas y los insumos embarcados.

De complicarse el flujo de insumos, la inercia reactivadora de la industria manufacturera se puede ir apagando en pocos meses más, lo cual también exacerbará expectativas inflacionarias, y sostendrá la demanda de dólares. El objetivo oficial es el de resguardar la oferta de dólares, pero si no se retrae la demanda, no se revertirán ni el exceso de demanda de divisas ni la presión alcista sobre el precio del dólar. A esto se suma, además, la caída de las reservas internacionales del BCRA: **las reservas líquidas y las netas propias del BCRA siguen en baja.**

CUADRO 2: RESERVAS INTERNACIONALES DEL BCRA (DIC. 2021 A FEB. 2022), EN U\$S M.

Concepto	7-nov-21	15-nov-21	23-nov-21	30-nov-21	7-dic-21	15-dic-21	23-dic-21	31-dic-21	7-ene-22	15-ene-22	23-ene-22	31-ene-22	7-feb-22	Var. en U\$S M 7 feb. 22 vs. 7 nov. 21	Var. % 7 feb. 22 vs. 7 nov. 21
I Reservas Brutas	42.790	42.523	42.153	41.530	41.250	41.105	39.156	39.662	39.122	39.133	38.945	37.589	37.213	-5.577	-13,0%
a Swap China (RMB 130.000 Mconv. a U\$S)	20.316	20.377	20.370	20.356	20.393	20.423	20.408	20.398	20.376	20.465	20.508	20.435	20.456		
b Préstamo BIS	3.702	3.702	3.703	3.703	3.703	3.703	3.703	3.704	3.704	3.704	3.704	3.704	3.705		
c DEG FMI 2021	2.479	2.479	2.479	2.479	2.479	2.479	523	523	523	523	523	523	523		
II = Reservas líquidas disponibles [I - a - b - c]	16.293	15.965	15.602	14.992	14.675	14.499	14.522	15.037	14.518	14.441	14.209	12.926	12.529	-3.764	-23,1%
Var. Semanal	-41	-328	-363	-610	-317	-176	23	515	-519	-77	-232	-1.283	-397		
III Dep entidades (encajes en U\$S)	12.046	12.048	12.049	11.447	11.464	11.571	11.485	12.113	12.083	12.168	12.075	12.033	12.035	-11	-0,1%
IV Pasivos (est.) por pases en U\$S	2.400	2.400	2.400	2.400	2.400	2.400	2.400	2.400	2.400	2.400	2.400	2.400	2.400		
VI = V - IV Reservas disponibles "propias" del BCRA	1.847	1.516	1.153	1.145	811	528	637	524	35	-126	-266	-1.507	-1.906	-3.753	
Var. Semanal	-177	-330	-364	-7	-334	-284	110	-113	-489	-162	-139	-1.241	-399		

Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA y estimaciones privadas alternativas.

La estimación del Cuadro 2 es una aproximación a partir de información de los balances semanales del BCRA e información adicional no desagregada por la autoridad monetaria. De ahí que la falta de un cálculo oficial, y generalmente aceptado, de reservas internacionales líquidas, disponibles y propias del BCRA, proliferan decenas de estimaciones.

Esta estimación muestra que el stock de reservas internacionales computables como disponibles y estrictamente “propias” del BCRA es ya negativo (y continuando en baja) desde la segunda quincena de enero. Probablemente sea un cálculo “conservador” ya que **algunas consultoras locales calculaban valores negativos desde fin de noviembre pasado.**

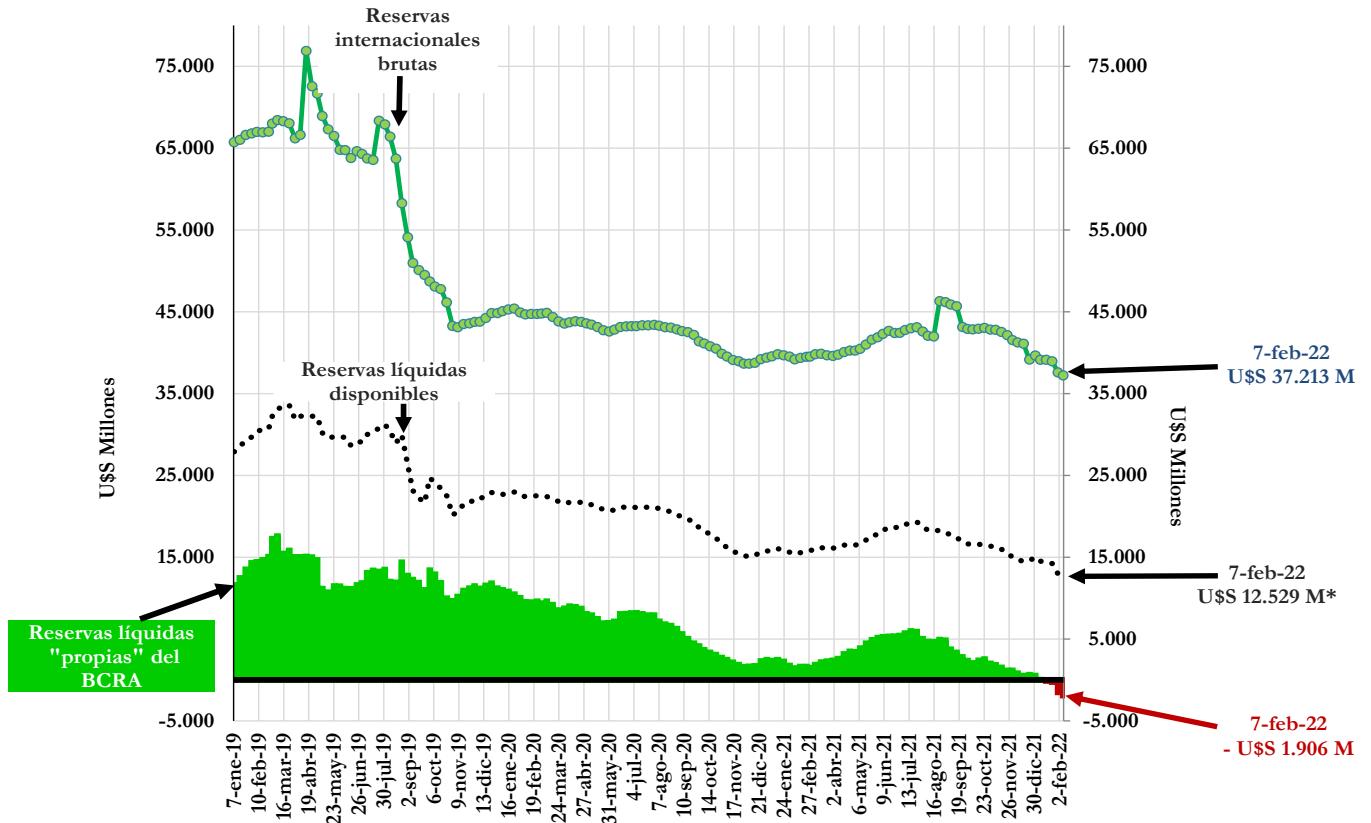
Tanto “la foto” como “la película” son realmente complicadas para el BCRA. Si no se quiere incurrir en interrupciones prolongadas de los flujos de importaciones y de pagos al exterior, u optar por una devaluación abrupta del peso, el BCRA deberá esperar el aporte de divisas del **sector agroexportador**. Pero la insuficiencia de lluvias en varias provincias en un verano con varios días con temperaturas anormalmente altas, los incendios devastadores en Corrientes (que pueden replicarse en otras provincias) y el comportamiento de los términos de intercambio pueden resultar en mayores pérdidas de producción y de ingreso de divisas del sector agropecuario. Factores difíciles de contrarrestar sin finanzas públicas holgadas y sin crédito externo. Además, **ampliar o no el swap de China como se ha anunciado la semana pasada no cambia nada:** no es más que una cuenta de uso contingente y consensuado con las autoridades chinas.

El problema es, claramente, la falta de confianza en las autoridades: el sector privado cuenta con ahorros no declarados en dólares o en plazas del exterior, pero se rehúsa a exteriorizarlos e incorporarlos a una economía formal, cuyo trasfondo es el expansionismo fiscal y monetario permanente, direccionada por una cantidad y complejidad de regulaciones, controles e impuestos cada vez más percibidos como confiscatorios. Esto no cambiará en el corto plazo, de modo que inevitablemente el BCRA requerirá algún “puente” financiero externo (con o sin acuerdo con el FMI) en los próximos 2-

² El Sistema Integral de Monitoreo de Importaciones (SIMI) fue creado el 22 de diciembre de 2015 por la Resolución General N° 3823/2015 de la Administración Federal de Ingresos Públicos.

4 meses, si es que el Tesoro quiere seguir utilizándolo como proveedor de divisas de última instancia. Caso contrario, el BCRA se verá forzado tarde o temprano a liquidar el stock de oro o echar mano de los encajes de los depósitos en dólares en los bancos locales. **Con algo de paciencia tal vez el FMI y el Club de París otorguen un “waiver” por eventuales incumplimientos de nuestro país entre marzo y junio, pero no mucho más.** Pero difícilmente evite una mayor desconfianza que exacerbe la demanda precautoria de dólares y agudice la actual caída del stock de reservas. Una salida de corto plazo sería una mayor restricción de importaciones, pero podría conducir a un **“frenazo” de la actividad económica, con implicancias sectoriales y políticas muy difíciles de manejar.**

GRÁFICO 5: RESERVAS INTERNACIONALES DEL BCRA (DICIEMBRE 2019 A FEBRERO 2022)



* Los U\$S 12.529 M resultan de sustraer al stock bruto de reservas el swap de China (U\$S 20.456 M) la deuda con el BIS (U\$S 3.705 M) y un stock remanente de DEG's por U\$S 523 M. Si a su vez se restan los encajes bancarios en dólares (U\$S 12.035 M) y el pasivo por países en U\$S con SEDESA y otros (total estimado: U\$S 2.400 M), resulta el stock de reservas propias líquidas negativo de - U\$S 1.906 M.

Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA y de casas de cambio.

5. El “acuerdo” con el FMI.

El 28 de enero el Presidente de la Nación y el Ministro de Economía anunciaron un acuerdo con el FMI, con algunos lineamientos de un previsible ajuste fiscal y reversión del mercadointernismo populista, inconsistente con la generación de divisas requeridas para devolver al FMI los U\$S 43.424 adeudados. El discurso inicial se focalizó en que el acuerdo no exigirá un “salto devaluatorio” (o sea, continuaría con alguna variante el “crawling peg” con control de cambios en curso), habría suba de tarifas vía eliminación de subsidios (signo de un incipiente ajuste fiscal, con impacto inflacionario inicial), pero que según el discurso del Presidente “no nos impone llegar a un déficit cero”.

Sin embargo, el Ministro de Economía anticipó una secuencia de baja del déficit fiscal primario (no del total) a 2,5% del PBI en 2022, 1,9% en 2023 y 0,9% en 2025. El comunicado casi inmediato del FMI, y un mensaje en *Twitter* de la N°2 del Fondo, Gita Gopinath, dejaron en claro que texto **no es un acuerdo en firme**, sino “*un entendimiento sobre políticas clave, incluyendo un sendero fiscal hacia una mejora gradual y sostenible de las cuentas fiscales, reducir el financiamiento monetario y el déficit primario a cero para 2025*”. El trabajo continuará hacia el logro de un acuerdo con el staff técnico”.

Los anuncios oficiales también mencionaron la reducción de la “asistencia monetaria al Tesoro” de **1% del PBI en 2022, a 0,6% del PBI en 2023 y a un valor en torno de cero para 2024**. Se incluiría una meta de aumento de reservas

líquidas del BCRA por U\$S 5.000 millones en 2022, a ser cubierta transitoriamente por una aparente devolución del FMI de U\$S 4.500 millones ya abonados al organismo. **Pero lo informado no incluye ninguna medida específica orientada para mejorar el tipo de cambio real, ni otras medidas para mejorar la competitividad exportadora y lograr mayores superávits de cuenta corriente de la balanza de pagos.**

Al menos hasta fin de 2023 no habría ninguna reforma estructural ni se abandonarían los controles de precios, ni el cepo cambiario, ni el bloqueo al libre movimiento de capitales ni los permisos selectivos para importaciones. Respecto del gasto público nada relevante se precisó más allá de ir eliminando subsidios a empresas de servicios públicos. Se confía en que se lograría una aceleración del crecimiento económico para generar los recursos tributarios que reducirían el déficit fiscal primario, pero no se explicó el cómo hacerlo³. Idealmente habría dos tramos para resolver el problema de los vencimientos de corto plazo a pagar al FMI: habría un período de gracia (no pago al Fondo) al menos hasta 2024, y luego se iniciaría una etapa de pagos escalonados a lo largo de 10 años. El anuncio, sumado al pago al FMI del vencimiento de enero (poco más de U\$S 700 millones), **permitió al gobierno pulverizar la expectativa de inminente default con el organismo.** Pero la incertidumbre no se eliminó totalmente. **Un programa creíble requiere consenso político y coherencia técnica para su credibilidad y sostenibilidad. Y todavía no hay evidencia firme de nada de eso.**

Lo primero está en serias dudas. El diputado Máximo Kirchner renunció a la conducción de la bancada oficialista de Diputados Nacionales en repudio a estos anuncios y son explícitas las críticas del ala dura de los políticos oficialistas, además del silencio de la vicepresidente Cristina Kirchner que habla por sí sólo⁴. La oposición, a su vez, está fragmentada: en la Cámara Juntos por el Cambio (PRO, UCR, ARI) acompañaría cualquier acuerdo que implique evitar un default. Los diputados liberales no van a aprobar un programa que implique subas de impuestos, y sin baja del gasto público, y los diputados de los partidos de izquierda votarán en contra. A su vez, en la Cámara de Senadores se espera que la presidencia de todas las comisiones de trabajo quede bajo control del ala dura del kirchnerismo. El voto a favor del futuro Acuerdo en el Congreso no va a ser nada fácil.

A esto se suma la pésima repercusión que tuvo en la Casa Blanca el viaje del Presidente Fernández a Rusia y China, y sobre todo su afirmación frente al presidente ruso Vladimir Putin de que *“depende mucho la economía argentina de la influencia que Estados Unidos tiene en el Fondo... tiene que abrirse camino hacia otros lados ... Tenemos que ver la manera de que Argentina se convierta en una puerta de entrada de Rusia en América Latina...”*. **Justo cuando Rusia y la OTAN están al borde de un enfrentamiento bélico** en Ucrania. Y ya la semana pasada el Tesoro de EEUU rechazó el pedido de algunos legisladores Demócratas para que pida al FMI la eliminación de sobretasas de interés cobradas a deudores morosos.

Desde una perspectiva técnica, el anuncio no es ningún programa. Enunciar metas parciales, sin una coherente explicación de cómo lograrlas no es ni siquiera es un borrador de un programa económico. Una propuesta sostenible y creíble requiere especificar políticas de estabilización y crecimiento que permitan pagar al FMI en 10 años (o más, con algún “waiver”) sin incurrir en brotes de endeudamiento explosivo con el Fondo como el registrado entre 2018 y 2019:

- a) Un programa de estabilización (de mínima)
- b) Un nuevo régimen fiscal (para el corto y mediano plazo)
- c) Un nuevo régimen cambiario y monetario (coherente con una estabilidad macro permanente, no transitoria)
- d) Reformas estructurales (que exigen, guste o no, el abandono del “modelo” intervencionista en los mercados de bienes, factores de producción, activos financieros y transacciones comerciales internas y con el exterior).

Pareciera que la hoja de ruta sugerida apunta a un alivio transitorio, según el ministro Guzmán respaldado por créditos multilaterales para promover la inversión. Pero eso puede quedar en la nada si persiste el malestar de EE.UU. (y de otros gobiernos) por las declaraciones en Rusia, y por la incorporación de Argentina a la Iniciativa de la Franja y la Ruta de la Seda del gobierno chino. Por lo pronto **habría ahora una postura más dura de varios organismos orientada a exigir al gobierno argentino el uso de saldos acumulados no utilizados de préstamos oficiales (la llamada “Fuente 22”) antes de aprobar nuevos desembolsos para nuestro país.**

³ En un reciente blog del FMI, se observa un cuadro con proyecciones de crecimiento que para Argentina no son auspiciosas: 10,0% en 2021, 3,0% en 2022 y 2,5% en 2023. Ver Goldfajn, Ilan, Anna Ivanova y Jorge Roldós (2022): “*Latin America Strong Recovery Is Losing Momentum. Underscoring Reform Needs*”. <https://blogs.imf.org/2022/01/31/latin-americas-strong-recovery-is-losing-momentum-underscoring-reform-needs/>, 31 de enero de 2022.

⁴ El argumento contra la reprogramación del pasivo con el FMI a 10 años ha llegado hasta sostener el simplismo que *“la deuda es impagable”*. Reprogramada, por caso, en cuotas fijas en 120 meses, implica un pago mensual al organismo de **poco más de U\$S 360 M. Cifra inferior al valor de mercado de tres jugadores de fútbol de primera división de las ligas europeas.** Por caso, según la estimación del sitio [transfertmarkt.com](https://www.transfertmarkt.com), la suma del valor del pase de **Kylian Mbappé** del Paris St. Germain (U\$S 181 M), **Mohamed Salah** del Liverpool (U\$S 113 M) y del brasileño **Neymar**, del Paris St. Germain (U\$S 102 M), es de **U\$S 396 M. No hace falta ser economista para darse cuenta de que Argentina tiene capacidad de sobra para cancelar el pasivo con el FMI con pagos mensuales de U\$S 360 M en 10 años y sin tomar nueva deuda.**

Además, el pasado 1° de febrero el nuevo Director para el Hemisferio Occidental del FMI, el brasileño Ilan Goldfajn, anticipó que el organismo quiere de mínima, que la Argentina implemente tasas de política monetaria positivas (al día de hoy deberían subir no menos de 9 puntos porcentuales) y baja de subsidios. Pero también admitió dos semanas atrás en una reunión con inversores de Wall Street que no están dadas las condiciones para un programa de estabilización en nuestro país. Por consiguiente, los “mini” o “maxi” tarifazos serían inevitables, y probablemente sean parte de un acuerdo transitorio con algún préstamo puente hasta fin de 2023 y algún “*waiver*” por impagos en el camino, **para que la próxima administración asuma la responsabilidad del acuerdo definitivo, y del costo político de aplicar un programa de ajuste con reformas estructurales políticamente conflictivas.**

La intrincada y consolidada malla regulatoria y jurisprudencia consolidada en las últimas dos décadas exige no sólo un programa creíble y sostenible, sino **un equipo de economistas y juristas, con respaldo político**, que implementen ese retorno a una economía de mercado, en crecimiento y con solvencia fiscal. Algo hoy inexistente, y sin certeza alguna de que se logre en 2023, cuando las elecciones primarias de agosto y las presidenciales de octubre van a absorber la atención y el tiempo de todos los partidos políticos.

La transición hasta entonces parece perfilarse como una continuación del escenario actual: **una economía de crecimiento frágil, con incertidumbre cambiaria, expansionismo fiscal y monetario, y con inflación y conflictos sociales en aumento.**

PANORAMA INTERNACIONAL

LOS HALCONES TOMAN EL MANDO

Jorge Viñas

Ante la persistencia de la inflación, los bancos centrales de los países desarrollados están adoptando políticas monetarias cada vez más restrictivas. En EEUU se espera que la Fed implemente al menos 5 subas de 25 b.p. hasta fin de 2022. En la Eurozona, la cautela del BCE fortalece al euro, pero ha impulsado fuertes subas de los rendimientos de los bonos soberanos de países periféricos.

1. *La persistencia de la inflación anticipa el final de la política monetaria laxa.*

Luego de pasar gran parte del año 2021 desestimando el problema por considerarlo un fenómeno transitorio, los principales bancos centrales del mundo desarrollado empiezan a tomar medidas para combatir la aceleración inflacionaria, que mes a mes reafirma su carácter persistente.

En EE UU, la Fed adelantó el final del programa de compras mensuales de títulos de junio a marzo, y se apresta a iniciar la suba de la tasa de Fondos Federales en la próxima reunión de marzo. El mercado financiero anticipa que habrá 5 subas de 25 puntos básicos hasta fin de 2022, cuando pocos meses atrás descontaba que no habría suba de tasas hasta 2023 (véase en el gráfico 6 la suba desde septiembre del futuro de la tasa de Fondos Federales para diciembre de 2022).

En el Reino Unido, el Banco de Inglaterra (BOE), que en noviembre había decidido no iniciar la suba de tasas que se anticipaba, en la reunión de principios de febrero la subió 25 p.b., pero hubo cuatro miembros que votaron por aumentar 50 p.b. En la Eurozona, Lagarde sorprendió en la conferencia de prensa luego de la reunión mensual del BCE, mostrando preocupación por la inflación y afirmando que podría anticipar el final del programa de compra de activos, abriendo la puerta para una suba de tasas antes de fin de año, algo que hasta hace pocas semanas parecía poco menos que imposible.

El cambio de 180 grados en la postura de los bancos centrales, que pasaron de señalar el mantenimiento de los estímulos monetarios por un período prolongado a alertar sobre la necesidad de adoptar medidas restrictivas en forma más o menos inminente, ha causado un fuerte impacto en los mercados financieros. Sus principales consecuencias de la nueva postura agresiva (*hawkish* o “de halcones” en la jerga financiera, en oposición a la postura *dovish* o “de palomas”, con que se denomina la postura laxa) de varios bancos centrales han sido subas en los rendimientos de los bonos gubernamentales a corto y largo plazo, ampliación de spreads de crédito privado y caídas en los mercados accionarios, que se aceleraron desde principios de este año.

Por el momento, se trata de una corrección incipiente de valuaciones que habían aumentado en forma exagerada a favor de las amplias condiciones de liquidez global y las bajas tasas de interés real propiciadas por los bancos centrales (gráfico 6).

GRÁFICO 6. EVOLUCIÓN DEL FUTURO DE TASA DE FONDOS FEDERALES (% ANUAL)



El índice tecnológico NASDAQ 100, sufrió una baja del 15% después de su fuerte crecimiento que reflejaba expectativas de continuidad de tasas bajas. **En caso de que el ajuste se profundice y se torne más abrupto, el alto nivel de apalancamiento financiero puede provocar pérdidas masivas que lleven a situaciones de stress y riesgo de contagio.**

GRÁFICO 7. EVOLUCIÓN DEL ÍNDICE NASDAQ 100



Además del impacto financiero de corto plazo, crece el temor de que esta reacción podría ser tardía y desmesurada, lo que acarrearía graves consecuencias económicas a mediano plazo. En efecto, el mantenimiento de tasas reales bajas o negativas por un período prolongado, especialmente desde la crisis financiera internacional de 2008-2009, ha tornado a la economía global muy dependiente de las tasas bajas para sostenerse en crecimiento, además de alimentar un fuerte aumento de los niveles de endeudamiento tanto público como privado. Una suba de tasas muy pronunciada podría poner un freno abrupto al crecimiento global, así como tornar insostenible el nivel de endeudamiento de muchas empresas y gobiernos, provocando inestabilidad sistémica.

Algunos analistas suponen que las autoridades monetarias están “sobreactuando”, con el propósito de que la retórica agresiva alcance para lograr el objetivo de contener la inflación, sin necesidad de llevar a la práctica en forma plena el endurecimiento monetario que están señalizando. Por el momento, la nueva postura de los bancos centrales no enfrenta grandes cuestionamientos ni desafíos, dado que la economía global continúa mostrando una recuperación vigorosa de la recesión pandémica, por lo que existe un amplio consenso en que el principal problema a atacar es la inflación, que ya es en un fenómeno generalizado a nivel mundial⁵. Incluso, para economías como la de la Eurozona que hasta la llegada de la pandemia enfrentaban presiones deflacionarias.

⁵ Para un análisis detallado del aumento generalizado de la inflación a nivel global, con foco en EE.UU. y Europa, véase el artículo de Héctor Rubini, “El mundo en plena espiral inflacionaria”, en la Sección Internacional del IEM N°201 de diciembre de 2021, pág 8-15.

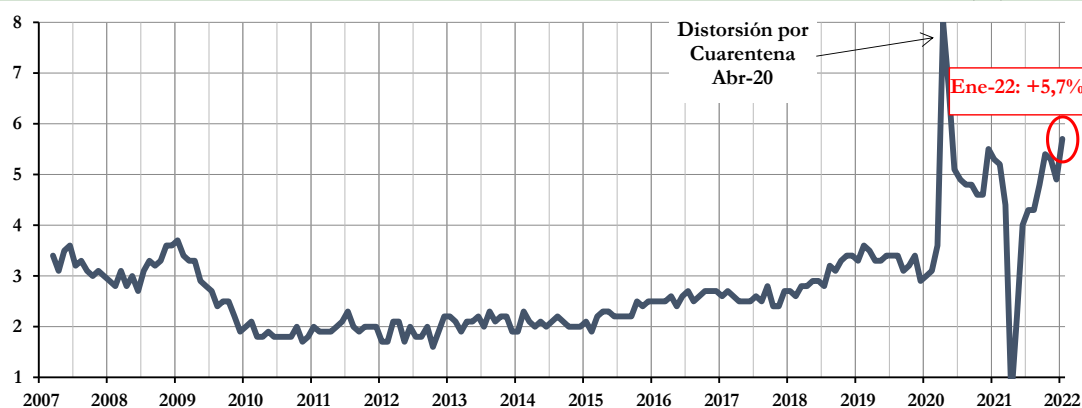
Sin embargo, el hecho de que los bancos centrales hayan desestimado durante tanto tiempo el riesgo inflacionario, adoptando una postura “dependiente de los datos” que ignora que la política monetaria actúa con rezagos, puede llevar a serias complicaciones hacia adelante. Dado que las medidas monetarias restrictivas no surten efecto inmediato, existe la posibilidad que a medida que transcurre el año, y la recuperación post-pandemia pierda fuerza, se experimenten situaciones “estanflacionarias”, es decir, que la inflación se mantenga relativamente elevada al mismo tiempo que el crecimiento económico se desacelera. Ahí se verá si los bancos centrales mantienen firme su compromiso antiinflacionario, o empiezan a ceder ante el riesgo de provocar una recesión.

2. *EE.UU.: alzas salariales sostenidas alimentan expectativas crecientes de subas de tasas.*

El reporte de empleo de enero sorprendió por la fortaleza del mercado laboral que reflejó. Se esperaba que la rápida expansión de la variante Omicron del coronavirus en territorio estadounidense tuviera un impacto negativo sobre la creación de empleo de enero. Por ello, el consenso que compila Bloomberg estimaba una creación de 125.000 nuevos puestos de trabajo, bien por debajo del promedio mensual de 313.000 del último trimestre de 2021. Sin embargo, la creación de empleo ascendió a 467.000 nuevos puestos. Además, **la revisión anual de las estadísticas de empleo que se efectúa a principios de año arrojó un saldo positivo de 709.000 puestos de trabajo adicionales a lo largo de 2021.** Pese a esta mejora en el empleo, la tasa de desempleo subió a 4%, una décima por encima del mínimo de 3,9% alcanzado en diciembre, debido al aumento de la tasa de participación laboral, que pasó de 61,9% a 62,2%, el nivel más elevado desde el inicio de la pandemia, aunque **todavía 1,2 puntos porcentuales por debajo de su nivel pre-pandemia.**

La pujanza que muestra el mercado laboral se traduce en una sostenida presión salarial. El componente de salarios del reporte de empleo, los ingresos laborales promedio por hora, registraron una suba mensual del 0,7% en enero, lo que impulsó la variación interanual al 5,7%. Dejando de lado el mes de abril de 2020, fuertemente distorsionado por la cuarentena estricta, es el ritmo de incremento más alto de toda la serie histórica que arranca en 2007, mostrando una pronunciada aceleración desde el segundo trimestre de 2021. Aun así, todavía está por debajo de la inflación: para enero se esperaba 7,5% interanual, superior al consenso de mercado de 7,3% y al registro de diciembre de 2021, de 7%.

GRÁFICO 8. INGRESOS LABORALES PROMEDIO POR HORA EN EE.UU. - VAR. INTERANUAL (%)



Fuente: Bloomberg

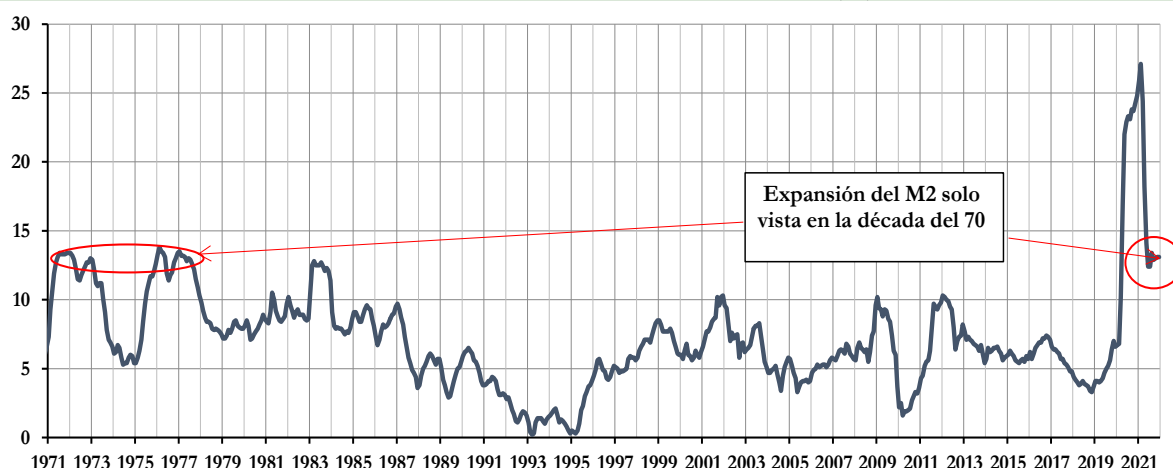
La aceleración de los ingresos laborales puede agregarle persistencia al proceso inflacionario en marcha, aun cuando los cuellos de botella de oferta que lo originaron y le dieron impulso durante gran parte de 2021, ahora empiecen a aliviarse. Si bien se espera que en el primer trimestre de 2022 se alcance el pico de la inflación y luego empiece a desacelerarse, continúa habiendo revisiones al alza de las estimaciones de inflación para 2022. Para el promedio del año, se ubican actualmente en 4,8%, 1 p.p. por encima de lo que se estimaba en diciembre. En el mismo lapso, la estimación para el cuarto trimestre de 2022 sube de 2,6% a 3,1%. Al menos, el cambio de postura de la Fed, ha servido para contener las expectativas inflacionarias de mediano plazo. **La inflación implícita en el rendimiento de los bonos del Tesoro a 10 años volvió a estabilizarse en torno a 2,5%, luego de haber trepado a un pico de 2,8% a mediados de noviembre.**

Tras el reporte de empleo, se intensificaron las expectativas de subas de tasa para la próxima reunión de marzo. Si bien ya se viene anticipando desde diciembre que la primera suba de 25 p.b. en la tasa de Fondos Federales se concretaría en la reunión de marzo, en las últimas semanas empezó a instalarse la posibilidad de que la primera suba sea de 50 p.b., especialmente luego de que en la conferencia de prensa tras la reunión de la Fed de febrero, su presidente J. Powell no descartara dicha posibilidad, así como tampoco la posibilidad de subir tasas en todas las reuniones que restan hasta fin de año, siete en total. De acuerdo a la cotización de mercado del 9 de febrero, los futuros de tasa de Fondos Federales asignan

una probabilidad de 32% a que haya una suba de 50 p.b. en marzo. Para fines de 2022, se descuentan al menos 125 p.b. de suba acumulada, equivalentes a 5 subas de 25 p.b.

Otro factor que no ha ayudado hasta ahora a poner un freno en el proceso inflacionario es el comportamiento expansivo de los agregados monetarios. El M2 tuvo, en el momento de máxima inyección monetaria de la Fed vía compra de títulos y asistencia directa en 2020, un pico de crecimiento del 25% interanual y luego se desaceleró. Pero su ritmo de crecimiento se estabilizó en torno al 12-13% interanual, que sigue siendo muy alto en términos históricos y que no parece compatible con el objetivo de desacelerar la inflación hacia la meta de mediano plazo del 2% (véase el gráfico 9). Por este motivo, en forma paralela a la suba de tasas, **se espera que entre mayo y junio comience el proceso de reducción de los activos en el balance de la Fed, que desde la implementación del último programa de QE al inicio de la pandemia han aumentado de U\$S 4,17 bn a U\$S 8,87 bn (+113%), alcanzando el 38% del PIB.** Ya en la reunión de diciembre, la Fed había anticipado el final del programa de compras mensuales de títulos de junio a marzo. La reducción en principio no se daría por ventas de títulos sino dejando sin renovar los vencimientos de la cartera de títulos.

GRÁFICO 9. EVOLUCIÓN MENSUAL DEL M2 EN EEUU– VAR. INTERANUAL (%)



Fuente: Bloomberg

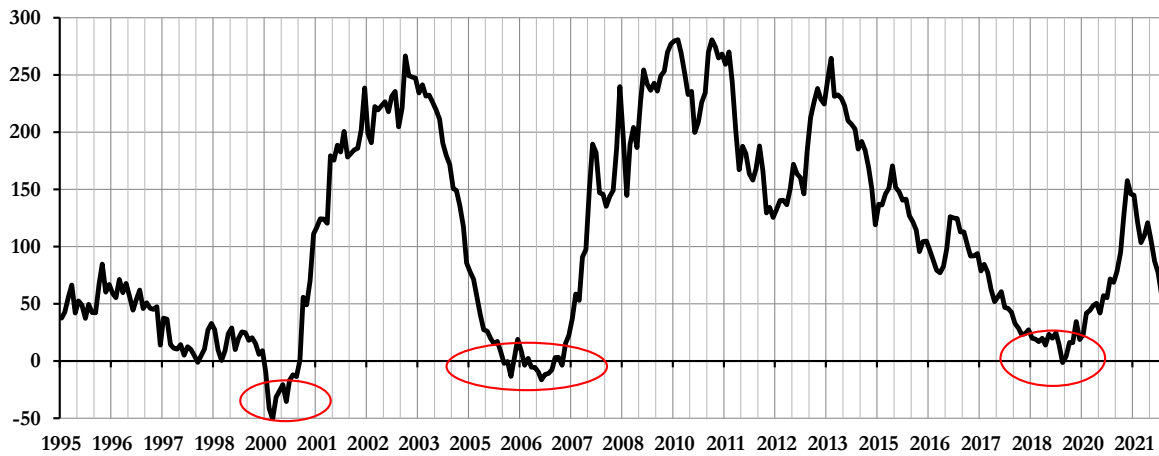
De todos modos, la no renovación de vencimientos por parte de la Fed implica un aumento en la oferta neta de títulos en el mercado que tendrá impacto sobre las tasas nominales y reales de mediano y largo plazo, que se han mantenido deprimidas por la incidencia de la demanda de la Fed. Por ello **la expectativa de que ello comience a ocurrir en los próximos meses ya está impulsando los rendimientos nominales y reales de los bonos del Tesoro al alza.**

El impacto se está sintiendo especialmente en las tasas reales, ya que uno de los principales factores que justificaba que los rendimientos reales a 10 y 30 años se mantuvieran negativos luego de que la economía haya salido de la recesión hace más de un año eran las compras mensuales de la Fed (el otro factor importante sería la vigencia de tasas negativas en otros países desarrollados de Europa y Asia, algo que también está empezando a cambiar). Como consecuencia, el rendimiento real del bono del Tesoro a 10 años aumentó 70 p.b. desde noviembre, pasando de -1,2% a -0,5%. No sería extraño que continúe su camino rumbo a terreno positivo en los próximos meses.

Entre la expectativa de suba de tasas y de reducción de los activos del balance de la Fed, **toda la estructura temporal de tasas se ha desplazado hacia arriba. Pero las tasas de plazos más cortos han subido más que las largas.** El aplanamiento de la curva de rendimiento generalmente está asociado a un aumento de la probabilidad de recesión en el próximo año, ya que la inversión de la curva, es decir cuando las tasas largas caen por debajo de las tasas cortas, ha sido históricamente una de las variables de mayor poder predictivo de las recesiones.

En el gráfico 10 se presenta el diferencial de rendimientos entre los bonos del Tesoro a 2 años y a 10 años, que habitualmente se utiliza como medida de pendiente de la curva de rendimientos del Tesoro de EE.UU. En el mismo se aprecia que las últimas recesiones (2002, 2008, 2020) comenzaron luego de que la pendiente se tornara negativa. Actualmente, la pendiente viene en clara tendencia bajista, aunque, en 60 p.b, todavía le falta bastante para alcanzar el punto de inversión, por lo que se concluye que la economía de EE.UU. aun no da señales de estar encaminada hacia una recesión.

GRÁFICO 10. DIFERENCIAL DE RENDIMIENTOS DE BONOS DEL TESORO DE EE.UU. A 2 Y 10 AÑOS (P.B)

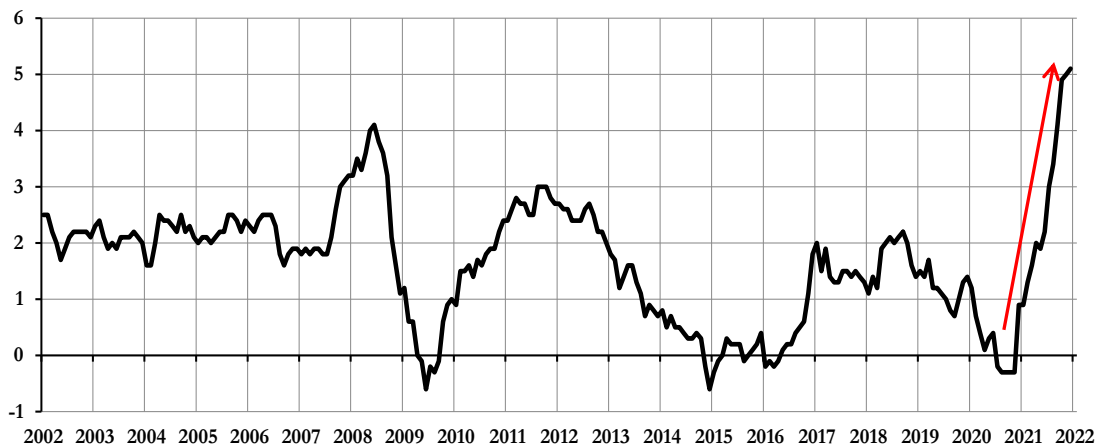


Fuente: Bloomberg

3. *Eurozona: El foco de Lagarde en la inflación hace temblar a los países periféricos.*

La Eurozona no ha estado al margen del proceso inflacionario global. En efecto, tanto el índice agregado de inflación minorista como la inflación subyacente mostraron una aceleración significativa a lo largo de 2021, pasando la inflación minorista de -0,1% interanual en diciembre de 2020 a 5,0% en diciembre de 2021, mientras que la inflación subyacente pasó de 0,2% a 2,6% en el mismo lapso. **En enero de 2021, la inflación minorista mostró un nuevo escalón alcista, alcanzando un nuevo máximo histórico desde la creación de la unión monetaria de 5,1%, mientras que la inflación subyacente mostró una moderación a un todavía elevado 2,3%.**

GRÁFICO 11. INFLACIÓN MINORISTA EN LA EUROZONA- VAR. INTERANUAL (%)



Fuente: Bloomberg

Sin embargo, el argumento de “transitoriedad” de la inflación, en el caso de la Eurozona parecía ser más válido que en otros países desarrollados, especialmente EE.UU. Esto se debe a dos motivos principales. Por un lado, cuando se desató la pandemia, la Eurozona arrastraba presiones deflacionarias gestadas durante la crisis financiera internacional de 2008-2009 y la posterior crisis de deuda de los países periféricos de la región, que nunca llegaron a corregirse pese a la política expansiva del BCE.

Por otro lado, las sucesivas olas de la pandemia impactaron con mayor intensidad en Europa que en otras regiones, lo que determinó una caída de la actividad más brusca y una recuperación más lenta. De este modo, mientras EE.UU. superaba el nivel de actividad previo a la pandemia en el primer trimestre de 2021, **la Eurozona recién a fines de 2021 recuperó el nivel de actividad del 4º trimestre de 2019.**

Todo esto llevó a pensar que, una vez que se superaran los cuellos de botella en las cadenas globales de producción, las presiones inflacionarias en la región cederían rápidamente, dando lugar a la reaparición de las presiones deflacionarias estructurales de arrastre. En base a estos argumentos, el BCE ha mantenido a lo largo del 2021 los estímulos monetarios

intactos, y en general se esperaba que no hubiera cambios en los próximos meses, en la medida en que efectivamente los cuellos de botella en la oferta a nivel global empiezan a ceder.

Sin embargo, la persistencia que está empezando a mostrar la inflación en la Eurozona llevó al BCE a cambiar de enfoque. En particular, los ajustes en los ingresos salariales empezaron a tomar fuerza, aumentando la probabilidad de que la inflación no ceda en la medida de lo esperado ante el alivio de los cuellos de botella de oferta. Ante la posibilidad de que empiecen a contaminarse las expectativas inflacionarias, siendo que por su historia relativamente nueva y por sus orígenes fundados en el Bundesbank la reputación antiinflacionaria es fundamental para el BCE, decidieron en la última reunión endurecer el discurso y alertar de que comenzaran a reducir los estímulos en caso de que la inflación no empiece a bajar en forma rápida.

La titular del BCE, Christine Lagarde mencionó la posibilidad anticipar el final del programa de compra de títulos, lo que llevó a los analistas a marcar septiembre como una fecha tentativa. Dado que el BCE ha dicho que la suba de tasas no se dará hasta después que termine el programa de compra de títulos, el adelanto del final para septiembre dejaría lugar para que la primera suba de tasas sea antes del final de 2022. Esto constituye un gran shock dado que hasta hace poco una suba de tasas por parte del BCE no entraba en el horizonte de previsibilidad. La reacción del mercado fue significativa, destacándose el movimiento del rendimiento del bono a 10 años del tesoro de Alemania, que **pasó a terreno positivo por primera vez desde 2019 (al cierre del 9 de febrero se ubica en 0,25%)**.

Dado que hasta antes de la conferencia de prensa de Lagarde tras la reunión del BCE de febrero se anticipaba que la divergencia de la política monetaria entre la Fed y el BCE se iba a profundizar durante 2022, el euro se estaba depreciando frente al USD, alcanzando en enero U\$S 1,11 su menor valor desde los peores momentos de la pandemia en 2020. El cambio de tono del BCE generó un fuerte rebote en la cotización del euro, que volvió a U\$S 1,14-1,15, nivel de fin de 2021. La estabilización del euro puede ayudar al objetivo del BCE de evitar que las expectativas inflacionarias se desanclen.

Pero del lado negativo, **la perspectiva de que el BCE deje de comprar títulos soberanos de los países de la Eurozona, incluye la pérdida de una fuente clave de demanda para los bonos soberanos de los países periféricos**, que desde la crisis de deuda de 2010 nunca consiguieron restablecer plenamente la confianza. El impacto sobre los rendimientos de los bonos de Italia, España, Portugal y Grecia fue instantáneo, con aumento de rendimientos que oscilaron entre 50 y 100 p.b. (véase el gráfico 12 para el caso italiano).

GRÁFICO 12. RENDIMIENTO DEL BONO DEL TESORO DE ITALIA A 10 AÑOS (%)



Fuente: Bloomberg

Una conclusión preocupante de este comienzo agitado de 2022 es que mientras el mundo desarrollado operó en un régimen de muy baja inflación, principalmente luego de la crisis financiera internacional de 2008-2009, lidiar con los problemas de solvencia a través de inyecciones de liquidez ha sido relativamente sencillo. Ahora, que dicho régimen de baja inflación parece haber llegado a su fin, lidiar con tales problemas puede tornarse mucho más complejo.

RUSIA AMENAZA CON INVADIR A UCRANIA

Leandro Marcarian

Rusia presiona con una invasión a Ucrania para que este país no se incorpore a la OTAN. Occidente respondería con sanciones económicas efectivas, pero poco creíbles, ya que también impactarán sobre las economías europeas. Mientras pasan los días, parece aumentar la probabilidad de un ataque armado ruso a Ucrania.

El conflicto entre Rusia y Ucrania compromete a todo el mundo occidental. Rusia ya ha desplegado más de 100.000 efectivos en las fronteras, y fuentes del gobierno de EEUU aseguran que el 85% de esas tropas están listas para atacar, probablemente desde esta semana. Ucrania, hoy por hoy, está rodeada. Al sur, está la flota rusa apostada en la península de Crimea, al oeste, tropas del ejército ruso a minutos de la frontera, más las guerrillas pro-rusas en la anexada región del Donbass. Y al norte, en Bielorrusia, varios escuadrones rusos realizan ejercicios conjuntos con tropas bielorrusas, tomando posición para atacar a Ucrania.

CUADRO 3. COMPARACIÓN DE LAS FUERZAS ARMADAS RUSAS Y UCRANIANAS

	Rusia	Ucrania
Personal activo	900.000	209.000
Reservistas	2.000.000	900.000
Artillería	7.571	2.040
Vehículos armados	30.122	12.303
Tanques	12.420	2.596
Helicópteros de ataque	544	34
Aviones de ataque	1.511	98

Fuente: Global Firepower (2022)

Las tensiones comenzaron en noviembre de 2013, cuando, bajo presión rusa, el entonces presidente ucraniano Víctor Yanukovich suspendió la firma del acuerdo de asociación con la Unión Europea (UE). Este hecho desencadenó fuertes protestas a lo largo del país que desembocaron en la renuncia del presidente ucraniano en febrero de 2014. Es allí cuando la actividad separatista comienza en Crimea. Grupos pro-rusos, con la ayuda de militares rusos sin uniforme y del servicio de inteligencia del Kremlin se enfrentaron a las fuerzas ordinarias de Ucrania. La intención era anexar Crimea a Rusia, lo cual se logró apenas un mes después, con la firma de un referéndum de dudosa legitimidad. La anexión ganó por mayoría absoluta. El 97% votó por la anexión a Rusia. Entre abril y mayo, la situación se repitió en la región del Donbass, al este de Ucrania, en la frontera con Rusia. Allí Donetsk y Lugansk se autoproclaman repúblicas populares y también buscan su anexión a Rusia, por la vía de las armas. Este primer conflicto no tuvo un final formal, pero en la práctica, Rusia anexó el territorio que quiso, y ni la UE ni Estados Unidos pudieron hacer nada.

La primera pregunta que surge de todo esto es por qué Rusia tiene esta actitud tan hostil hacia Ucrania. La respuesta es que es Rusia la que dice sentirse acosada. Ucrania ha intentado un giro hacia el Oeste, hacia la UE, Estados Unidos y la Organización del Tratado del Atlántico Norte (OTAN).

Rusia ha dejado en claro que toma eso como una amenaza equivalente a la crisis de los misiles de Cuba. Adjudica dicho acercamiento como una intromisión de Occidente sobre su área de influencia y lo considera una cuestión de seguridad nacional: **si Ucrania pasa a pertenecer a la OTAN, eso habilitaría a Estados Unidos a posicionar tropas en Ucrania, limítrofe con Rusia.** Si hay un objetivo claro que tiene Rusia en todo esto, es evitar a toda costa que Ucrania sea admitida en la OTAN. Como nota de eso, puede citarse al viceministro de relaciones exteriores rusos quien declaró que **para Rusia es “absolutamente obligatorio garantizar que Ucrania nunca se convierta en miembro de la OTAN”.**

El recelo ruso es entendible: la OTAN se ha ido expandiendo cada vez más al este. Prácticamente todos los países que conformaban una suerte de “buffer zone” entre Rusia y la OTAN inicial se integraron a la alianza militar occidental. Los primeros miembros europeos, aliados con EEUU que crearon la alianza fueron Reino Unido, Francia, Bélgica, Luxemburgo, Países Bajos, Italia, Portugal, Dinamarca, Noruega e Islandia. En 1952 se incorporan Grecia y Turquía, luego siguieron la República Federal de Alemania en 1955, España en 1982, toda Alemania en 1990, República Checa, Hungría y Polonia en 1999, Bulgaria, Rumania, Estonia, Lituania, Letonia, Eslovenia y Eslovaquia en 2004, Albania y Croacia en 2009, Montenegro en 2017 y Macedonia en 2020. Sumar a Ucrania implicaría la incursión más oriental en su historia. Vale aclarar que Moscú está a solo 840 km de distancia de la frontera con Ucrania. **Rusia no puede aceptar la inclusión de Ucrania en la OTAN,** y hasta el momento, está demostrando estar dispuesta a ir a la guerra por ello.

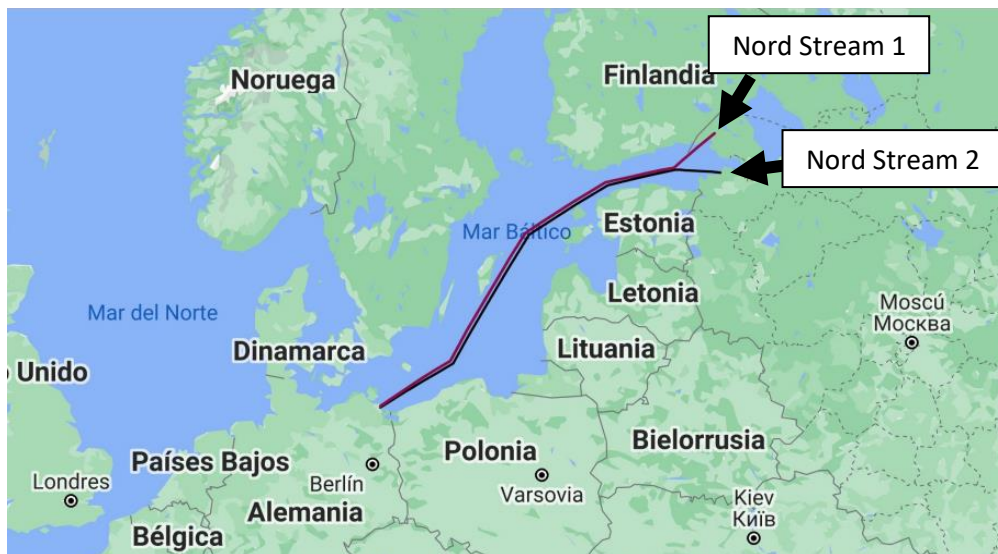
Lo segundo que hay que preguntarse es qué pueden hacer los países de Europa y Estados Unidos para presionar a Rusia de que desista de su intención militar. Las opciones que se barajan por ahora son tres. Por un lado, se plantea una batería de sanciones económicas sobre Rusia. Sobre este punto hay que hacer dos aclaraciones:

- Los gobiernos no han sido explícitos sobre cuáles serían dichas sanciones. Se ha mencionado la posibilidad de limitar exportaciones estratégicas a Rusia, como insumos de alta tecnología para aviones o celulares, pero no ha habido detalles concretos.
- Esta no sería la primera vez que se le imponen sanciones a Rusia, y en rigor, nunca han tenido demasiado efecto en hacer que los rusos cambien de parecer.

Si las sanciones no funcionaran, una segunda alternativa que posee Occidente para presionar a Rusia es bloquear la apertura del gasoducto Nord Stream 2 (NS2). El NS2 es una gigantesca pieza de ingeniería que corre de forma paralela al Nord Stream 1, y permitiría duplicar la oferta de gas natural que llega de Rusia a Alemania de forma directa, ya que recorre a través del mar Báltico, evitando el tránsito por Polonia y Ucrania. Su costo ha sido de U\$S 11.000 M aproximadamente, y sería operado por la empresa estatal rusa Gazprom. Permitirá transportar 55.000 m³ de gas al año. El NS2 proveería a Alemania de gas a un precio bastante menor al que paga hoy. Vale aclarar que entre marzo de 2020 y enero de 2022 el precio del gas natural importado por Europa pasó de los U\$S 6/MM Btu a U\$S28/MM Btu. Al utilizar el NS2 y evitar a Ucrania como país de tránsito, Alemania se ahorraría aproximadamente U\$S 2.000 M al año en “tarifas de tránsito” cobradas por el gobierno ucraniano.

La construcción del NS2 concluyó en septiembre pasado, pero espera que el gobierno alemán le dé la habilitación correspondiente para comenzar a operar. Bloquear dicha habilitación es una de las cartas más fuertes que tiene Occidente por ahora. Sin embargo, esta alternativa enfrenta resistencias, particularmente en Alemania, quien depende fuertemente del gas ruso, y para el cual no se encuentran sustitutos. Noruega es el segundo máximo exportador de gas a Alemania, pero ya ha declarado estar trabajando al máximo de capacidad y que no podrá hacerse cargo de una mayor demanda, en caso de que Alemania lo necesite. Estados Unidos ya ha intentado imponer sanciones a Rusia, a través de un bloqueo al NS2. El autor de la propuesta fue el Senador Norteamericano Ted Cruz. Sin embargo, esto fue frenado en el Capitolio por lobbistas alemanes.

GASODUCTOS NORD STREAM 1 Y 2



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Gazprom

El último set de alternativas sería bloquear a Rusia del sistema de códigos SWIFT. Los códigos SWIFT son códigos de identificación bancarios que permiten realizar transacciones internacionales. Se los puede entender como una especie de CBU internacional. Quitar el acceso de Rusia a los códigos SWIFT lo dejaría completamente aislado, afectando su economía de inmediato. No tendría posibilidad de ejecutar ningún tipo de transacción bancaria con el exterior, incluidos los cobros por las exportaciones de gas y petróleo que representan un 40% de la recaudación tributaria. Inmediatamente se desataría una crisis fiscal, financiera y real que pondría al país en una situación muy apremiante.

Todas las transacciones de comercio exterior rusas (exportaciones e importaciones) quedarían imposibilitadas. Eso implica que, como efecto directo e inicial de perder acceso a SWIFT, aproximadamente U\$S 657.000 M dejarían de fluir

en la economía rusa⁶. A esto habría que sumarle los efectos de segundo orden. Los proveedores y clientes que dependen de esas exportaciones e importaciones verán sus ingresos mermados. La recaudación tributaria se desplomaría, y el mercado financiero colapsaría.

El efecto sería devastador. Y es justamente eso lo que hace que esta alternativa sea poco creíble. La crisis rusa derramaría sobre el resto del mundo en pocos días, convirtiéndose en un problema global. La interconexión de los mercados financieros haría que el colapso de la bolsa rusa sea imposible de eludir en Wall Street y en el resto de los centros financieros mundiales. Sumado a eso, la crisis se trasladaría a la economía real en el instante que Rusia se vea obligada a no participar más del comercio exterior, ante la imposibilidad de realizar y recibir pagos. Difícilmente Estados Unidos y Europa estén dispuestos a eso.

La OTAN no puede permitir que las presiones rusas determinen si Ucrania es aceptada en la alianza o no. Por otro lado, Rusia no puede permitir que Ucrania integre la OTAN por una cuestión de seguridad nacional. Rusia presiona con una guerra, pero difícilmente sea su opción preferida. A su vez las probables sanciones económicas sobre Rusia también impactarán negativamente sobre las economías occidentales, de modo que un conflicto abierto le costará caro a todos sus participantes. **Mientras tanto, al cierre de este informe, varios los sitios web del ministerio de Defensa de Ucrania y de dos bancos estatales ucranianos eran objeto de ciberataques atribuidos a hackers rusos. Para muchos, anticipo de un probable ataque militar ruso que al cierre de este reporte todavía no ocurrió.**

NOTA ESPECIAL

JAVIER RAFAEL VILLANUEVA (1924-2022)

Héctor Rubini

El pasado 27 de febrero falleció a los 97 años Javier Rafael Villanueva, uno de los más destacados y respetados economistas de nuestro país en sus múltiples facetas, como investigador, funcionario público y profesor.

Había nacido el 3 de febrero de 1924. Inicialmente se inclinó por estudiar Derecho, pero abandonó la carrera y posteriormente optó por economía. En 1958 completó un B.A. Major in Economics en el City College of New York. Luego continuó sus estudios en la Universidad de Columbia donde obtuvo el doctorado (Ph.D.) en 1964. En 1964 y 1965 fue el director del Centro de Investigaciones Económicas del Instituto Torcuato Di Tella, institución donde fue la figura más destacada por más de dos décadas. En 1968 fue becario de la Fundación Ford y en 1969 fue nombrado secretario a cargo del Consejo Nacional de Desarrollo (CONADE), donde en 1970 presentó el “Plan Nacional de Desarrollo y Seguridad 1971-1975”. Luego retornó a la actividad académica, interrumpida en 1975 cuando retornó a la función pública, al ser nombrado por embajador de nuestro país ante la Comunidad Económica Europea, cargo que ejerció hasta el año siguiente. Luego retornó en 1980, año en el que fue director del Instituto Torcuato Di Tella.

En nuestro país fue profesor de Economía Internacional en la Universidad Católica Argentina (donde también fue vicedecano de la Facultad de Ciencias Económicas y Sociales), en la Universidad de Buenos Aires, en los programas de posgrado en Economía y en Políticas Públicas del Instituto Torcuato Di Tella, y en el programa de posgrado de IDEA. En el exterior fue profesor visitante en las universidades de Yale, Fairleigh Dickinson, Columbia, Luigi Bocconi (Milán), y Oxford (Reino Unido). Dictó conferencias en el Consejo Argentino para las Relaciones Internacionales (CARI), en el Consejo Profesional de Ciencias Económicas, en la Academia Nacional de Ciencias Económicas, y en varias universidades y centros de estudios de Estados Unidos, Italia, Francia, Malasia, Brasil, Perú y México. En 1986 fue distinguido con por la Fundación Konex con el Diploma al Mérito en Humanidades y el Premio Konex de Platino en la categoría Desarrollo Económico. En 1988 fue jurado para el otorgamiento de los Premios Konex de ese año.

Sus trabajos y aportes abarcaron una variedad de temas y la relación entre los vaivenes de la realidad económica mundial y sus diversas implicancias para la realidad económica de nuestro país: inflación y precios relativos, crecimiento de largo plazo, el enfoque de los economistas clásicos sobre los determinantes de los flujos de comercio, políticas de comercio exterior y el desarrollo económico, las restricciones del proceso de industrialización de la Argentina, las políticas de desarrollo en América Latina y sus consecuencias, el cambio tecnológico de fines del siglo XX y su interpretación según las nuevas teorías de crecimiento económico, la deuda externa y la nueva “arquitectura financiera internacional”, las reformas económicas de la República Popular China, y el proceso de integración europea.

⁶ Equivalente a la suma de exportaciones e importaciones de la economía rusa en 2021

Fue particularmente conocido y apreciado en la profesión por su gran capacidad analítica y pedagógica, y sobre todo como formador de economistas de primer nivel, tanto de nuestro país como de profesionales extranjeros que fueron alumnos suyos en los programas de posgrado en los que fue docente. Sin duda alguna, será recordado por ser un “maestro de maestros”, probablemente uno de los más destacados de las últimas décadas. Algunas de sus publicaciones más conocidas son las siguientes:

- Villanueva, J. R. (1963): “El Proceso Inflacionario Argentino, 1943-62”, *Documento de Trabajo*. Centro de Investigaciones Económicas. Instituto Torcuato di Tella.
- (1963): “Inflación y Política de Precios Empresarial”, *Desarrollo Económico*, 2 (4), 105-120.
- (1964): “L’Inflazione Ed i Prezzi Praticati Dagli Operatori Nel Mercato Alimentare”, *Rivista Internazionale di Scienze Sociali, Serie III*, 35 (Año 72), Fasc.. 3, 267-282
- (1965): “Notas para un Modelo de Industrialización con Dependencia Externa”, *Desarrollo Económico*, 5 (17/19, Tomo I), 7-18. También en *Anales Asociación Argentina de Economía Política*. 1ª Reunión Anual (1964). Río Tercero (Córdoba).
- (1965): “Notas para un Modelo de Industrialización con Dependencia Externa”, *Investigación Económica*, 25 (98), 345-358.
- (1965): “Problemas de Industrialización con Restricciones en el Sector Externo: Un Análisis Geométrico”, *Investigación Económica*, 25 (98), 359-368. También en *Anales Asociación Argentina de Economía Política*. 2ª Reunión Anual (1965). Mendoza.
- (1966): “Industrialization Problems with Restrictions in the Foreign Sector: A Geometric Note”. *Oxford Economic Papers, New Series*, 18 (2), 213-223.
- (1966): “Notes Pour un Modèle d’Industrialisation a Dépendance Externe”, *Revue Tiers Monde* 7 (25), *Industrialisation et Intégration en Amérique Latine: Le Cas de l’Argentine*, 3-14.
- (1969): “Aspectos de la Estrategia de Industrialización Argentina”, en *Los Fragmentos del Poder. De la Oligarquía a la Poliarquía*, Torcuato S. Di Tella y Tulio Halperín Donghi eds. Editorial Jorge Álvarez. Buenos Aires, 325-355.
- (1972): “Una Interpretación de la Inflación Argentina”. 8ª Reunión de Centros de Investigación Económica. Trabajos de Investigación. Universidad de Buenos Aires. Facultad de Ciencias Económicas y *Anales Asociación Argentina de Economía Política*. 8ª Reunión Anual (1972). Buenos Aires.
- (1972): “El Origen de la Industrialización Argentina”. *Desarrollo Económico*, 12 (47), 451-476.
- (1975): “Costos, Beneficios y Precios en el Corto Plazo (Material para el Análisis Microeconómico de la Inflación Argentina)”, *Anales Asociación Argentina de Economía Política*. 10ª Reunión Anual (1975). Mar del Plata.
- (1976): “Elementos de la Concepción del Comercio Internacional en Adam Smith”, *Anales Asociación Argentina de Economía Política*. 11ª Reunión Anual (1975). Salta.
- (1977): “Adam Smith y los Mercantilistas”. *Documento de Trabajo* N° 78. Instituto Torcuato Di Tella.
- (1977): “Elementos del Comercio Internacional en Adam Smith”. *Desarrollo Económico*, 16 (64), 571-579.
- (1981): “Evolución de las Estrategias de Desarrollo Económico en el Período de Posguerra”. *Desarrollo Económico*, 21 (81), 61-70.
- (1981): “La Reciente Política Económica del Reino Unido”. *Boletín Informativo Techint* N° 222, 11-36.
- (1981): “Estrategias de Crecimiento Económico: Evolución de las Ideas en el Período de Posguerra”. *Boletín Informativo Techint* N° 224, 13-24.
- (1982): “Oferta Monetaria y Variaciones en la Estructura de los Precios Relativos. El Aporte de R. Cantillon” en *La Economía como Disciplina Científica. Ensayos en Honor del Profesor Dr. Francisco Valsecchi*. Ediciones Macchi.
- (1983): “Una Visión del Crecimiento Económico de los Países Industrializados”. *Boletín Informativo Techint* N° 228, 23-41.
- (1984): “Perspectivas de la Situación Económica Mundial”. *Boletín Informativo Techint* N° 235, 3-27.
- (1987): “Crecimiento y Coyuntura en América Latina: Un Enfoque Sectorial”. *Documento de Investigación DIT* 147. Instituto Torcuato Di Tella
- (1988): “Descentralización, Interdependencia, Flexibilidad”, *Anales*, Academia Nacional de Ciencias Económicas.
- (1988): *Empleo, Inflación y Comercio Internacional* (Javier Villanueva, ed.) Ed. Tesis - Instituto Torcuato Di Tella.
- (1988): “China: Las Reformas Económicas de la Última Década”. *Boletín Informativo Techint* N° 252, 3-44.
- (1989): *Crisis y crecimiento en América Latina. Material para un Diagnóstico* (Javier Villanueva y Victor Urquidi (comps.) y Carlos A. Cattáneo (colab.)). Ed. Tesis- Fundación Raúl Prebisch.
- (1989): *Economía Mundial e Integración de América Latina* (Alfredo Fuentes y Javier Villanueva). BID-INTAL.
- (1990): *El Crecimiento Económico: La Carrera de Fin de Siglo*. IDEA. Buenos Aires.
- (1991): “Enfrentando el Futuro: Innovaciones en la Máquina de Crecer”, *Boletín Informativo Techint* N° 268, 97-140.
- (1992): “Comercio Internacional y Desarrollo Económico. David Ricardo, las Alternativas de la Época y la Oposición de la ‘Escuela Americana’”, *Instituto de Economía Aplicada*, Academia Nacional de Ciencias Económicas.
- (1994): “La Difícil Convergencia de Fin de Siglo”, *Boletín Informativo Techint* N° 280, 61-83.
- (1997): “La Renegociación de la Deuda Pública”, *Anales*, Academia Nacional de Ciencias Económicas.
- (1997): “Nueva Visión del Comercio de Servicios”, *Anales*, Academia Nacional de Ciencias Económicas.

- (2001): “Evolución de las Ideas Relacionadas con la Formación de las Uniones Aduaneras”, Instituto de Economía Aplicada, Academia Nacional de Ciencias Económicas.
- (2001): “Las Ideas de Raúl Prebisch Sobre el Ciclo Argentino”, *Anales*, Academia Nacional de Ciencias Económicas.
- (2001): “La Economía Argentina en la “Edad Dorada””, *Boletín de Lecturas Sociales y Económicas*, Año 8, N° 35, 15-20. Pontificia Universidad Católica Argentina “Santa María de los Buenos Aires”, Facultad Ciencias Económicas y Sociales.
- (2002): “Las Múltiples Ópticas de la Nueva Arquitectura Financiera Internacional”, *Anales*, Academia Nacional de Ciencias Económicas.
- (2002): “El Debate sobre la Arquitectura Financiera Internacional: Entre el Tequila y Anne Krueger”, *Conferencia en el Consejo Argentino para las Relaciones Internacionales (CARI)*.
- (2003): “El Debate Financiero Internacional de la Última Década”, *Anales*, Academia Nacional de Ciencias de la Empresa.
- (2003): “La Renegociación de la Deuda Externa. Las Ideas de la Nueva Arquitectura Financiera Internacional”, *Anales*, Academia Nacional de Ciencias Económicas.
- (2005): “Los Orígenes de la Integración Europea”, *Anales*, Academia Nacional de Ciencias Económicas.
- (2006): “Orígenes de la Integración Europea”, *Anales*, Academia Nacional de Ciencias Económicas.
- (2007): “Nuevas Ideas en Economía: Impacto del Conocimiento”, *Anales*, Academia Nacional de Ciencias Económicas.
- (2007): “Innovaciones Tecnológicas y Nuevas Ideas en Economía”, *Cultura Económica* 25 (68), Pontificia Universidad Católica Argentina “Santa María de los Buenos Aires”.
- (2007): “Nuevas Tendencia del Pensamiento Económico”, en *Un Siglo de la Academia Nacional de Ciencias Económicas*, Julio Berlinski y Omar O. Chisari, eds. EDICON, Fondo Editorial Consejo. Consejo Profesional de Ciencias Económicas de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires. Capítulo 20.
- (2009): “El Desarrollo Económico en Juan Bautista Alberdi”, *Anales*, Academia Nacional de Ciencias Económicas y Documento de Trabajo N°30. Pontificia Universidad Católica Argentina “Santa María de los Buenos Aires”, Facultad Ciencias Económicas y Sociales. Departamento de Economía.

PRÓXIMOS INDICADORES Y EVENTOS

2022		febrero				
LUNES	MARTES	MIÉRCOLES	JUEVES	VIERNES	SÁBADO	DOMINGO
14	15	16	17	18	19	20
		<p>INDEC: Indicador sintético de servicios públicos (ISSP) Noviembre de 2021.</p> <p>Utilización de la capacidad instalada en la industria (UCII). Diciembre de 2021</p>	<p>INDEC: Índice del costo de la construcción (ICC). Enero de 2022.</p> <p>Sistema de índices de precios mayoristas (SIPM) Enero de 2022.</p> <p>Canasta básica alimentaria (CBA) y de la canasta básica total (CBT) Enero de 2022.</p>			
21	22	23	24	25	26	27
	<p>INDEC: Intercambio comercial argentino (ICA). Enero de 2022</p>	<p>INDEC: Estimador mensual de actividad económica (EMAE). Diciembre de 2021</p>	<p>INDEC: Encuesta de supermercados y autoservicios mayoristas. Diciembre de 2021.</p> <p>Encuesta nacional de centros de compras. Diciembre de 2021</p> <p>Bureau of Economic Analysis (EE.UU.): PBI 4° trimestre. 2a Estimac.</p>			

2022		marzo				
LUNES	MARTES	MIÉRCOLES	JUEVES	VIERNES	SÁBADO	DOMINGO
28	01	02	03	04	05	06
				<p>Bureau of Labor Statistics (EE.UU.): Situación del empleo de mano de obra Febrero 2022.</p>		
07	08	09	10	11	12	13
	<p>Bureau of Economic Analysis (EE.UU.): Comercio exterior de bienes y servicios Enero 2022.</p>	<p>INDEC: Índice de producción industrial manufacturero (IPI manufacturero) Enero de 2022.</p> <p>Indicadores de coyuntura de la actividad de la construcción Enero de 2022.</p> <p>IBGE (Brasil): IPC Nacional Enero 2022.</p> <p>Encuesta mensual de producción industrial</p>	<p>Banco Central Europeo: Reunión de política monetaria.</p> <p>Bureau of Labor Statistics (EE.UU.): IPC Febrero 2022.</p>			
14	15	16	17	18	19	20
	<p>INDEC: IPC Febrero de 2022.</p> <p>Reserva Federal (EE.UU.): Reunión del Comité de Mercado Abierto (FOMC).</p> <p>Banco Central de Brasil: Reunión de Política Monetaria.</p>	<p>Reserva Federal (EE.UU.): Reunión del Comité de Mercado Abierto (FOMC)</p> <p>Bureau of Labor Statistics (EE.UU.): Precios de importación y exportación. Febrero 2022.</p>	<p>Banco de Inglaterra: Reunión de política monetaria.</p> <p>Banco de Japón: Reunión de política monetaria.</p>	<p>Banco de Japón: Reunión de política monetaria.</p>		

INDICADORES

Indicador	Ene-21	Feb-21	Mar-21	Abr-21	May-21	Jun-21	Jul-21	Ago-21	Sep-21	Oct-21	Nov-21	Dic-21	Ene-22
Precios													
IPC Nacional (INDEC) Var. % m/m	4,0%	3,6%	4,8%	4,1%	3,3%	3,2%	3,0%	2,5%	3,5%	3,5%	2,5%	3,8%	3,9%
IPC Nac. Núcleo Var. % m/m	3,9%	4,1%	4,5%	4,6%	3,5%	3,6%	3,1%	3,1%	3,3%	3,2%	3,3%	4,4%	3,3%
IPC Alim. y beb. no alc. Var. % m/m	4,8%	3,8%	4,6%	4,3%	3,1%	3,2%	3,4%	1,5%	2,9%	3,4%	2,1%	4,3%	4,9%
IPC Nacional (INDEC) Var. % a/a	38,5%	40,7%	42,6%	46,3%	48,8%	50,2%	51,8%	51,4%	52,5%	52,1%	51,2%	50,9%	50,7%
IPC Nac. Núcleo Var. % a/a	41,4%	43,7%	45,7%	49,8%	52,5%	54,5%	55,4%	55,5%	57,0%	56,6%	55,5%	54,9%	54,0%
IPC Alim. y beb. no alcohólicas Var. % a/a	42,3%	43,9%	44,8%	46,4%	49,9%	53,2%	56,4%	53,4%	53,4%	51,4%	50,5%	50,3%	50,5%
IPC GBA (INDEC) Var. % m/m	3,3%	3,6%	5,2%	4,1%	3,4%	3,1%	3,1%	2,6%	3,8%	3,8%	2,3%	4,1%	3,9%
IPC GBA Núcleo Var. % m/m	3,2%	4,3%	4,3%	4,8%	3,6%	3,5%	3,4%	3,1%	3,4%	3,3%	3,3%	4,6%	3,3%
IPCBA (CABA) Var. % m/m	3,8%	2,9%	3,9%	4,0%	3,6%	3,2%	2,9%	2,9%	3,4%	3,7%	2,5%	3,8%	4,0%
IPC GBA (INDEC) Var. % a/a	35,9%	38,3%	40,4%	44,2%	46,8%	48,3%	50,4%	50,1%	51,7%	52,0%	50,9%	51,4%	52,4%
IPC GBA Núcleo Var. % a/a	39,1%	42,0%	43,5%	48,0%	51,2%	53,0%	54,6%	54,4%	56,2%	56,0%	54,9%	55,1%	55,4%
IPCBA (CABA) Var. % a/a	32,3%	33,6%	35,0%	37,8%	41,4%	43,9%	45,8%	46,5%	48,1%	49,9%	49,1%	49,2%	49,5%
Expectativas de Inflación (UTDT)													
Mediana	45,0	45,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0
Media	44,1	45,2	46,3	47,9	50,2	51,4	49,1	48,0	48,6	46,7	50,4	51,3	51,1
Indicadores Fiscales SPNF (Var. % a/a)													
Ingresos Totales	53,3%	49,3%	63,1%	92,9%	116,8%	90,3%	73,7%	70,1%	161,4%	69,8%	69,3%	87,3%	s/d
Gastos Totales	25,5%	40,6%	33,4%	14,6%	21,9%	41,0%	47,3%	60,7%	40,1%	84,9%	73,8%	76,5%	s/d
Ingr. Primarios (sin Rentas de la Prop.)	55,8%	50,9%	69,6%	94,7%	108,8%	86,0%	72,2%	67,1%	164,5%	66,8%	65,1%	84,3%	s/d
Gastos Primarios	45,8%	43,4%	36,2%	14,2%	18,3%	40,1%	44,7%	64,8%	42,5%	83,0%	76,0%	77,1%	s/d
Recursos tributarios (Var. % a/a)													
Recaudación total	46,6%	51,9%	72,2%	105,2%	72,7%	69,0%	66,9%	64,2%	61,0%	58,7%	59,5%	73,6%	51,6%
Dirección General Impositiva	38,5%	43,0%	67,4%	108,4%	52,2%	55,1%	51,7%	52,0%	54,4%	48,2%	55,4%	61,7%	45,3%
Dirección General de Aduanas	101,3%	119,3%	131,8%	139,1%	140,6%	125,1%	113,1%	102,8%	73,8%	65,0%	78,1%	84,0%	58,7%
Sistema de Seguridad Social	24,7%	27,2%	34,0%	68,1%	70,2%	52,9%	62,6%	63,7%	63,5%	65,0%	69,7%	67,8%	64,6%

Indicador	Ene-21	Feb-21	Mar-21	Abr-21	May-21	Jun-21	Jul-21	Ago-21	Sep-21	Oct-21	Nov-21	Dic-21	Ene-22
Confianza del Consumidor (UTDT)													
Indice	38,2	37,7	38,2	35,3	35,4	34,6	37,9	39,8	40,5	40,2	39,7	37,8	40,1
Var. % m/m	-2,8%	-1,3%	1,3%	-7,5%	0,2%	-2,1%	9,3%	5,0%	1,9%	-0,8%	-1,3%	-4,9%	6,3%
Var. % a/a	-11,2%	-11,8%	-7,4%	-10,0%	-7,9%	-12,2%	-0,8%	-3,8%	0,5%	3,6%	-2,9%	-3,9%	5,1%
Indicadores de Actividad													
EMAE (INDEC) Var. % a/a	-2,1%	-2,4%	13,3%	29,5%	14,4%	11,7%	11,8%	12,8%	11,3%	6,7%	9,3%	s/d	s/d
Var m/m, sin estacionalidad	2,5%	-0,7%	0,8%	-1,3%	-1,0%	2,6%	1,4%	1,4%	0,9%	-0,9%	1,7%	s/d	s/d
Venta de autos O Km (ADEFA) Var. % a/a	6,1%	-1,9%	71,0%	297,7%	39,9%	18,6%	8,4%	-8,0%	-26,7%	-24,1%	-11,5%	-16,1%	-26,2%
Var m/m, con estacionalidad	-30,0%	-2,3%	21,3%	-7,7%	-6,2%	0,6%	-13,6%	7,0%	5,5%	-1,6%	10,0%	17,7%	-38,4%
Producción Industrial (FIEL) Var. % a/a	4,2%	1,1%	29,2%	58,4%	32,8%	23,2%	13,8%	12,4%	8,2%	6,8%	6,5%	s/d	s/d
Var m/m, desest.	8,1%	0,4%	3,3%	0,2%	-1,9%	1,0%	-3,0%	-0,5%	-0,8%	-0,4%	-0,2%	s/d	s/d
Producción Industrial (INDEC) Var. % a/a	4,4%	1,6%	33,4%	56,1%	30,4%	19,5%	12,5%	13,8%	10,1%	4,4%	10,1%	10,1%	s/d
ISAC (INDEC) Var. % a/a	23,3%	22,7%	97,6%	321,3%	70,9%	28,6%	19,8%	22,7%	12,4%	8,3%	8,4%	4,6%	s/d
Construcción (Grupo Construya) Var. % a/a	24,0%	25,2%	103,7%	366,7%	58,9%	29,3%	7,4%	11,3%	5,5%	-5,0%	6,6%	15,4%	s/d
Var. % m/m, desest.	0,7%	8,2%	-5,1%	6,4%	-0,4%	6,5%	1,1%	-2,5%	-4,6%	7,5%	-1,3%	-6,7%	s/d
Despachos de Cemento (AFCP) Var. % a/a	19,2%	18,0%	93,5%	134,6%	50,5%	20,6%	21,4%	18,8%	7,4%	6,1%	1,5%	4,1%	-2,0%
Indicadores del Sector Externo													
Exportaciones en USD	4.912	4.775	5.720	6.143	6.813	7.010	7.252	8.099	7.570	6.863	6.191	6.587	s/d
Var. % a/a	7,3%	9,1%	30,5%	41,3%	34,2%	46,5%	47,1%	63,5%	60,1%	46,8%	37,6%	85,9%	s/d
Importaciones en USD	3.844	3.713	5.320	4.673	5.141	5.909	5.715	5.754	5.886	5.247	5.767	6.216	s/d
Var. % a/a	8,7%	16,4%	68,7%	61,5%	62,4%	79,1%	65,6%	64,0%	42,6%	31,0%	40,1%	59,1%	s/d
Saldo Comercial en USD	1.068	1.062	400	1.470	1.672	1.101	1.537	2.345	1.684	1.616	424	371	s/d
Precios Materias Primas BCRA (dic 2001=100)	272,6	280,4	283,3	294,3	300,1	311,8	297,9	293,3	279,6	281,7	292,6	295,8	313,9
Var. % a/a	26,4%	35,6%	43,8%	60,0%	63,1%	64,2%	52,0%	47,0%	32,2%	24,6%	22,4%	19,0%	15,2%

Indicador	Ene-21	Feb-21	Mar-21	Abr-21	May-21	Jun-21	Jul-21	Ago-21	Sep-21	Oct-21	Nov-21	Dic-21	Ene-22
Indicadores Monetarios (saldos promedios mensuales)													
Base Monetaria (\$ M.M.)	2.604	2.593	2.524	2.546	2.540	2.702	2.864	2.933	2.931	3.033	3.152	3.383	3.702
Circulante	1.862	1.835	1.816	1.801	1.831	1.935	2.091	2.139	2.165	2.215	2.291	2.504	2.677
Otros pasivos BCRA en mon. local: (a) + (b) + (c)	3.780	3.828	4.184	4.500	4.813	4.847	4.892	5.320	5.572	5.719	5.870	6.103	6.368
(a) Deuda Remun (LELIQ+NOCOM)	1.722	1.801	1.883	1.980	2.049	2.028	2.015	2.078	2.144	2.159	2.125	2.134	2.906
(b) Pasivos netos por pases	1.004	952	1.177	1.350	1.542	1.562	1.572	1.896	2.032	2.106	2.234	2.368	1.781
(c) Depósitos del Gobierno	1.053	1.075	1.123	1.170	1.222	1.257	1.305	1.346	1.397	1.453	1.511	1.601	1.680
Reservas intern. brutas (U\$S M.M.)	40	39	40	40	41	42	43	43	45	43	42	41	39
Dep. en mon.ext. en BCRA (U\$S M.M.)	11	11	11	11	10	11	11	11	12	19	19	18	19
(BaseMon.+ Pas.noMon.)/(Rvas.Int.Brut - Dep.en U\$S en BCRA)	222	229	236	240	238	237	241	255	255	366	380	424	497
Tipo de cambio mayorista bancos (\$ / U\$S)	86,0	88,7	91,1	92,9	94,1	95,3	96,2	97,2	98,3	99,2	100,3	101,9	103,9
Depósitos bancarios (saldos promedios mensuales)													
Total depósitos (\$ M.M.)	7.904	8.088	8.420	8.738	9.093	9.341	9.649	9.923	10.223	10.610	10.949	11.467	12.028
Sector privado	6.415	6.604	6.843	7.035	7.264	7.527	7.868	8.095	8.334	8.634	8.859	9.297	9.671
Sector público	1.490	1.484	1.577	1.703	1.830	1.813	1.781	1.828	1.889	1.976	2.090	2.170	2.357
En moneda local (\$ M.M.)	6.321	6.456	6.739	7.018	7.331	7.544	7.832	8.077	8.364	8.721	9.067	9.609	10.080
Sector privado	5.063	5.215	5.400	5.555	5.750	5.980	6.301	6.502	6.727	7.019	7.264	7.743	8.056
Sector público	1.258	1.241	1.338	1.464	1.581	1.564	1.532	1.574	1.637	1.702	1.803	1.866	2.024
En moneda extranjera (\$ M.M.)	1.583	1.623	1.682	1.720	1.762	1.797	1.817	1.846	1.860	1.889	1.881	1.857	1.948
Sector privado	1.352	1.389	1.443	1.480	1.514	1.547	1.567	1.593	1.607	1.615	1.595	1.554	1.615
Sector público	232	235	239	239	249	249	250	253	254	274	287	303	333
En moneda extranjera (U\$S M.M.)	18,4	18,4	18,5	18,5	18,7	18,9	18,9	19,0	18,9	19,0	18,8	18,2	18,7
Sector privado	15,7	15,7	15,8	16,0	16,1	16,2	16,3	16,4	16,3	16,3	15,9	15,3	15,5
Sector público	2,7	2,7	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,8	2,9	3,0	3,2
Tasas de interés nominales													
Tasa de control monetario BCRA (% anual) Prom. mensual	38,0	38,0	38,0	38,0	38,0	38,0	38,0	38,0	38,0	38,0	38,0	38,0	39,7
Tasas activas (% anual)													
Call en pesos entre bancos privados	27,7	29,1	29,2	29,7	29,6	29,2	29,6	28,6	29,0	29,0	28,5	28,6	28,7
Adel. cta.cte. en pesos a empresas no financ. por \$ 10 M o más, con acuerdo, de 1 a 7 días	34,7	34,9	36,1	36,5	35,9	35,8	35,8	35,5	35,7	35,2	35,2	35,4	35,7
Préstamos personales	56,4	55,9	56,0	55,4	54,6	52,6	53,8	53,1	53,6	52,8	51,8	52,9	54,9
Tasas pasivas (% anual)													
BADLAR	33,3	33,3	33,3	33,1	33,3	33,4	33,4	33,3	33,3	33,4	33,4	33,4	36,0
Plazo fijo en \$ hasta \$ 100.000	36,1	36,1	36,1	36,1	36,0	36,1	36,1	36,0	36,0	36,1	36,0	36,0	37,8
Plazo fijo en \$ más de \$ 1.000.000	32,7	32,6	32,7	32,8	32,4	32,9	32,9	32,7	32,9	33,0	32,7	32,9	35,6