

# Informe Económico Mensual



**USAL**  
UNIVERSIDAD  
DEL SALVADOR

Instituto de Investigación

Nº 206 Año 22 – 23 de junio de 2022

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

## EL DATO DEL MES

**Riesgo país.** El 22 de junio la prima de riesgo soberano de la deuda pública en moneda extranjera de Argentina (EMBI-JPMorgan) llegó a 2.285 p.b., el nivel más alto desde el mes de julio de 2020. A su vez el seguro contra default (*Credit Default Swap*) a 5 años de bonos argentinos llegó al nivel récord de U\$S 9.546,75. A fin de diciembre de 2021 cotizaba a U\$S 1.227,96.

## LO QUE HAY QUE SABER

**Argentina:** La incertidumbre económica y política sigue en aumento, al igual que los reclamos sectoriales. La economía real parece iniciar una etapa de debilitamiento de la actividad, de la demanda de dinero y de bonos del gobierno. La escasa acumulación de reservas del BCRA y las presiones alcistas en el mercado de cambios podrían conducir a nuevas restricciones a las importaciones.

**La inflación en EE.UU.:** La inflación de EE.UU. superó lo esperado en mayo y alejó las perspectivas de una pronta desaceleración de precios. En la reunión de la semana pasada la Fed subió la tasa de Fondos Federales en 75 p.b. por primera vez desde 1994. Los principales índices accionarios registraron caídas mayores al 20% desde los máximos de enero pasado.

**Europa en baja.** En los primeros meses del año se registraron fuertes caídas en los principales índices bursátiles de Europa. La tendencia a la baja persistirá debido a la decisión del Banco Central Europeo de aumentar las tasas de interés para tratar de frenar la suba de la inflación.

**La caída de las criptomonedas.** Entre fin de mayo y el 18 de junio cayó la cotización de las criptomonedas más líquidas, destacándose la baja de Bitcoin, de 44,7% a poco más de U\$S 17.600. Más allá del congelamiento de fondos de la plataforma Celsius Network, la baja responde a la mayor incertidumbre global por la guerra en Ucrania, la inflación mundial y las subas de tasas de interés impulsadas por varios bancos centrales.







## LO QUE VIENE

**¿Restricciones a las importaciones?** A pesar de las desmentidas oficiales, persiste la expectativa de que el gobierno argentino aplicará estrictas limitaciones para importaciones hasta que logre resolver el problema de la escasez de reservas internacionales del BCRA.

**Ecuador en crisis.** Luego de una semana de bloqueos de rutas y saqueos, el gobierno dispuso el toque de queda y la movilización de las FF.AA. en 6 provincias del país. Los grupos indígenas que lideran las revueltas exigen una rebaja nominal de los precios de los combustibles, algunos subsidios y la condonación de deudas bancarias de 4 millones de ecuatorianos.

**Precio del petróleo.** Según el Bank of America el precio del Brent podría cotizar a U\$S 150 el barril si la producción de petróleo de Rusia llegara a caer por debajo de 9 millones de barriles diarios, como consecuencia de las sanciones aplicadas por la Unión Europea.

## PRINCIPALES INDICADORES HASTA FIN DE MAYO DE 2022

		2022				Tendencia
		Febrero	Marzo	Abril	Mayo	hasta mayo 2022
<b>IPC</b> Var. % mensual		4,7%	6,7%	6,0%	5,1%	
<b>IPC</b> Var. % interanual		52,3%	55,1%	58,0%	60,7%	
<b>Industria</b> % uso capacidad instalada		64,3%	67,1%	s.d.	s.d.	

		2022				Tendencia
		Febrero	Marzo	Abril	Mayo	hasta mayo 2022
<b>LELIQ</b> Tasa % nominal anual en \$ al último día del mes		42,5%	44,5%	47,0%	49,0%	
<b>EMBI Arg.</b> Riesgo país en puntos básicos al último día del mes		1.816	1.718	1.801	1.918	
<b>Dólar</b> \$/U\$S mayorista promedio bancos al último día del mes		107,4	110,9	115,3	120,2	
<b>IVA DGI</b> Recaudación Mensual Var. % interanual1.		55,2%	49,8%	65,8%	66,3%	
<b>Depósitos en pesos</b> Sector privado Var. % mensual de saldos promedios mensuales		2,7%	2,9%	4,9%	6,3%	
<b>Depósitos en dólares</b> Sector privado Var. % mensual de saldos promedios mensuales		-1,9%	-0,1%	0,6%	0,3%	Estable

## PRECIOS, ACTIVIDAD Y COMERCIO EXTERIOR

### INDICADORES MÁS RECIENTES

Adolfo Bosch

#### I. PRECIOS

VARIABLE		FUENTE	Período	Unidad	Valor	Período anterior	
PRECIOS	IPC Nacional	INDEC	Mayo 2022	Var. % mensual	5,1%	6,0%	
				Var.% interanual	60,7%	58,0%	
	IPC G.B.A	INDEC	Mayo 2022	Var. % mensual	4,8%	6,2%	
				Var.% interanual	61,2%	59,0%	
	IPC C.A.B.A	Dirección General de Estadística y Censos. GCBA	Mayo 2022	Var. % mensual	5,5%	5,3%	
				Var.% interanual	58,8%	56,0%	

#### II. ACTIVIDAD

VARIABLE		FUENTE	Período	Unidad	Valor	Período anterior	
DEMANDA INTERNA	Ventas en Shoppings	INDEC	Marzo 2022	Var. % i.a. acumulado vs. acum. año anterior a precios constantes	26,9%	28,0%	
	Ventas en Supermercados		Marzo 2022	Var. % i.a. acumulado vs. acum. año anterior a precios constantes	3,5%	5,4%	
	Patentamiento autos 0 Km	ACARA	Mayo 2022	Var.%interanual	53,0%	-2,6%	
ACTIVIDAD	Estimador Mensual de Actividad Económica	INDEC	Marzo 2022	Var.% mensual (sin estacionalidad)	-0,7%	1,8%	
				Var.% interanual	4,8%	9,1%	
	PBI		1er trim. 2022	Var. % ene-mar '22 vs ene-mar '21	6,0%	8,6%	
ACTIVIDAD INDUSTRIAL	IPI Manufacturero	INDEC	Abril 2022	Var.% interanual	4,7%	3,6%	
	Uso capacidad instalada		Abril 2022	% uso capacidad instalada	67,5%	67,1%	
CONSTRUCCIÓN	Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción		Abril 2022	Var.% interanual	8,8%	1,9%	
INGRESOS TRIBUTARIOS RELACIONADOS CON LA ACTIVIDAD INTERNA	IVA DGI (Bruto)	AFIP	Mayo 2022	Var % mensual	-7,8%	21,0%	
				Var. interanual	66,3%	65,8%	
	Var % mensual			4,3%	10,0%		
	Var. interanual			75,8%	72,1%		
	Var % mensual			-1,2%	19,6%		
	Sistema Seguridad Social			Var. interanual	58,6%	64,2%	
	Créditos y Débitos en Cta.Cte.						

#### III. COMERCIO EXTERIOR

VARIABLE		FUENTE	Período	Unidad	Valor	Período anterior	
COMERCIO EXTERIOR	Exportaciones	INDEC	Abril 2022	Nivel (U\$S M)	8.327	7.352	
				Var. % interanual	35,6%	28,5%	
	Importaciones			Nivel (U\$S M)	6.883	7.073	
				Var. % interanual	47,3%	33,0%	
	Saldo balanza comercial					Nivel (U\$S M)	1.444

## PANORAMA DE ARGENTINA

### INFLACIÓN Y CONFLICTIVIDAD EN AUMENTO

Héctor Rubini

**La incertidumbre económica y política sigue en aumento, al igual que los reclamos sectoriales. La economía real parece iniciar una etapa de debilitamiento de la actividad y de la demanda de dinero y de bonos del gobierno. La escasa acumulación de reservas del BCRA y las presiones alcistas en el mercado de cambios podrían conducir a nuevas restricciones a las importaciones.**

#### 1. Incertidumbre política y económica en aumento.

La aceleración de la inflación y el empobrecimiento de cada vez más familias parecen consolidarse y exacerbar la conflictividad política. El ala “ultra” del kirchnerismo alineado con la vicepresidente Cristina Fernández de Kirchner, sigue insistiendo en que el núcleo del problema inflacionario y de la falta de creación de empleo es la gestión del Presidente y, sobre todo, del ministro de Economía Martín Guzmán. Las embestidas para debilitarlo no han cesado y tampoco las focalizadas en promover la salida de funcionarios que no comparten los lineamientos del incipiente “albertismo”. El ministro de Economía absorbió la Secretaría de Comercio Interior, pero a costa de la renuncia del titular de esa Secretaría, Roberto Feletti, el 23 de mayo, supuestamente previa consulta o pedido de la vicepresidente.

El 3 de junio, luego de más de 3 meses sin diálogo con el presidente, la vicepresidente apareció en público en el acto del centenario de la petrolera YPF y exigió al Presidente “usar la lapicera” en el sentido de acelerar políticas activas. Poco después trascendió en Twitter un mensaje, supuestamente del ministerio de la Producción (no desmentido), que acusaba a funcionarios que responden a la vicepresidente las demoras y trabas para resolver la licitación para construir un gasoducto desde el área de Vaca Muerta por parte de la empresa Techint. El “*off the record*” fue rechazado inmediatamente y obligó al Presidente a remover al ministro de la Producción y su sustitución por Daniel Scioli, hasta entonces embajador argentino en Brasil.

La percepción de inestabilidad política se ha visto reforzada por varios otros hechos: la falta de respuesta a las exigencias de mayor ayuda monetaria y alimenticia para desocupados y trabajadores informales en situación de inequívoca pobreza, la condena a la no invitación a Cuba, Nicaragua y Venezuela a la Cumbre de las Américas en Los Ángeles, y la hasta ahora inexplicada presencia de un avión iraní con tripulación de iraníes y venezolanos aún detenido en Ezeiza. Mientras tanto, la política de control de precios sigue siendo inefectiva, y si bien el oficialismo está promoviendo en el Congreso de la Nación un necesario alivio fiscal a los contribuyentes autónomos y monotributistas, la presentación de un proyecto de Ley para crear un nuevo impuesto (a la “renta inesperada”) ha generado marcado rechazo, y no sólo entre políticos y economistas opositores. Dentro del marco general de permanente intervencionismo estatal el contexto estará sujeto a las acciones y reacciones del gobierno frente al volátil contexto internacional y el cada vez más conflictivo escenario político local.

En principio las autoridades parecen estar priorizando 6 objetivos políticos y económicos con 6 instrumentos disponibles, pero uno de ellos, la suba de tasas de interés va en contra del objetivo de fomentar el consumo. Otro, la eliminación de subsidios a la energía iniciada a partir del mes próximo va a contramano de sostener el consumo y de reducir la inflación observada y esperada. Por consiguiente, hay al menos dos instrumentos que tornan inviable obtener dos objetivos.

#### CUADRO 1. OBJETIVOS DEL GOBIERNO E INSTRUMENTOS DE POLÍTICA

Objetivos políticos	Instrumentos/mecanismos
Ganar las elecciones presidenciales en 2023	← Recuperar credibilidad/reputación interna
No desvincularse de Washington ni de Europa manteniendo el alineamiento con Rusia y China	← Cumplir con FMI y postergar pagos a Club de París
Objetivos económicos	Instrumentos/mecanismos
Evitar una crisis fiscal	← - - - - - Sustituir subsidios a energía por subsidios asistenciales
Bajar la inflación observada y esperada	← - - - - - Controles de precios
Sostener/aumentar el consumo	← - - - - - Suba de tasas de interés
Evitar una crisis cambiaria/bancaria	← - - - - - Controles de cambio, de capitales y de com. exterior

Fuente: elaboración propia

El resultado puede ser indeterminado, y por bastante tiempo. El comportamiento errático y ascendente de la inflación en estos meses y la persistente escasez de bienes intermedios, insumos importados, divisas, y combustibles muestran problemas no sólo de gestión sino de programación y previsión macroeconómica. En general se descuenta ya un riesgoso escenario de estanflación (estancamiento + inflación) por al menos un año más, en el que las autoridades enfrentarían más dificultades para controlar los principales indicadores macroeconómicos.

## 2. La macro se torna más inestable

La conflictividad en el gobierno agrega más incertidumbre, menos incentivos para inversiones de largo plazo y menor probabilidad de sostener la reactivación del año pasado. La percepción de un debilitamiento político del Gobierno para contener y ordenar una puja distributiva cada vez más conflictiva lleva a asignar mayor probabilidad a nuevas subas del gasto público, la presión tributaria nominal y la emisión monetaria, y también más controles e intervenciones del Gobierno en el comercio interior y exterior, y en el mercado de cambios.

La recuperación industrial sigue en curso, pero a ritmo bastante más moderado que el observado un año atrás. La escasez de divisas y de insumos críticos importados, y en particular de gas natural y de combustibles, está provocando diversos problemas en las cadenas internas de transporte y distribución. Probablemente a partir de agosto se observará con más claridad si ya se interrumpió el empuje reactivador post-pandemia.

Esto complicaría el cumplimiento de las metas acordadas con el FMI y forzaría cierta “recalibración” de las mismas. Sin embargo, ya pueden observarse dificultades para converger a metas fiscales acordadas.

**CUADRO 2. METAS FISCALES, MONETARIAS Y CAMBIARIAS ACORDADAS CON EL FMI**

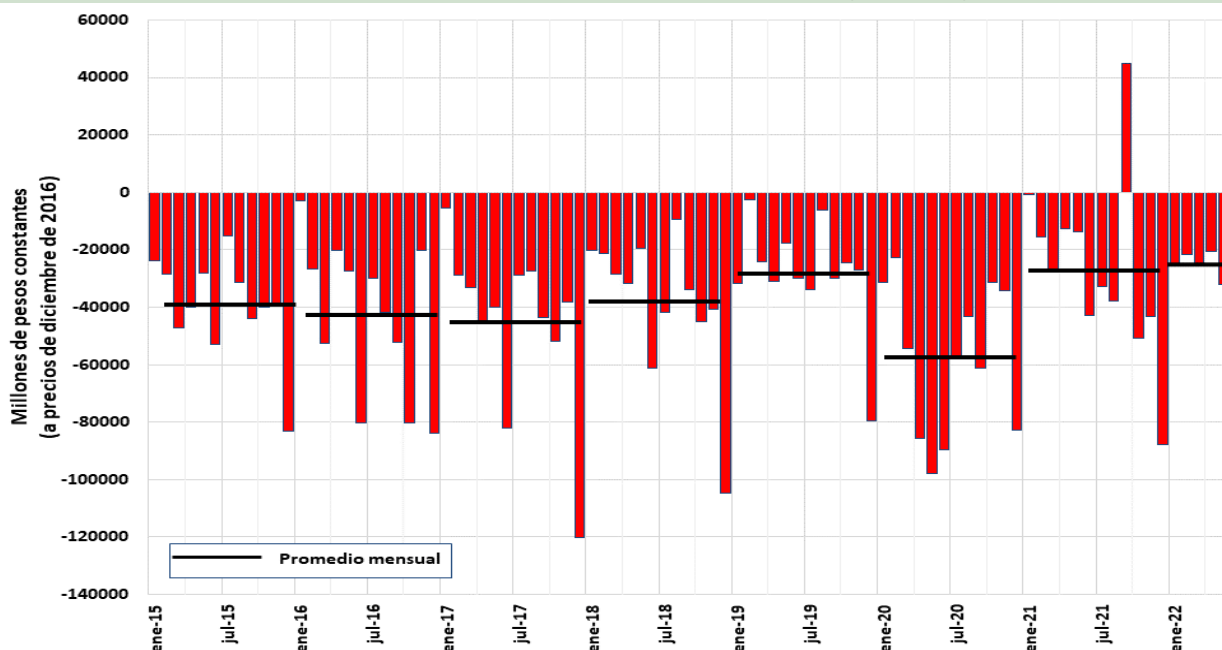
Metas trimestrales		Fin marzo	Fin junio	Fin sept.	Fin dic.
<b>Meta comprometida</b>	<b>Resultado primario acumulado (piso)</b>	-222,3	-566,8	-912,3	-1.758,6
	Ejecutado a marzo y proyección a junio '22	-192,7	-560,0		
	Neto de var. extraord. rentas de la propiedad	-282,7	-740,0		
<b>Meta comprometida</b>	<b>Atrasos en pagos del gobierno nacional (techo)</b>	535,9	535,9	535,9	535,9
	Estimado o a marzo y proyección a junio '22	120,0	200,0		
<b>Meta comprometida</b>	<b>Ingresos fiscales acumulados (piso)</b>	2.417,3	4.759,4	6.929,2	8.900,0
	Ejecutado a marzo y proyección a junio '22	2.816,3	4.050,0		
	Neto de var. extraord. rentas de la propiedad	2.726,3	3.870,0		
<b>Meta comprometida</b>	<b>Gasto social acumulado desde 1-enero (piso)</b>	151,9	318,0	494,3	707,8
	Ejecutado a marzo y proyección a junio '22	151,1	478,0		
<b>Meta comprometida</b>	<b>Var. Acum. Reservas Int. BCRA netas* (piso)</b>	U\$S MM 1,2	4,1	4,4	5,8
	Ejecutado a marzo y proyección a junio '22	4,4	4,2		
<b>Meta comprometida</b>	<b>Financ. del BCRA al Tesoro acum. (techo)</b>	\$ MM 236,8	438,5	613,3	705,2
	Ejecutado a marzo y proyección a junio '22	646,5	450,0		
<b>Meta comprometida</b>	<b>Stock ventas dólar futuro (NDF) BCRA (techo)</b>	U\$S MM 6,0	7,0	9,0	9,0
	Ejecutado a marzo y proyección a junio '22	s.d.	s.d.		

Nota: en el Memorandum de Entendimiento con el FMI se llama deuda flotante a los atrasos de pagos del gobierno, medidos a partir de la diferencia entre el gasto primario base devengado y el gasto primario base caja. Las reservas internacionales netas se definen como reservas internacionales brutas menos activos en moneda extranjera del BCRA de líneas de swaps, del seguro de depósitos, encajes legales en dólares y DEGs, salvo los desembolsados en el marco del actual acuerdo con el FMI.

Fuente: elaboración propia en base a Memorandum Técnico de Entendimiento (Ley 27.668) y datos de Secretaría de Hacienda y del BCRA.

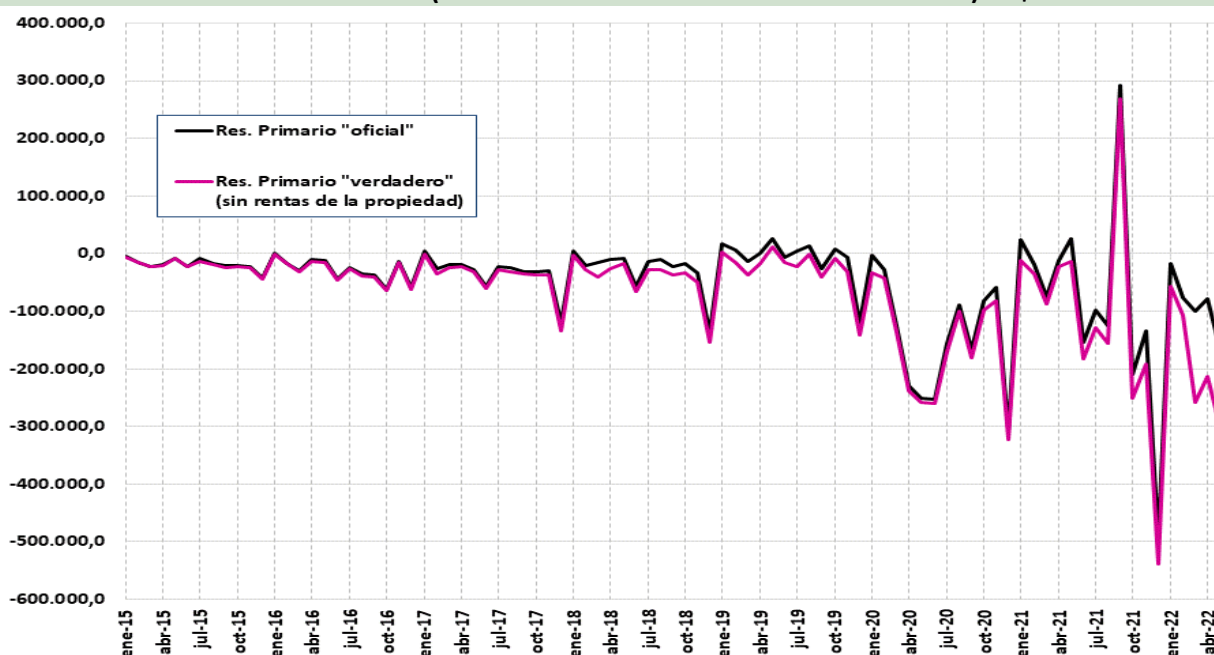
Los datos hasta mayo sugieren además que el resultado primario se aproximaría al tope acordado con el FMI. Pero según la definición más “ácida” de resultado fiscal primario, excluyendo las llamadas “rentas de la propiedad” indica que el saldo negativo del segundo trimestre más que triplicaría el del primer trimestre de este año, y superaría en no menos de \$180.000 M al límite acordado con el FMI. Si se ajustan los flujos de ingresos fiscales y gastos por inflación, los datos a precios de diciembre de 2016 sugieren que no hay tendencia hacia ninguna mejora significativa en el desempeño fiscal.

**GRÁFICO 1. RESULTADO FINANCIERO MENSUAL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO (NACIONAL), A PRECIOS DE DICIEMBRE DE 2016**



Fuente: Ministerio de Economía

**GRÁFICO 2. RESULTADO FISCAL PRIMARIO ("OFICIAL" Y EXCLUYENDO RENTAS DE LA PROPIEDAD) EN \$ M A PRECIOS CORRIENTES <sup>1</sup>**



Fuente: Ministerio de Economía

Los datos acumulados en los cinco primeros meses de 2022 dan cuenta de un crecimiento interanual de los ingresos fiscales de 67,0%, y del gasto total de 77,2% (gasto primario: 78,2% i.a.; intereses de la deuda: +64,8%). Los ingresos muestran signos de relativa debilidad. El incremento respecto de 2021 fue de \$ 2 Bn., compuesto por \$ 1,7 Bn. de la recaudación tributaria (+62,5%) y \$ 300.000 M de rentas de la propiedad (+278,4%). Este último rubro comprende no sólo rentas percibidas desde fuera del sector público por el Fondo de Garantía de Sustentabilidad de

<sup>1</sup> Resultado fiscal primario se define como la diferencia entre ingresos y gasto público sin intereses de deudas y otros activos que en las cuentas públicas del SPNF aparecen como "rentas de la propiedad", tanto en ingresos como en los gastos. El "resultado primario" publicado oficialmente es la diferencia entre ingresos fiscales, incluyendo rentas de la propiedad, y gasto público sin rentas de la propiedad. El saldo primario más en línea con el concepto "teórico" es el que se computa sin incluir rentas de la propiedad en ingresos y egresos.

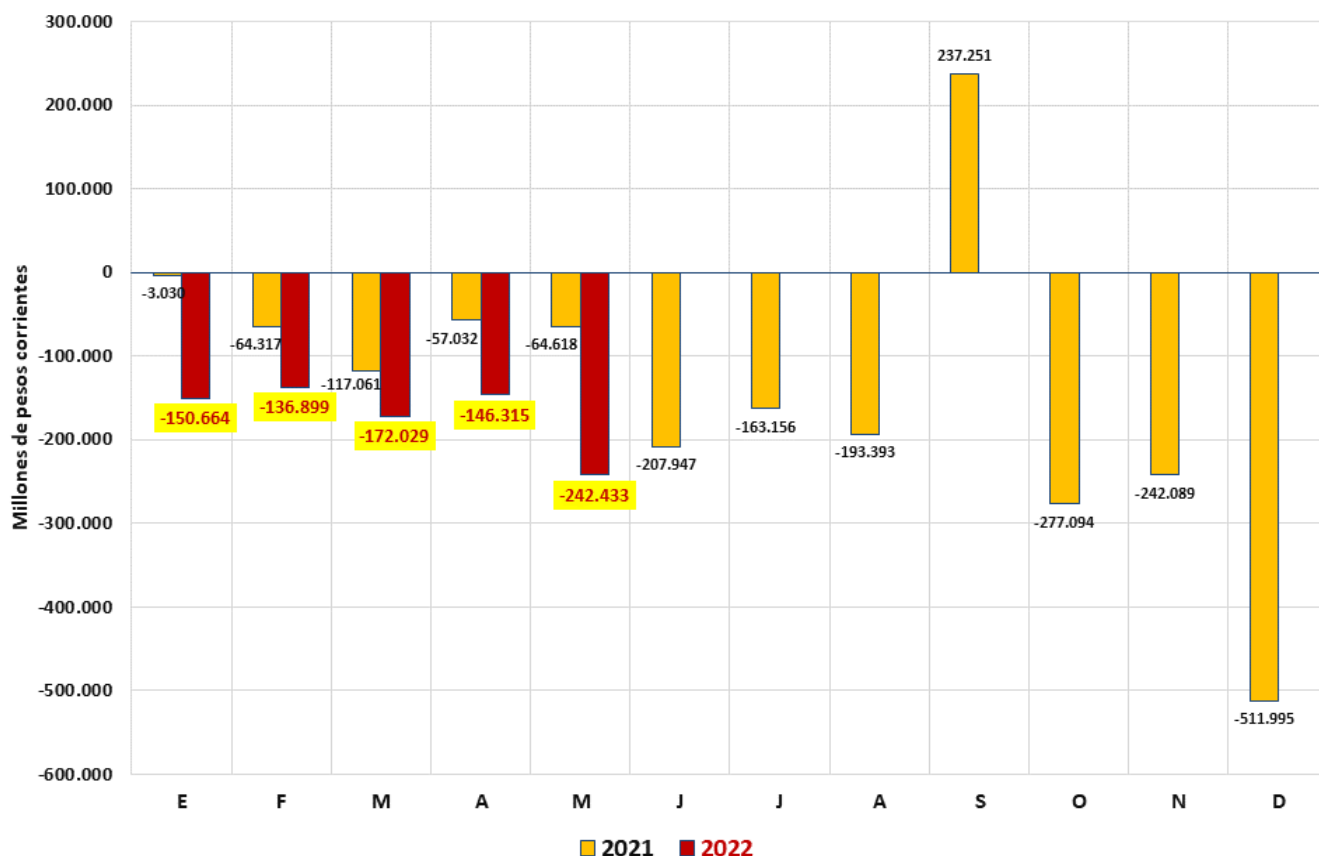
la ANSES (FGS-ANSES), sino también rentas por colocaciones de emisiones primarias y otras rentas no desagregadas. El salto de ambos rubros en el bimestre marzo-abril (\$ 239.037 M i.a.) explica la mayor parte de esa variación.

La variación de esas “rentas” reflejaría la diferencia entre el valor nominal de bonos ajustados por inflación y su valor efectivo de colocación. Lo que no es claro es si efectivamente corresponde a ingresos de caja ex – post, o si se están “devengando anticipadamente” ingresos futuros y se los incluye en el cómputo del resultado base caja. Si bien no deja de ser un eventual (al menos) ingreso fiscal, también hay quienes entienden que debería computarse “bajo la línea”, como parte del cálculo de los flujos de financiamiento, y no “sobre la línea” como ingreso corriente. De ahí que persistan las dudas, sobre todo de quienes entienden que dicha práctica no es más que un “atajo contable” para exhibir un resultado fiscal más holgado que el real.

Descontando las rentas percibidas por el FGS-ANSES en los primeros 5 meses del año (\$ 77.133 M), el núcleo de esas “rentas” obtenidas hasta mayo (\$ 371.437 M) permite mejorar el resultado primario de manera significativa: equivalen al 76% de lo recaudado en concepto de Impuesto a las Ganancias y superaron en un 113% a los ingresos fiscales por derechos de importación.

La evolución de los último 7 años y medio muestra que el resultado primario sin incluir las llamadas “rentas de la propiedad” es peor que el resultado primario “oficial”.

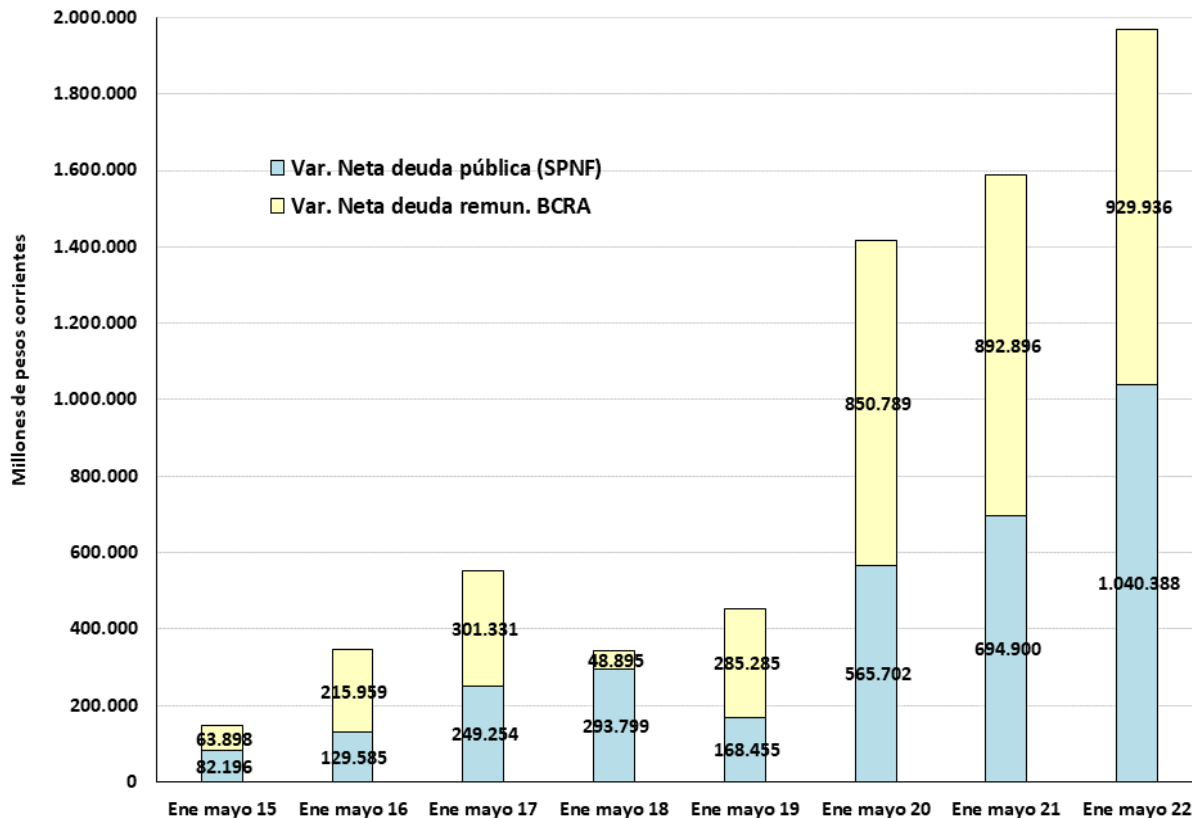
**GRÁFICO 3. SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO: RESULTADO FINANCIERO MENSUAL A PRECIOS CORRIENTES**



Fuente: Secretaría de Hacienda. Ministerio de Economía.

De todas formas, si bien la situación financiera del SPNF no es apremiante, la evolución del resultado financiero muestra un inequívoco empeoramiento respecto del año pasado y como contrapartida un significativo aumento del endeudamiento del SPNF y del BCRA:

**GRÁFICO 4. VARIACIÓN DEUDA PÚBLICA (SPNF + BCRA) EN LOS PRIMEROS 5 MESES DE CADA AÑO (2015-2022)**



Fuente: BCRA y Secretaría de Hacienda. Ministerio de Economía.

La dinámica de las cuentas fiscales indica claramente un giro hacia el expansionismo fiscal más marcado, pero en una economía con tendencia a la desaceleración económica y con inflación más alta que la de 2021, la demanda de títulos públicos no tiende a aumentar. El resultado, es inevitable: para sostener el expansionismo captando fondos del sector privado, el Gobierno termina primero optando por colocar deuda ajustada por inflación (CER), y tarde o temprano, a plazos más cortos, y en caso de no desacelerarse la inflación, probablemente a tasa variable.

Mientras tanto, las condiciones para cancelar vencimientos con nueva deuda ("rollover") se complicaron en las últimas dos semanas. En abril ya el Tesoro sólo logró renovar el 91% de los vencimientos de deuda del mes, y la percepción de deterioro fiscal junto a las presiones por más gasto asistencial comenzaron a despertar cierta aversión al riesgo en la plaza local que no se observaba al menos hasta el primer trimestre del año. El mes de mayo no registró ningún evento adverso, pero el 9 de junio, se interpretó la venta de deuda ajustable por CER de un fondo oficial por poco más de \$ 10.000 M, como un síntoma de las disputas internas en el gobierno y de una marcada falta de coordinación en el equipo económico. Esto disparó una minicorrida contra deuda local, y luego también en el exterior, donde la prima de riesgo país saltó a 2.045 p.b., manteniéndose hasta el cierre de este informe por encima de los 2.260 p.b.

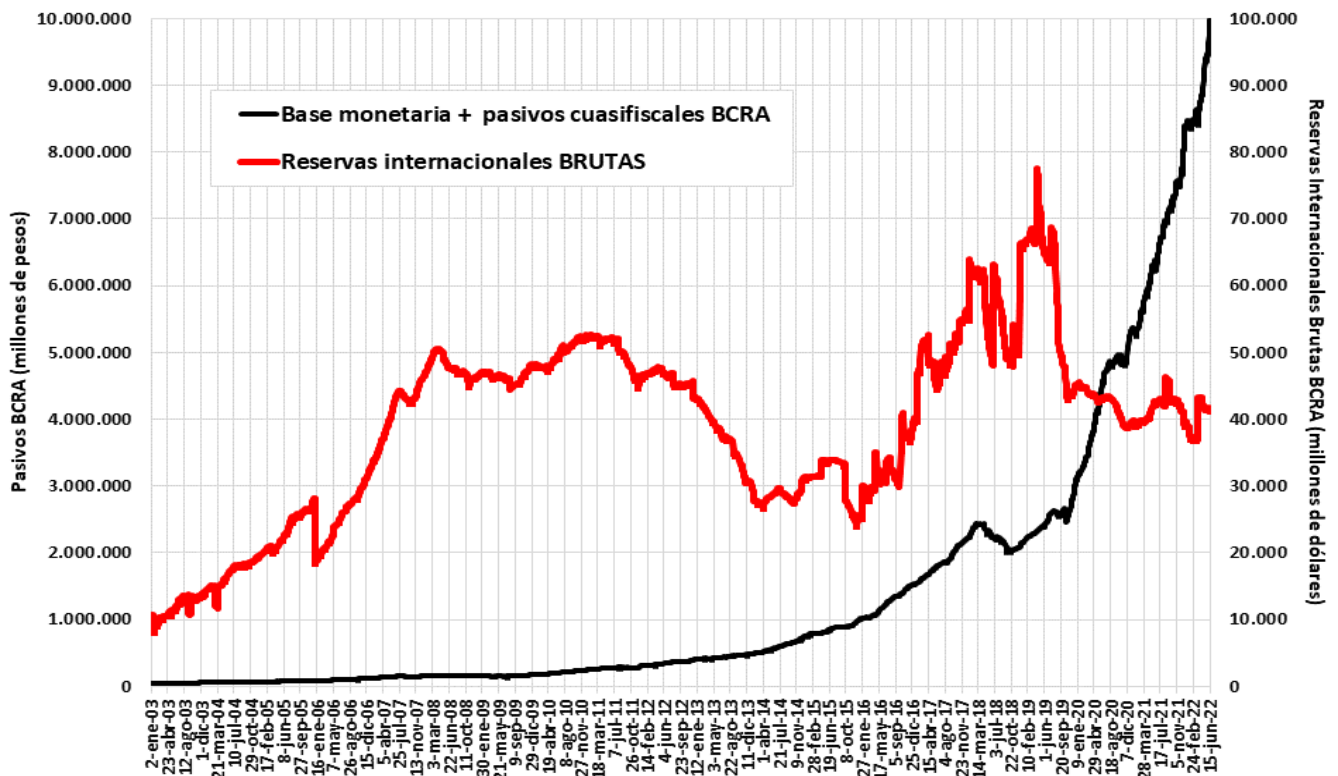
A esto se sumaron las declaraciones de la vicepresidenta esta semana, con duras críticas al gobierno y en particular al equipo económico, reclamando un rígido control de importaciones y de la evasión impositiva. El clima en los mercados obviamente es pesimista, y los títulos en pesos continúan a la baja. Esta semana el BCRA intervino comprando títulos por \$ 400.000 M, y el ministerio de Economía anticipó el rollover de vencimientos de \$605.886 M para la próxima semana: logró concretar un canje de Letras de Descuento (LEDE) y Letras Ajustables por CER (LECER) por poco más de \$ 357.836 M con participación del BCRA, el FGS-ANSES y bancos oficiales, Restan renovar \$ 248.050 M el próximo martes con tenedores del sector privado.

En principio esto mantendría cierta calma, pero de todas formas no va a ser fácil para el Ministerio de Economía promover mayor interés por la deuda del Tesoro que por las Letras de Liquidez (LELIQ) del BCRA. De hecho, en la medida que emita dinero el BCRA para adquirir títulos, continuará invariable la emisión de LELIQ para tratar de evitar desbordes de liquidez, que tarde o temprano igualmente impactarán sobre las expectativas inflacionarias y las tasas de interés. Un resultado es el ya crónico exceso de oferta presente y esperado de pesos, habida cuenta del aumento explosivo de la emisión de letras. Sin



aumento de la demanda de pesos ni de la oferta de dólares, la presión compradora de dólares se mantiene inexorablemente firme, y difícilmente se revierta, aun si el gobierno optara por restringir importaciones.

GRÁFICO 5. PASIVOS DEL BCRA Y RESERVAS INTERNACIONALES BRUTAS



Fuente: BCRA

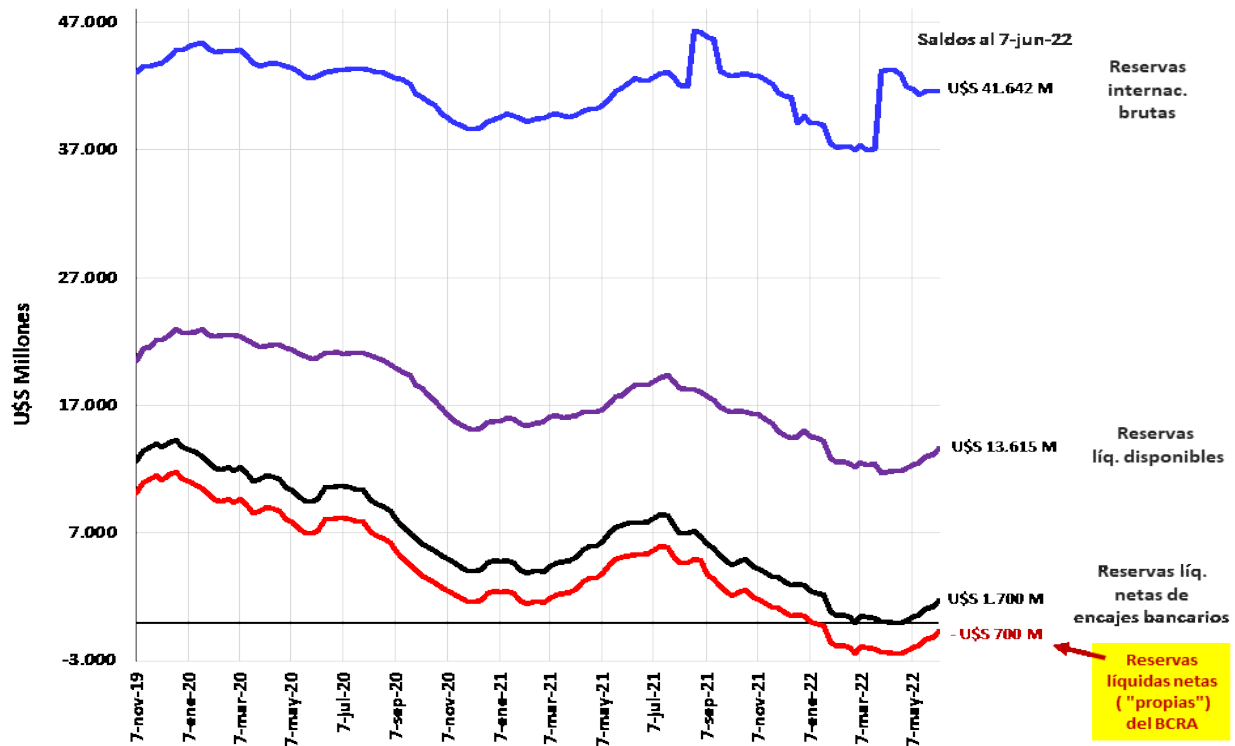
La evolución de las reservas líquidas tampoco muestra signos auspiciosos. Por el contrario, los pagos externos, tanto por importaciones de bienes y servicios como por otros pagos, supera sistemáticamente al aporte de los agrodólares en plena cosecha gruesa. Las reservas líquidas propias, no llegan a los U\$S 2.000 M, de modo que **persiste la expectativa de endurecimiento de las restricciones a las importaciones para sostener el stock de reservas internacionales.**

CUADRO 3. RESERVAS INTERNACIONALES DEL BCRA

		7-abr-22	15-abr-22	23-abr-22	30-abr-22	7-may-22	15-may-22	23-may-22	31-may-22	7-jun-22
I	<b>Reservas Brutas</b>	<b>43.229</b>	<b>43.303</b>	<b>42.867</b>	<b>42.007</b>	<b>41.816</b>	<b>41.290</b>	<b>41.647</b>	<b>41.561</b>	<b>41.642</b>
a	Swap China (RMB 130.000 M conv. a U\$S)	20.438	20.402	19.995	19.672	19.501	19.149	19.448	19.524	19.492
b	Préstamo BIS	3.706	3.706	3.706	3.706	3.706	3.706	3.706	3.706	3.706
c	DEG FMI 2021	523	523	523	523	523	523	523	523	523
d	DEG FMI desde 2022	6.752	6.752	6.752	6.065	5.713	5.361	5.009	4.657	4.305
II = I - a - b - c - d	<b>Reservas líquidas disponibles</b>	<b>11.809</b>	<b>11.919</b>	<b>11.890</b>	<b>12.040</b>	<b>12.372</b>	<b>12.550</b>	<b>12.960</b>	<b>13.150</b>	<b>13.615</b>
	<i>Var. Semanal</i>	150	110	-30	150	332	178	410	190	465
III	<b>Dep entidades (encajes en U\$S)</b>	<b>11.773</b>	<b>11.915</b>	<b>11.915</b>	<b>11.915</b>	<b>11.915</b>	<b>11.915</b>	<b>11.915</b>	<b>11.915</b>	<b>11.915</b>
IV = II - III	<b>Reservas líquidas disponibles netas de encajes legales</b>	<b>36</b>	<b>4</b>	<b>-25</b>	<b>125</b>	<b>457</b>	<b>635</b>	<b>1.045</b>	<b>1.235</b>	<b>1.700</b>
e	Pases en U\$S con SEDESA	1.700	1.700	1.700	1.700	1.700	1.700	1.700	1.700	1.700
f	Pases en U\$S	700	700	700	700	700	700	700	700	700
V = e + f	<b>Pasivos (est.) por pases en U\$S</b>	<b>2.400</b>	<b>2.400</b>	<b>2.400</b>	<b>2.400</b>	<b>2.400</b>	<b>2.400</b>	<b>2.400</b>	<b>2.400</b>	<b>2.400</b>
VI = IV - V	<b>Reservas líquidas "propias netas" del BCRA</b>	<b>-2.364</b>	<b>-2.396</b>	<b>-2.425</b>	<b>-2.275</b>	<b>-1.943</b>	<b>-1.765</b>	<b>-1.355</b>	<b>-1.165</b>	<b>-700</b>
	<i>Var. Semanal</i>	-55	-32	-30	150	332	178	410	190	465

Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA

GRÁFICO 6. RESERVAS INTERNACIONALES DEL BCRA



Fuente: BCRA

Según diversos funcionarios, entre otros la vicepresidente, “el” problema sería cierto salto descontrolado de importaciones. Sin embargo, el núcleo de ese aumento de importaciones no se explicaría fundamentalmente por gasto en bienes de consumo sino por importación de energía eléctrica

CUADRO 4. LIQUIDACIÓN DE DIVISAS POR COMERCIO EXTERIOR EN EL MERCADO ÚNICO Y LIBRE DE CAMBIOS (MULC) (U\$S M)

Exportaciones	2021	2022	Var. % interanual	Importaciones	2021	2022	Var. % interanual
<b>Total</b>	<b>22.871</b>	<b>27.131</b>	<b>18,6%</b>	<b>Total</b>	<b>16.444</b>	<b>21.869</b>	<b>33,0%</b>
Oleaginosos y cerealeros	11.662	13.053	11,9%	Comercio	1.659	2.242	35,1%
Alimentos, beb. y tabaco	3.087	3.329	7,8%	Electricidad	269	1.396	419,0%
Petróleo	1.178	2.411	104,7%	Ind. Automotriz	3.103	3.088	-0,5%
Ind. Automotriz	1.926	2.249	16,8%	Química-Caucho-Plástico	2.744	3.481	26,9%
Química-Caucho-Plástico	1.008	1.325	31,4%	Maq y equipos	1.758	2.099	19,4%
Minería	830	1.154	39,0%	Metales comunes y elab.	1.102	1.273	15,5%
Resto	3.180	3.610	13,5%	Petróleo	1.103	2.133	93,4%
				Resto	4.706	6.157	30,8%

Var. Total i.a. + 4.260

Var. Total i.a. + 5.425

Fuente: BCRA

El panorama luce precario. Los frentes débiles empiezan a ser cada vez más claros: el fiscal, el monetario, el cambiario, y el político. Y en ese sentido, el discurso de la vicepresidente de esta semana sugiere una fuerte presión para restringir importaciones y el acceso a divisas, y también la potencial revisión de instituciones legales que resguardan el secreto fiscal, el secreto bursátil y el secreto bancario. Un mensaje que despierta una desconfianza difícil de revertir, y que se refleja en una caída demanda de deuda argentina en el exterior. **Al cierre de este informe, la prima de riesgo país medida por el índice EMBI de JP Morgan era de 2.285 p.b. y el Credit Default Swap a 5 años para bonos argentinos cotizaba al nivel récord histórico de U\$S 9.546,75.**

## PANORAMA INTERNACIONAL

### LA INFLACIÓN NO DA RESPIRO

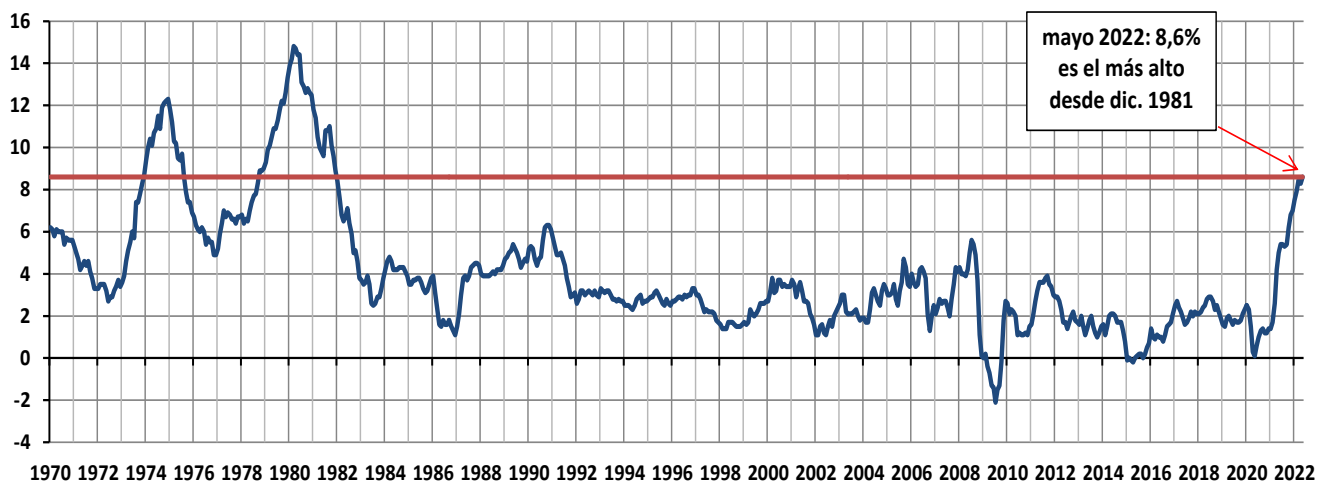
Jorge Viñas

**La inflación de EE.UU. superó lo esperado en mayo y alejó las perspectivas de una pronta desaceleración de precios. En la reunión de la semana pasada la Fed subió la tasa de Fondos Federales en 75 p.b. por primera vez desde 1994. Los principales índices accionarios registraron caídas mayores al 20% desde los máximos de enero pasado.**

En mayo, la inflación minorista registró una variación del 1% mensual y del 8,6% interanual, acelerándose respecto al 0,3% mensual y 8,3% interanual de abril. El dato superó ampliamente las estimaciones de consenso, que según el relevamiento de Bloomberg se ubicaban en 0,7% mensual y 8,3% interanual. La variación interanual de mayo alcanzó un nuevo máximo desde el año 1981, echando por la borda algunos pronósticos que apuntaban a que la inflación ya había tocado su pico en marzo y estaba entrando en una fase descendente (véase el gráfico 7).

Una parte importante de la aceleración inflacionaria del último año es atribuible al fuerte salto que han experimentado los precios de los alimentos y de la energía, factor que ya se había hecho presente en 2021 a partir de la recuperación de la demanda con la reapertura de la economía, pero que se intensificó mucho más con el estallido de la guerra entre Rusia y Ucrania a principios de 2022. Sin embargo, estas categorías habitualmente catalogadas como “volátiles” y, por lo tanto, excluidas a la hora de analizar el comportamiento tendencial de la inflación, no son las únicas responsables de que la inflación muestre una trayectoria persistentemente alcista.

GRÁFICO 7. IPC MINORISTA DE EE.UU. – VARIACIÓN INTERANUAL (%)

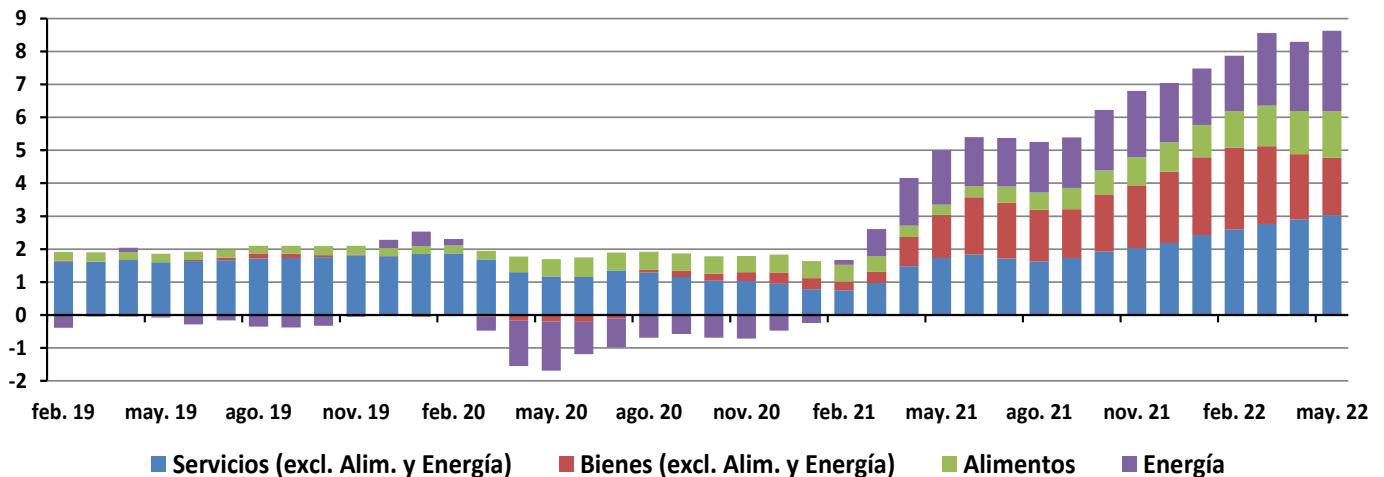


Fuente: Bloomberg

La inflación subyacente, medición que excluye alimentos y energía, también superó las estimaciones de consenso en mayo, registrando una variación mensual del 0,6% por segundo mes consecutivo, cuando se esperaba que bajara al 0,5%. En términos interanuales, la inflación subyacente mostró una leve baja a 6,0% en mayo de 6,2% en abril, por encima de la estimación de 5,9%.

En el gráfico 8 se presenta la evolución mes a mes desde 2019 de la contribución de las principales categorías de bienes y servicios a la variación interanual de la inflación minorista. Allí se puede apreciar la importancia de alimentos y energía en el aumento de la inflación en el último año, en mayo aportaron 3,9 puntos porcentuales (p.p.) en conjunto (1,4 p.p. alimentos y 2,5 p.p. energía). Pero también se aprecia que **las categorías de bienes y servicios que excluyen alimentos y energía han aumentado significativamente su contribución a la inflación en el último año**. En particular, en los primeros 5 meses de 2022 entre las categorías que excluyen alimentos y energía se destaca el incremento sostenido en el aporte de los servicios, mientras que los bienes tuvieron un incremento muy fuerte a lo largo de 2021 hasta principios de 2022, recién en los últimos 3 meses empieza a declinar su aporte a la inflación.

GRÁFICO 8. CONTRIBUCIÓN A LA VARIACIÓN INTERANUAL DE LA INFLACIÓN POR CATEGORÍAS (P.P.)



Fuente: Bloomberg

**En definitiva, los datos de inflación de mayo no contienen indicios de que la inflación está entrando en un proceso consistente de desaceleración** hacia el nivel de 2% promedio que tiene la Fed como objetivo de mediano plazo. Esto aumenta la presión sobre la Fed para acelerar el sendero de normalización de la política monetaria respecto al ritmo planteado, tanto en las proyecciones previas de sus miembros como en las apariciones públicas de Powell, incluso llevándola a terreno restrictivo si la inflación continúa mostrando resistencia a la baja.

**En esta línea, en la reunión celebrada el 15 de junio la Fed anunció una suba de 75 p.b. en la tasa de Fondos Federales, al nuevo rango de 1,50-1,75%**, efectivamente acelerando el ritmo respecto a los 50 p.b. que había subido en mayo. Desde el año 1994 que la Fed no subía la tasa en esa magnitud. Además, en la conferencia de prensa posterior a la reunión, Powell anticipó una nueva aumento de entre 50 y 75 p.b. en la próxima reunión de julio, aunque aclaró que las subas de 75 p.b. no deberían tomarse como la nueva norma. Si bien Powell había señalado anteriormente que el incremento en junio sería de 50 p.b. seguido de otra de 25 o 50 p.b. en julio, la decisión no tomó por sorpresa a los agentes económicos. Esto se debe a que luego de publicado el dato de inflación mayor a lo esperado el viernes 10, ya se había empezado a descontar una elevada probabilidad (cercana al 100%) de que las subas en las reuniones de junio y julio serían de 75 p.b., según las cotizaciones de mercado de los futuros de tasa de Fondos Federales.

**Las nuevas proyecciones de tasas de Fondos Federales de los miembros de la Fed, conocidas como el “dot-plot” (mapa de puntos) arrojaron un incremento significativo de la trayectoria de tasas:** para fines de 2022 ahora proyectan que la tasa ascenderá a 3,5%, lo que implica 175 p.b. adicionales de suba en lo que resta del año, respecto al 2% que proyectaban en la actualización previa de marzo. Para fines de 2023, proyectan que la tasa subirá a 4%, frente a 2,8% en marzo. Recién para 2024, las nuevas proyecciones apuntan a un descenso a 3,5%, que compara con el 3% de la proyección anterior. Cabe destacar que luego de publicado el dato de inflación de mayo, los futuros de tasa de Fondos Federales habían pasado a descontar una tasa de 3,75% para fines de 2022, por lo que el ajuste alcista de las proyecciones de la Fed no causó gran sorpresa.

**Los miembros de la Fed han revisado a la baja las proyecciones de crecimiento del PIB a 1,7% tanto para 2022 como para 2023**, respecto a 2,8% para 2022 y 2,2% para 2023 que estimaban en marzo. De todos modos, las proyecciones siguen siendo relativamente benignas, ya que siguen apuntando a un “soft-landing” aunque algo más brusco que antes. En cuanto a la inflación, si bien revisaron para arriba la estimación de 2022, de 4,3% a 5,2%, proyectan una fuerte baja para 2023, al 2,7%, apenas por encima del 2,6% de 2023, mostrando convicción de que lograrán derrotar a la inflación.

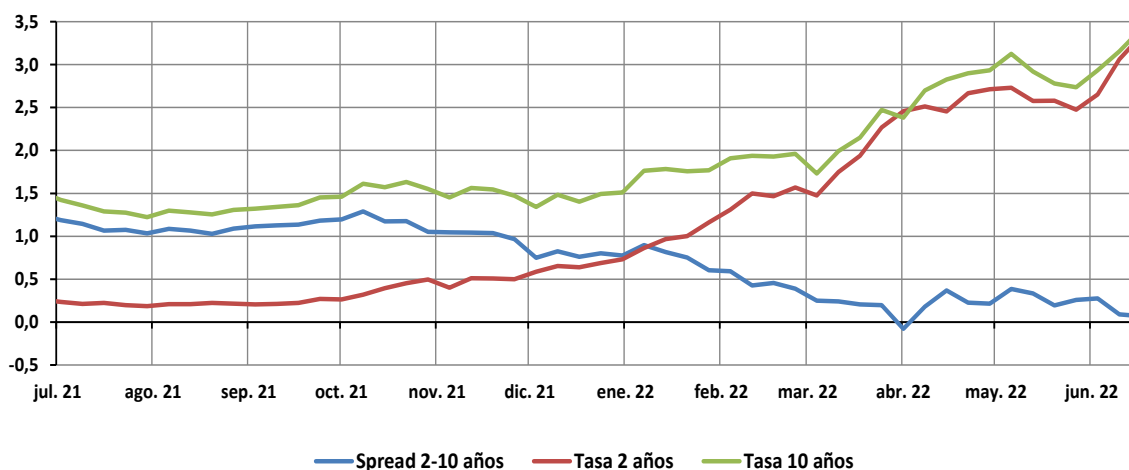
**La persistencia de una inflación muy elevada junto las perspectivas de tasas de interés más altas continúan acumulando nubarrones para la actividad económica.** Por el momento no se advierten señales de que una recesión sea inminente: los datos de empleo de mayo (se crearon 390.000 empleos) reflejan un mercado laboral que se mantiene muy firme; las encuestas de actividad ISM de mayo continúan en terreno expansivo, con aceleración en los sectores manufactureros y desaceleración en servicios; y las ventas minoristas de abril mostraron un fuerte repunte luego de un marzo flojo. Sin embargo,

otros indicadores anticipan riesgos crecientes: la inflación elevada, especialmente en alimentos y energía<sup>2</sup>, está erosionando el poder adquisitivo de los salarios, lo que ya se está reflejando en una fuerte caída de la confianza del consumidor; la suba de tasas de interés impacta en las decisiones de compra de bienes durables y en el mercado inmobiliario; las grandes cadenas minoristas están reportando en la presentación de sus resultados trimestrales mermas significativas en su rentabilidad debido a la presión de costos y la acumulación no anticipada de inventarios.

**La pendiente de la curva de rendimientos de los bonos del Tesoro de EE.UU., medida por el diferencial entre las tasas de 2 y 10 años, volvió a aplanarse, aproximándose a 0.** Se trata de un indicador utilizado como referencia del riesgo de recesión, ya que las últimas recesiones de la economía de EE.UU. han sido precedidas por períodos en que la curva de rendimientos registró pendiente negativa. Al cierre del 15 de junio, luego de la decisión de la Fed, la pendiente quedó en 0,08%, habiendo llegado a ponerse levemente negativa a principios de semana, como había ocurrido en abril. Este aplanamiento de la curva de rendimientos, se explica una suba de la tasa de 2 años más fuerte que la de 10 años: desde el día antes a la publicación del dato de inflación la tasa de 2 años subió de 2,81% a 3,24%, mientras que la de 10 años subió 3,04% a 3,32%. En ambos casos, en la última semana han alcanzado nuevos máximos en más de una década. (véase el gráfico 9).

**El deterioro de las perspectivas de crecimiento e inflación junto con la suba de tasas está provocando pérdidas generalizadas en los mercados financieros, que por el momento no encuentran piso.** Una amplia gama de activos financieros, desde acciones tecnológicas hasta el bitcoin, pasando por los bonos de mercados emergentes y de empresas de alto riesgo, marcaron nuevos mínimos en sus cotizaciones luego de la publicación del dato de inflación de mayo en EE.UU. Se está presenciando un ajuste violento en las valuaciones de todas las clases de activos, que estaban de alguna manera u otra “infladas” por las condiciones financieras y macroeconómicas extraordinarias de los últimos años, especialmente a partir de la pandemia.

**GRÁFICO 9. BONOS DEL TESORO A 2 Y 10 AÑOS – TASAS DE RENDIMIENTO Y SPREAD (%)**



Fuente: Bloomberg

Los factores que impulsaron las subas de precios de activos han sido varios:

- Tasas de interés extremadamente bajas o negativas.
- Abundantes de liquidez por las compras directas de activos de los bancos centrales.
- Aumento de las ganancias con altos márgenes de beneficios gracias a la recuperación de la actividad económica post-pandemia.
- Primas de riesgo excesivamente bajas por la necesidad de los inversores de invertir en activos más riesgoso para obtener rentabilidades positivas,

Todos ellos comenzaron a revertirse, provocando pérdidas en todos los mercados, con escasos “refugios” para los inversores. Al cierre del 15 de junio, el índice accionario más importante de EE.UU., el S&P 500, acumula una caída del 21% en lo que va del año. Justamente el máximo histórico se había dado a principios de año, el día 4 de enero.

<sup>2</sup> El precio de la gasolina acaba de superar durante el fin de semana del 11 de junio los U\$S 5/galón, dejando cada vez más atrás los U\$S 4 / galón, el máximo histórico previo alcanzado en 2008, nivel al que volvió a aproximarse en 2011 y 2012, pero que nunca fue superado hasta principios de marzo de este año.

A su vez, las acciones del sector tecnológico son las que acumulan mayores pérdidas. El índice Nasdaq 100, conformado por las principales empresas tecnológicas, acumula una caída del 29% en lo que va del año, mientras que la caída desde el máximo de noviembre de 2001 es exactamente del 30%. En el otro extremo, el sector de Energía, que engloba principalmente a las empresas petroleras, se ha visto beneficiado por la suba del 60% del precio de crudo en lo que va del año, impulsado desde febrero por el estallido de la guerra en Ucrania y las sanciones comerciales de Occidente a Rusia. Energía es el único sector del índice S&P500 con ganancias en lo que va de 2022, acumulando una suba del 47%.

Por el lado de los bonos, los bonos del Tesoro de EE.UU., históricamente los activos más seguros y considerados como refugio de valor por los inversores, acumulan pérdidas de menor magnitud que los índices accionarios, pero tanto o más significativas por tratarse de activos poco riesgosos. La suba de rendimientos de casi 200 p.b. en el bono del Tesoro a 10 años ha causado una pérdida de valor del 12% en lo que va del año. Mucho peor les ha ido a los bonos riesgosos, ya que a la suba de la tasa libre de riesgo se le suma la ampliación de spreads ocasionada por el aumento de las primas de riesgo. El índice de bonos de empresas de alto riesgo baja 14% desde principios de 2022.

Los mercados emergentes presentan algunas características particulares, algunas de las cuales han empeorado su desempeño este año, mientras que otros factores juegan a favor. China, que ha recurrido a cuarentenas estrictas para evitar la propagación de nuevos brotes de COVID 19, está atravesando un primer semestre de 2022 muy flojo en materia de nivel de actividad, lo que ha afectado negativamente a muchos países emergentes que dependen de la demanda de China, sea de *commodities* en el caso de Latinoamérica y Europa del Este, o de insumos y piezas industriales en el caso del Sudeste de Asia. En las últimas semanas China está experimentando una reapertura progresiva que está mejorando los indicadores de actividad desde mayo y se esperan nuevos estímulos monetarios y fiscales del gobierno para apuntalar la recuperación, pero de todos modos el año 2022 cerrará muy por debajo de lo previsto a fines de 2021.

Por otro lado, los países productores de *commodities* de energía y alimentos se han visto beneficiados por las fuertes subas de precios propiciada por la guerra en Ucrania al restringir la oferta de dos países con alta participación conjunta en el mercado internacional de muchas materias primas.

Con estas consideraciones, las distintas clases de activos de mercados emergentes han tenido un desempeño fuertemente diferenciado en lo que va de 2022. Los bonos soberanos de países emergentes han sido muy castigados, con el índice cayendo 20%. Como referencia de la magnitud abismal de la caída sufrida por estos bonos, el índice de bonos emergentes cayó el 14 de junio al mínimo de marzo de 2020, en el peor momento de la pandemia, cuando las cuarentenas estrictas provocaron la parálisis de la actividad económica y el derrumbe de los mercados financieros.

En acciones, la caída fue algo más leve, el índice de acciones de mercados emergentes cae 16% en 2022. Pero si se considera sólo el índice de acciones de Latinoamérica, está con una ganancia de 2% en el año, gracias al efecto favorable de la suba de precios de *commodities*, teniendo en cuenta que las empresas productoras de materias primas tienen una elevada ponderación en los índices accionarios de la región. Sin embargo, el aumento generalizado de la aversión al riesgo provocado por el dato de inflación de mayo en EE.UU., alcanzó también a las acciones latinoamericanas, que cayeron 11% en la última semana. Algo similar pasó con las monedas de la región, que venían en general con tendencia a la apreciación y en la última semana se depreciaron alrededor del 5%.

En general, hasta ahora la tendencia bajista de los mercados financieros viene dándose de forma “ordenada”, sin eventos de stress significativo. **En el mercado donde se está empezando a percibir señales crecientes de stress es en el de las criptomonedas.**

Algunos casos de fraude, otros de restricciones de retiro de fondos ante la imposibilidad de hacer frente a los requerimientos de los inversores, el colapso de proyectos ambiciosos y supuestamente “prometedores” con respaldo de inversores respetados, están acelerando las ventas y presionando las valuaciones de las distintas criptomonedas cada vez más abajo. La cotización del Bitcoin, que en noviembre de 2021 había tocado un máximo apenas por debajo de U\$S 69.000, a principios de esta semana llegó a bajar a U\$S 20.000 (-71% desde el máximo), nivel considerado como soporte por varios analistas lo que atrajo algunas compras propiciando un leve rebote a U\$S 22.000 sobre las últimas horas del 15 de junio.

GRÁFICO 10. EE.UU. EVOLUCIÓN DEL FUTURO DE TASA DE FONDOS FEDERALES DE DIC-22 (%)



Fuente: Bloomberg

Hacia adelante, el gran riesgo para los mercados financieros es que el caso del Bitcoin sea solo una muestra de los eventos de stress que pueden empezar a surgir en otros mercados de mayor envergadura en caso de que las pérdidas continúen profundizándose en el corto plazo. En ese caso, las bajas dejarían de ser ordenadas y se podrían replicar situaciones de pánico similares a las vividas al momento de la quiebra de Lehman Brothers en 2008. Las apuestas están abiertas respecto a si la Fed logrará evitarlo en esta ocasión.

## LOS MERCADOS FINANCIEROS EUROPEOS, ENTRE LA GUERRA Y LAS TASAS DE INTERÉS AL ALZA

Leandro Marcarian

**En los primeros meses del año se registraron fuertes caídas en los principales índices bursátiles de Europa. La tendencia a la baja persistirá debido a la decisión del Banco Central Europeo de aumentar las tasas de interés para tratar de frenar la suba de la inflación.**

### 1. Introducción

En lo que va del 2022 pensar en estabilidad puede sonar utópico. La guerra entre Rusia y Ucrania alteró completamente las relaciones comerciales entre los países, perturbando el precio de los *commodities* y, en consecuencia, potenciando aún más a la inflación mundial que ya venía creciendo desde el año pasado. Este shock de precios repercutió positivamente en algunos sectores, como el energético, minero y productores de cereales y oleaginosas. La respuesta de los mercados no tardó en llegar. Ante la incertidumbre por la escalada del conflicto bélico, los inversores huyeron del riesgo y desde entonces la tendencia a la baja parece no revertirse. Si bien es cierto que estos movimientos ocurren de manera heterogénea, el menor volumen de comercio mundial generó una menor expectativa de crecimiento y de los beneficios esperados por las empresas. Esta situación se tradujo en la caída los principales índices bursátiles.

Por otro lado, la inflación que en principio se creía transitoria continuó ascendiendo y los Bancos Centrales tuvieron que salir a combatirla. El fin de la era del *“easy money”* se manifestó con las dos subas consecutivas de la tasa de interés en Estados Unidos. En abril, la *Fed Funds Rate* aumentó 25 puntos básicos hasta 0,5%, mientras que en mayo volvió a ajustarse 50 puntos básicos, llegando a 1,0%. Además, se anunció la reducción de nueve billones de dólares de su hoja de balance. Con esto se genera una atracción de capitales hacia Estados Unidos debido a su mayor retorno y seguridad. **La contrapartida de tal movimiento fue una caída de la demanda de activos financieros más riesgosos. Hacia la misma dirección se dirige el Banco Central Europeo que el pesado 9 de junio publicó un informe donde anunció que en julio se producirá un aumento de 25 puntos básicos en la tasa de interés.**

Precisamente, el mercado financiero europeo se ha visto bastante golpeado en los últimos meses. En lo que va del año, el Euro STOXX 50 presentó una caída de 12,0%, mientras que en mayo retrocedió 0,4%. A este le sigue el índice FTSE MIB, perteneciente a la bolsa de Milán, con una caída acumulada de 10,4%, pero un ligero aumento de 1,0% en mayo. El CAC 40 lleva una pérdida de 9,6% y el DAX de 9,4%. En el quinto mes del año, se registró una nueva caída para el primero de 1,0%, mientras que el segundo anotó su primera variación mensual positiva del año (2,1%). Por el contrario, la bolsa de Londres, representada

por el FTSE 100, lleva un retorno positivo en el año de 3,0%, seguido por el IBEX 35 (de Madrid) con un aumento de 1,6%. A su vez, ambos presentaron alzas en mayo de 0,8% y 3,1%, respectivamente.

## 2. Los mercados a la baja

Los primeros meses del año no han demostrado optimismo en las bolsas europeas. Fundamentalmente el miedo a que la guerra entre Rusia y Ucrania escale a un conflicto global marcó una tendencia a la baja y rompió con el buen rendimiento observado en los últimos meses del 2021. Esto puede verse reflejado en los resultados de febrero, mes en el que comenzó la invasión rusa. El índice Euro Stoxx 50, de las 50 empresas más grandes de Europa, tuvo una caída de 6,0%. Al mismo tiempo, el CAC 40 (índice de la Bolsa de París) mostró un descenso de 4,9%, el DAX (índice de la Bolsa de Frankfurt) cayó 6,5%, el FTSE MIB (índice de la Bolsa de Milán) lo hizo un 5,2%, el IBEX 35 (índice de la Bolsa de Madrid) cedió un 1,6% y el FTSE 100 (índice de la Bolsa de Londres) retrocedió un 0,1%. A partir de marzo, las tasas de retorno de las acciones fueron peores, generando a su vez caídas en los índices, salvo algunas excepciones. **En el tercer mes del 2022 solo el CAC 40 y el FTSE 100 lograron rendimientos positivos, mientras que en abril lo hicieron el IBEX 35 y el FTSE 100 (nuevamente).** Recién en mayo, fueron más los avances que los retrocesos, y tanto el DAX como el FTSE MIB tuvieron sus primeras variaciones mensuales positivas en lo que va del año.

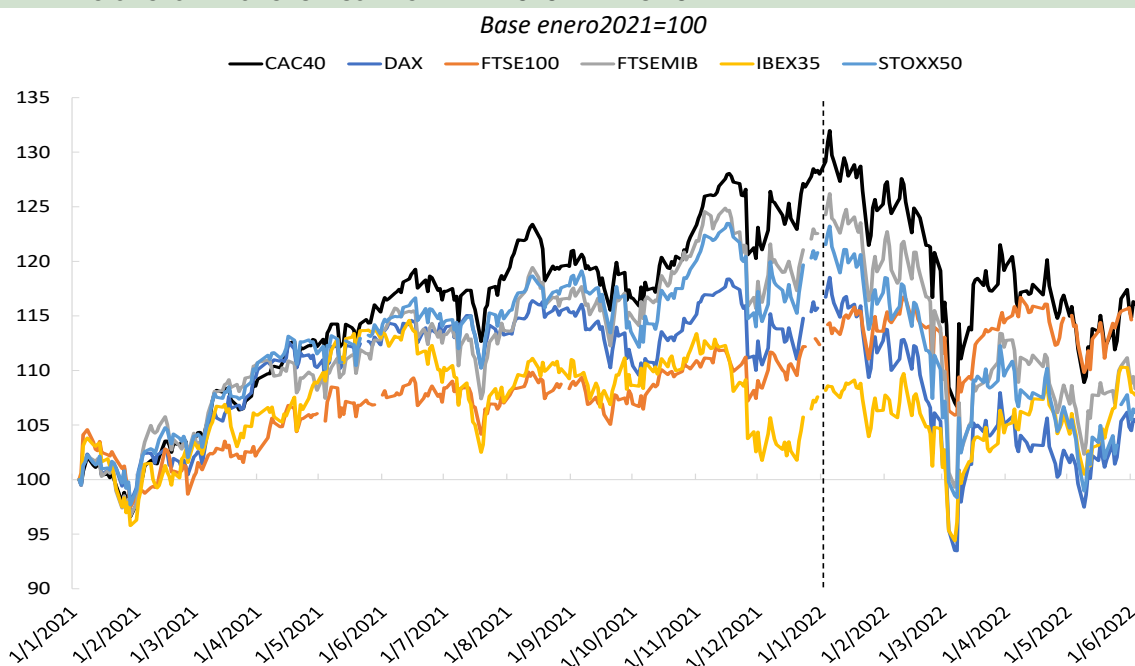
**CUADRO 5: VARIACIONES MENSUALES Y ACUMULADO 2022**

Mes	CAC 40	DAX	FTSE MIB	IBEX 35	FTSE 100	STOXX 50
Ene-22	-3,00%	-3,40%	1,10%	-3,30%	-1,70%	-3,60%
Feb-22	-4,90%	-6,50%	-0,10%	-5,20%	-1,60%	-6,00%
Mar-22	0,00%	-0,30%	0,80%	-1,60%	-0,40%	-0,60%
Abr-22	-1,90%	-2,20%	0,40%	-3,10%	1,60%	-2,60%
May-22	-1,00%	2,10%	0,80%	1,00%	3,10%	-0,40%
Jun-22	-6,90%	-6,70%	-5,30%	-10,60%	-7,50%	-7,60%
Acumulado 2022	-16,60%	-16,20%	-2,40%	-21,00%	-6,60%	-19,10%

Fuente: elaboración propia en base a Investing

Es evidente que la tendencia del año pasado se quebró y difícilmente este año se consigan resultados superadores al 2021. Para la misma época del año 2021 el CAC 40 llevaba acumulada una ganancia de 18,1% vs el -16,6% acumulado en el 2022; el DAX, había logrado un 14,3% vs -16,2% este año; el FTSE 100 había avanzado un 8,6% vs -2,4% en 2022; el IBEX 35 obtuvo un 13,7% vs -21,0% en los últimos meses y finalmente el Euro Stoxx 50 había generado un rendimiento del 15,8% vs 19,1% en 2022.

**GRÁFICO 11. ÍNDICES BURSÁTILES EUROPEOS. DICIEMBRE 2020 A MAYO 2022**



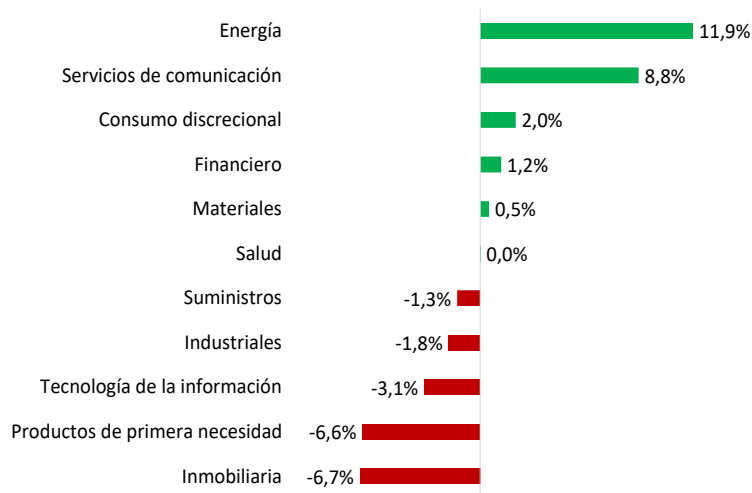
Fuente: elaboración propia en base a Investing.



### 3. Heterogeneidad sectorial

Al descomponer Euro Stoxx 50 el último mes se pueden observar diferentes comportamientos del precio de las acciones, según el rubro al que pertenecen las empresas. En primer lugar, las empresas de energía, vinculadas a la comercialización de “petróleo, gas y otros combustibles consumibles” han registrado un incremento promedio en sus cotizaciones de 11,9%. A continuación, le sigue el sector de Servicios de comunicación, integrado por empresas telefónicas como “Deutsche Telekom AG”, con rendimientos promedios de 8,8%. Más rezagados vienen los sectores de consumo no esencial (automotrices, textiles, etc.), financiero (bancos y seguros), materiales (metales y minerales) y salud (empresas ligadas al servicio de atención médica, farmacéuticas, etc.). Por el contrario, **el sector inmobiliario presentó una caída de 6,7%**. A su vez, las acciones de empresas productoras de alimentos y bebidas mostraron caídas promedio de 6,6%.

**GRÁFICO 12: EURO STOXX 50: RENDIMIENTOS POR SECTOR. MAYO 2022**



Fuente: elaboración propia en base a Investing

A pesar de las discrepancias intersectoriales, hay determinados patrones que se repiten en todos los mercados de valores: El aumento significativo del precio del petróleo desde febrero hasta la actualidad generó fuerte presión en el mercado financiero debido a las grandes expectativas de ganancias. Es por esto, que las empresas de energía continúan – aun en un contexto adverso para los índices bursátiles- con tendencias alcistas.

Los datos muestran que aquellos índices que poseen una mayor ponderación de acciones provenientes de este sector son las que menores pérdidas han sufrido (índices de las bolsas de Londres y Madrid). De manera similar, el sector financiero ha logrado buenos resultados durante los primeros meses del 2022 debido a la gran liquidez, fruto de las políticas monetarias flexibles. Sin embargo, a medida que las tasas de interés comenzaron a subir, las cotizaciones comenzaron a derrumbarse. **Por su parte, el sector inmobiliario es el que peor se encuentra.** El precio de las casas no es inmune al proceso inflacionario que se vive en buena parte del mundo, motivo por el cual las ventas de casas han disminuido. El “Housing Price Index”, elaborado por la agencia Eurostat, mostró un incremento de 9,4% interanual para el cuarto trimestre del 2021 y lleva cinco trimestres consecutivos en aceleración. La consecuencia directa es la caída en las ventas y, por consiguiente, el debilitamiento de las empresas vinculadas a estos negocios.

### 4. El accionar del Banco Central Europeo puede complicar la situación

En los últimos días, el Banco Central Europeo (BCE) publicó un documento con las resoluciones del Consejo de Gobierno que servirán de guía para la política monetaria de los próximos meses. Bajo esta línea se estableció aumentar la tasa de interés 25 puntos básicos en julio, dejando la posibilidad abierta a un nuevo incremento en septiembre. La última vez que se había modificado la tasa de interés fue en enero de 2016, cuando se decidió disminuirla de 0,05% a 0,00% (valor que se mantiene hasta la actualidad). Además, el Consejo de Gobierno resolvió terminar con las compras netas de activos. Esto quiere decir que las operaciones que realizará estarán limitadas a no modificar el valor de su hoja de activos. **Acompañado de estos anuncios, el BCE elevó sus proyecciones de inflación para 2022 hasta 6,8%. El próximo año, se espera una reducción de 3,2 p.p. y recién en 2024, volvería a situarse en torno a la meta del 2,0%.**

Si bien las medidas anunciadas no son tan agresivas como las que tomó la Reserva Federal previamente, hay que considerar los efectos que puede traer la suba de tasas en la economía y cómo esto impacta en el mercado de acciones. El efecto

inmediato, desde una visión microeconómica básica, es el cambio de comportamiento de los individuos. El costo de oportunidad del consumo es mayor que antes del aumento de tasas. Por lo tanto, habrá un efecto sustitución favorable al ahorro. Esta baja en la demanda hace que la actividad económica se reduzca. A su vez, el costo de la inversión es mayor, dado el encarecimiento del crédito, y por consiguiente la adquisición de nuevo capital tenderá a ser menor. Motivo por el cual, **el BCE redujo sus proyecciones de crecimiento en la Eurozona. Para el 2022 se ubicaron en 2,8%, para el 2023 en 2,1% y para 2024 en 2,1%**. El menor nivel de actividad económica implica caída en los beneficios de las empresas y, en consecuencia, los inversores tienen menores incentivos a apostar por ellas haciendo que caiga el precio de las acciones.

## 5. Conclusiones

La coyuntura económica presenta características para que se acentúe la tendencia a la baja de los mercados de acciones en Europa. Dicho quiebre en el comportamiento de las series temporales, se manifestó de manera generalizada a partir de febrero. La incertidumbre provocada por la guerra y los rumores sobre la posible incumbencia de los países del viejo continente crearon un clima hostil para los inversores. A pesar de las evidentes consecuencias negativas del conflicto hubo un sector que resultó beneficiado. Se trata del sector energético que, gracias al aumento del precio del petróleo, comenzó a registrar ganancias extraordinarias, generando mayor atractivo en sus activos. Por otro lado, **el endurecimiento en la política monetaria complica aún más la posibilidad de que los índices mejoren. Con la suba de tasas y el consecuente debilitamiento del crecimiento económico previsto, las expectativas del mercado suelen verse afectadas negativamente.**

## NOTA ESPECIAL

### GEOPOLÍTICA, UCRANIA Y EL ROL DE LOS ALIMENTOS

*José M. Lucero Schmidt*

**La guerra en Ucrania está poniendo a la seguridad alimentaria en el centro de la escena geopolítica y económica. Dada su importancia estratégica tanto para países desarrollados como para los vulnerables nos lleva a afirmar que los alimentos son un elemento de importancia que debe sumarse al análisis del conflicto y sus derivaciones.**

#### 1. Introducción

Nuevamente nos encontramos ante un evento geopolítico de envergadura. Es la guerra que se desarrolla en territorio ucraniano con la participación directa o indirecta de las principales potencias globales. Directamente Rusia, la Unión Europea y el Reino Unido, de manera más mediata, los Estados Unidos y China. En esta instancia ya algunos analistas plantean que la invasión a Ucrania por parte de Rusia puede haber sido el comienzo de la Tercera Guerra Mundial. De este conflicto conocemos su inicio, pero no está claro su final inmediato.

En el presente conflicto, no solo se ven afectados los países centrales al conflicto, sino también a muchos países periféricos. El comercio se reciente, el ambiente político internacional se deteriora, y los costos de transacción aumentan. El mundo está cambiando nuevamente, como ya lo hizo en reiteradas ocasiones. En ese marco, los alimentos están tomando un importante papel, tanto porque se está afectando la oferta de algunos de los principales *commodities*, por ejemplo, el trigo, así como el aumento de sus precios.

La crisis de alimentos, sus precios y abastecimiento no comienza con la guerra de Ucrania. Existen antecedentes de eventos conflictivos asociados a la guerra económica - comercial entre EEUU y China en marzo del 2018 que incluyó la aplicación recíproca de aranceles a productos tanto industriales como agropecuarios. En particular, China impuso aranceles a la soja de EE.UU. uno de los principales productos de exportación a China que causó malestar entre los agricultores estadounidenses.

El surgimiento del brote de peste porcina africana (PPA) en China en agosto de 2018 diezmó aproximadamente un cuarto de la población de cerdos del mundo, produciendo una reconfiguración en el abastecimiento, comercio y precio de carnes, al menos en el corto y mediano plazo. Este episodio, de gravedad, puso de manifiesto la importancia que tiene la seguridad alimentaria para los países, en especial, para las principales potencias mundiales, y cuál puede ser el rol de algunos de ellos en cuanto productores y exportadores de agroalimentos en la nueva configuración geopolítica que va tomando el mundo.

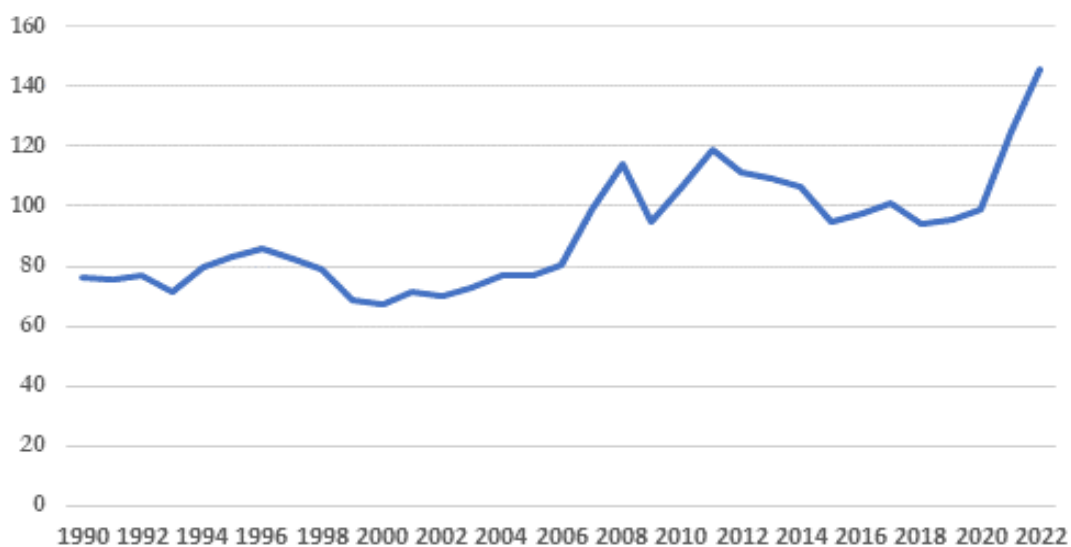
En diciembre de 2019 el surgimiento del COVID 19 y sus efectos sobre el comercio mundial y las cadenas de suministros fue otro de los acontecimientos que ya estamos dejando atrás. El punto crítico estuvo centrado sobre la disponibilidad y acceso

a los alimentos. Los efectos del COVID 19 afectaron sectores de la economía intermedios, como la logística, que se encarga de llevar los alimentos postcosecha a los centros de consumo. Esto desencadenó un aumento de los costos de fletes internacionales que aún persiste y que afecta a los exportadores de países como Argentina. Además, durante la pandemia existieron cuestiones de tipo político entre algunos países que afectaron el comercio regular de los alimentos. Por ejemplo, el caso de Australia, que acusó a China por iniciar la pandemia COVID 19, a lo que esta última reaccionó cerrando la importación de carnes de los 4 principales frigoríficos australianos e imponiendo aranceles a la cebada entre otros productos. Ante este episodio se redireccionaron las compras chinas favoreciendo a otros actores.

Actualmente, la guerra en Ucrania está afectando la seguridad alimentaria, al menos de algunas regiones. Principalmente, porque se ve afectado el comercio y abastecimiento de *commodities* agrícolas (trigo, maíz, y aceites vegetales como el de girasol), los fertilizantes y el potencial comercio por el Mar Negro. Las terminales de granos ucranianas se encuentran bloqueadas o afectadas por el bombardeo, y las estimaciones de siembra de granos de ese país se encuentran disminuidas. La prolongación del conflicto será un factor clave para ver la evolución de precios y la reconfiguración del mercado global de los principales productos mencionados, al menos hasta que logre estabilizarse o se encuentren reemplazos de otras zonas de producción. Debe sumarse, además, las restricciones de exportaciones impuestas a Rusia, quien representa cerca del 20% de las exportaciones mundiales totales de trigo y es un importante productor y exportador de fertilizantes. Situación que podría afectar principalmente a aquellos países importadores netos de trigo, como los países de África y Asia Central entre otros. En su contraparte los países productores se benefician de estos altos precios, por ejemplo, Argentina, que posee excedentes en la producción de trigo, maíz y de aceites vegetales.

En términos de seguridad alimentaria los precios de los alimentos están aumentando a nivel global, lo que ha encendido una alerta en materia de inflación, pérdida de poder adquisitivo, conflicto social, pérdida de gobernabilidad y cambios políticos. En ese sentido puede indicarse que el índice global de precios de alimentos de la FAO es el más alto de los últimos 30 años (gráfico 1).

**GRÁFICO 13. ÍNDICE FAO DE PRECIOS DE ALIMENTOS**



Fuente: FAO, 2022

## 2. Conflicto en Ucrania

Ucrania, el llamado “granero de Europa”, es considerado un país “pivote”<sup>3</sup> diferenciándose de los jugadores geoestratégicos<sup>4</sup> centrales (EEUU, Francia, Alemania, Rusia, China, India). De allí que Ucrania es de vital importancia tanto para

<sup>3</sup> Los pivotes geopolíticos son los estados cuya importancia se deriva no de su poder y de sus motivaciones sino más bien de su situación geográfica sensible y de las consecuencias que su potencial vulnerabilidad provoca en el comportamiento de los jugadores geoestratégicos. A menudo están determinados por su geografía, que en algunos casos les da un papel especial, ya sea el de definir las condiciones de acceso de un jugador significativo a áreas importantes o el de negarle ciertos recursos. Incluso puede actuar como un escudo defensivo para un estado vital o tener consecuencias políticas y culturales muy significativas para un jugador geoestratégico.

<sup>4</sup> Son los países con capacidad y voluntad nacional de ejercer poder e influenciar más allá de sus fronteras para alterar el estado actual de las cuestiones geopolíticas.

Rusia como para la OTAN. Este país posee un territorio con cerca del 55% de tierra cultivable. Los productos agrícolas son las exportaciones más importantes de Ucrania. En 2021 totalizaron \$ 27,8 mil millones, lo que representa el 41% de los \$ 68 mil millones en exportaciones totales del país (USDA, 2022).

**CUADRO 6: PRODUCCIÓN Y EXPORTACIONES AGRÍCOLAS DE UCRANIA (AÑO COMERCIAL 2022/23)**

Producto	Producción			Exportaciones		
	Volumen	Ranking	% Producción Global	Volumen	Ranking	% Expo Globales
Maiz	19,5	8	1,7	9000	4	4,9
Trigo	21,5	9	2,8	10000	7	4,8
Girasol	11	2	21,7	750	1	20,1
Cebada	6	7	4	2000	6	6,4
Aceite de Girasol	4,193	2	21,9	3800	1	36,3
Harina de Girasol	4,027	3	19,4	2900	1	41,5
Colza	3,2	6	4	2750	3	16,6

Fuente: USDA, 2022

Esta guerra está trayendo algunos desequilibrios económicos en las principales zonas económica del mundo. Principal y directamente por tratarse el conflicto dentro de territorio europeo, esto es, en la región inmediata a la UE. Alemania, “la locomotora de Europa”, se ve afectada directamente dado su dependencia energética de Rusia, a través de una serie de gasoductos que la intercomunican y que pasan por territorio ucraniano. El conflicto está llevando a que los costos energéticos se eleven en la principal economía de la Unión. Además, pone en evidencia cuestiones relacionadas a la defensa de Europa ante la amenaza de Rusia y la necesidad de aumentar presupuestos e inversiones en esa área. Pero lo importante de la situación es que se plantea un llamado de atención sobre el uso eficiente de los recursos, puesto que será necesario replantear cuestiones respecto a la inversión en defensa, acelerar el proceso de conversión en energías verdes sustentables o la necesidad de importar energía en el corto plazo.

Una posible reconversión y ajuste en la economía europea plantea interrogantes acerca del de los subsidios agrícolas y políticas de barreras arancelarias y paraarancelarias de la Política Agrícola Común (PAC) sobre terceros países; y también sobre el costo de vida en Europa. Por ejemplo, España, recibe el 28% de las importaciones de maíz de Ucrania, que destina para la alimentación de cerdos. Un faltante tendrá consecuencias importantísimas en la producción y precios. En tal sentido, España presiona a la Comisión Europea para buscar alternativas para evitar el aumento de costos de alimentos pidiendo que se flexibilice las normativas fitosanitarias para la compra de maíz transgénico no permitido en Europa comprando a países como Argentina. En ese camino el pasado 19 de mayo de 2022, la Comisión Europea aprobó dos cultivos genéticamente modificados, uno de soja y uno de maíz con una vigencia de 10 años.

Respecto a los fertilizantes<sup>5</sup> también se observan aumentos de precios sostenidos, que, según el IICA, pone en riesgo la producción agrícola en las Américas y la seguridad alimentaria global. Principalmente por el aumento de los costos de producción, o menores rindes en caso de su disminución en el uso. Muchos fertilizantes derivados del petróleo producidos por Rusia y sus aliados se ven disminuidos en la oferta tanto por restricciones comerciales como por cierre de fábricas<sup>6</sup>. Esto está afectando el suministro hacia aquellos países que son más dependientes de fertilizantes para la producción agrícola pudiendo elevar los costos. El precio de los fertilizantes ha aumentado más de un 230% desde mayo del 2020, acercándose al pico del 2008 en la que se produjo la última gran crisis de precios de alimentos (IFPRI, 2022). Los países de América del Sur son altamente dependientes de sus importaciones, como, por ejemplo, Brasil y Chile por citar algunos.

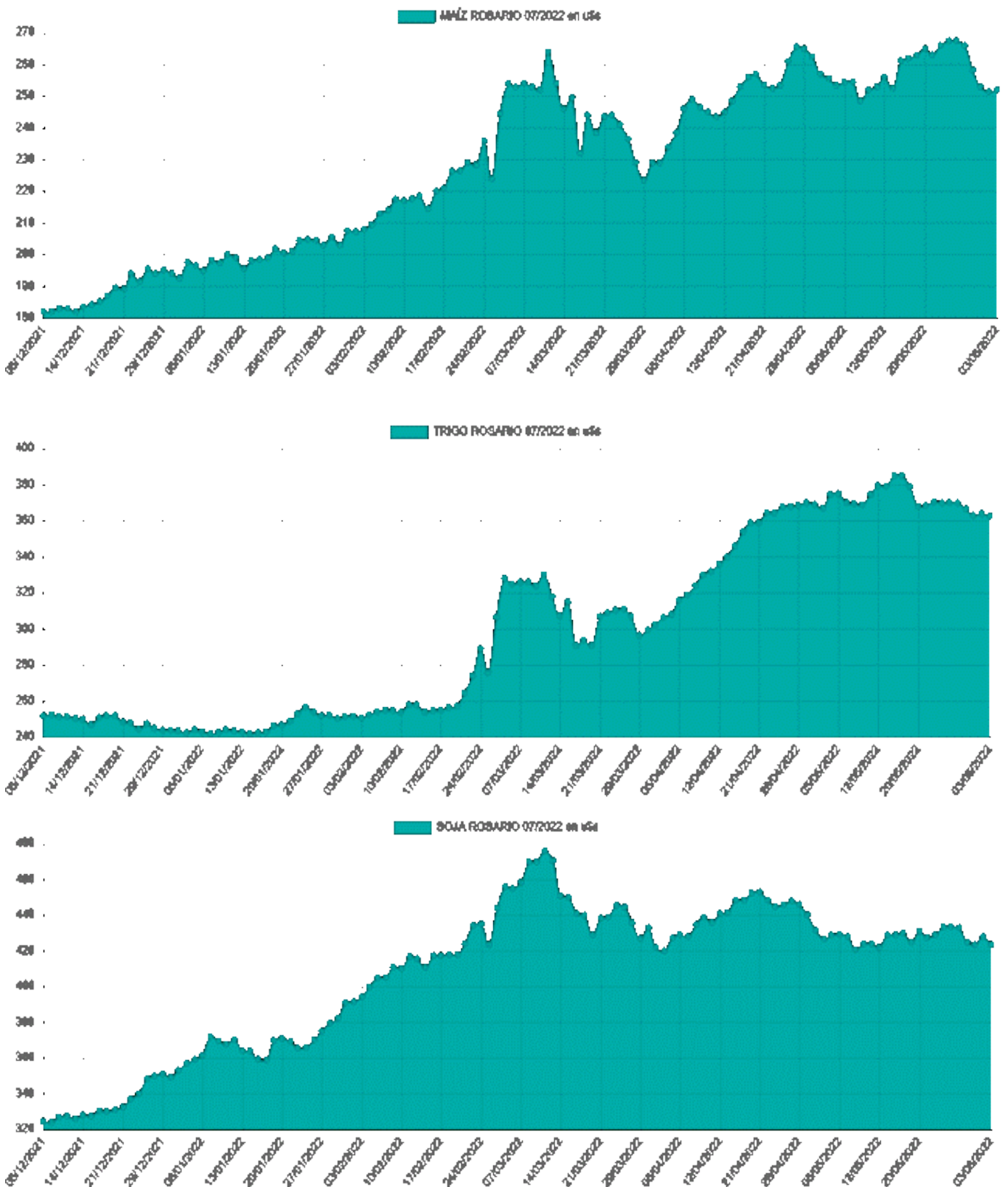
Lo que se observa, además, es que no solo las materias primas de origen agropecuario han tenido una tendencia alcista ya desde el 2020 y acentuándose en marzo de este año con el inicio de la guerra, sino que todas las materias primas en general siguen la misma tendencia, en particular, los hidrocarburos y algunos metales y minerales provistos en una proporción no despreciable por Rusia, Ucrania y Bielorrusia.

<sup>5</sup> Los principales fertilizantes en cuestión son el nitrógeno (N), fosfato (F) y potasio (k)

<sup>6</sup> Rusia, posee cerca del 14% de las exportaciones mundiales de nitrógeno, y con la guerra se estima que este afectado el 22% del comercio mundial del mismo. Respecto al fosfato, las exportaciones rusas representan el 14% del comercio mundial, y podría verse afectado otro 25% adicional del comercio mundial del mismo si es que China, otro gran productor, no levanta sus restricciones a la exportación. En el caso del potasio entre Rusia y Bielorrusia en el 2019 tuvieron el 37% del mercado global (IFPRI, 2022).

En los siguientes gráficos puede observarse la evolución de los precios de los principales cultivos, maíz, trigo y soja que cotizan en los mercados de Argentina. En el mismo se ve que en el mes de febrero existe un fuerte aumento de precios coincidente con el inicio de la guerra en Ucrania.

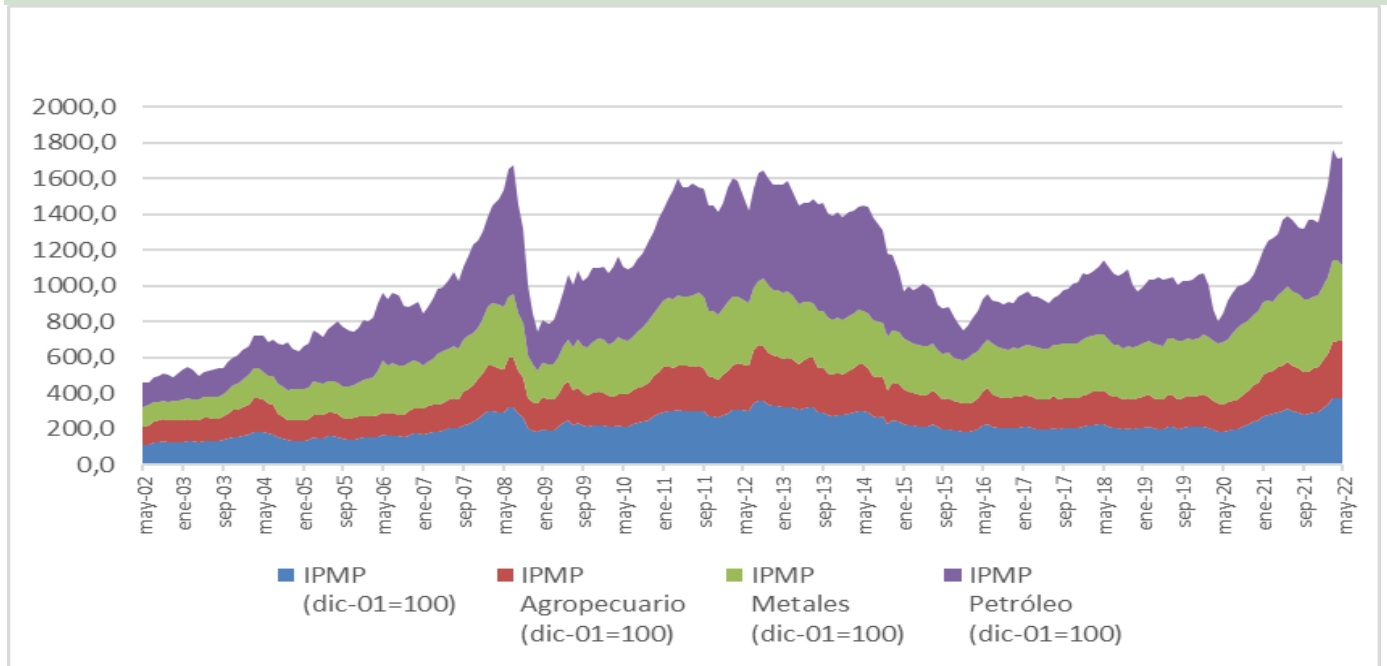
**GRÁFICO 14: EVOLUCIÓN PRECIOS MAÍZ, TRIGO, SOJA**



Fuente: Matba - Rofex 2022

Los nuevos niveles de precios de productos primarios afectarán los costos de producción para aquellos países elaboradores de manufacturas altamente dependientes de materias primas en general, pero también de la producción de alimentos, ya sea por fertilizantes, maquinarias y equipos, combustible, etc. Por ejemplo, en lo que refiere a la Argentina, el índice de materias primas que informa el Banco Central de la República Argentina (BCRA) es el más alto en 20 años.

**GRÁFICO 15: ÍNDICE DE PRECIOS DE MATERAS PRIMAS**



Fuente: Banco Central de la República Argentina, 2022

En este contexto de guerra que se está desarrollando y ante una posible prolongación en el tiempo y escalada del conflicto, la seguridad alimentaria podría tomar un papel más relevante. Esta situación es muy preocupante para muchos países importadores. Ya el ministro de Defensa Chino, Wei Fenghe afirmó que la guerra en Ucrania afectará la provisión de alimentos y energía en China y en el resto del mundo.

Mientras se mantengan los altos precios de *commodities* agrícolas y otras materias primas Argentina podría encontrar una oportunidad para sus productos excedentarios y aprovechar el potencial en la producción de alimentos y recursos energéticos. No obstante, es imperioso poder resolver cuestiones macroeconómicas de importancia, niveles de inflación excesivamente altos, mejoras en la logística y disminuir los altos costos de transacción de la economía.

### 3. Conclusión

La guerra en Ucrania es uno de los eventos geopolíticos más recientes que está comenzando a generar consecuencias económicas en gran parte del mundo. Ucrania al ser un productor y exportador importante de algunos *commodities* agrícolas y su incapacidad de producirlos y exportarlos está poniendo en alerta la seguridad alimentaria en varias regiones del mundo. El aumento de precios y la disminución de la oferta podría generar situaciones de inseguridad alimentaria en aquellos países importadores netos de alimentos. En el corto plazo los países de África y Oriente Medio son los más afectados por ser importadores de alimentos provenientes de la región del Mar Negro.

La duración del conflicto sigue siendo incierta, y puede agravar la crisis económica por la pandemia de COVID 19. Los altos precios de los alimentos podrían empeorar el nivel de vida de una importante parte de la población mundial, con el impacto social y político que ello conlleva.

## OBITUARIO

### DALE W. JORGENSON (1933-2022)

Héctor Rubini

El pasado 8 de junio falleció Dale Weldeau Jorgenson a los 89 años de edad en un hospital de Cambridge, Massachussets, víctima de una afección respiratoria. Había nacido el 7 de mayo de 1933 en Bozeman, Montana.

En 1955 se graduó en Economía en el Reed College de Oregon, y en 1959 obtuvo el Doctorado en Economía en Harvard. Comenzó su carrera académica como profesor en la Universidad de California en Berkeley y en 1969 retornó a Harvard donde se desempeñó profesionalmente como docente e investigador hasta su fallecimiento. También fue profesor visitante de estadística en Oxford (1968) y de economía en Chicago (1962-63), la Universidad Hebrea de Jerusalén (1967), y la Universidad de Stanford (1973).

En Harvard fue Presidente del Departamento de Economía entre 1994 y 1997 y Director del Programa sobre Tecnología y Política Económica de la Kennedy School of Government entre 1984 y 2005. Se desempeñó como consultor de la empresa Data Resources entre 1960 y 1985, editor de consulta de North-Holland Publishing Co., de Amsterdam, entre 1970 y 1999, y miembro del Comité Científico Asesor de General Motors entre 1996 y 2002.

Jorgenson recibió doctorados honoris causa de las universidades de Uppsala (1991), Oslo (1991), Keio (2003), Mannheim (2004), Roma (2006), la Stockholm School of Economics (2007), la Universidad China de Hong Kong (2007), la Universidad de Kansai (2009) y la Universidad de Valencia (2016). Además, fue miembro de la Econometric Society, la American Statistical Association, la American Academy of Arts and Sciences, la US National Academy of Sciences, la American Association for the Advancement of Science, la Conference on Research in Income and Wealth, la International Association for Researc in Income and Wealth, la Royal Swedish Academy of Sciences; y la American Philosophical Society.

En 1991 fue miembro fundador del Consejo de Ciencia, Tecnología y Política Económica del National Reserarch Council, y presidente de dicho Consejo entre 1998 y 2006. Fue presidente de la Econometric Society (1987), Presidente de la American Economic Association (2000), Miembro Distinguido de dicha Asociación (2001), Presidente de la Sección 54, Ciencias Económicas, de la National Academy of Sciences entre 2000 y 2003, Miembro del Comité Asesor del Bureau of Economic Analysis desde 2000, Presidente del dicho Comité entre 2004 y 2011.

Jorgenson fue un investigador permanente de problemas concretos relacionados con el crecimiento económico, donde justamente se torna indispensable la selección de teoría económica pura, su adaptación al problema concreto a analizar, el manejo de metodologías estadísticas rigurosas para el manejo de datos disponibles, y su uso conjunto para llegar a resultados útiles para comprender la realidad y tomar decisiones al respecto. Fruto de ello ha sido la más que intensa actividad profesional y producción de Jorgenson a lo largo de su vida: **publicó más de 300 artículos en revistas científicas, fue autor, coautor y editor de 37 libros, y deja un legado de centenares de monografías, borradores e informes para decenas de proyectos de investigación. En Berkeley y Harvard dirigió más de 70 tesis de doctorado en Economía.**

En 1972 recibió la Medalla John Bates Clark que otorga la American Economic Association cada dos años a un economista de hasta 40 años de edad por la excelencia de sus investigaciones económicas.

La justificación de la distinción fue un resumen de sus méritos y características poco usuales en la profesión: “Dale Jorgenson ha dejado su marca con gran distinción en la teoría económica pura (por ejemplo, con su trabajo sobre el crecimiento de una economía dual) e igualmente en los métodos estadísticos (por ejemplo, con el desarrollo de métodos para la estimación de rezagos racionalmente distribuidos). Pero él es predominantemente un *maestro* en el territorio entre la economía y la estadística, donde ambos deben ser aplicados para estudiar problemas concretos. Su prolongada exploración de los determinantes del gasto en inversión, cualesquiera sean sus lecciones definitivas, permanecerán por cierto por largo tiempo como uno de los más refinados ejemplos del matrimonio entre teoría y práctica en economía”.

Sus principales áreas de investigación y de publicaciones han sido bastante variados y amplios:

1. Determinación del costo de los bienes de capital y su relevancia para decisiones de inversión y para el crecimiento económico.
2. Desarrollo de las tecnologías de la información y su impacto en el costo del capital y en el crecimiento económico.

3. Contabilidad del crecimiento económico, medición de la productividad de los factores de producción y determinación de las contribuciones del capital humano y no humano al crecimiento económico.
4. Integración de contabilidad de indicadores de sectores e industrias a la contabilidad nacional, e incorporación a las cuentas nacionales de medidas de sostenibilidad y progreso y de indicadores de bienestar social.
5. Proyecto mundial KLEMS: iniciativa para elaborar a nivel mundial cuentas de producción a nivel sectorial incorporando indicadores de producción, insumos de capital (K), mano de obra (L), Energía (E), materiales (M) y servicios (S). El capítulo argentino (proyecto ARKLEMS) estaba a cargo del economista Ariel Coremberg.
6. Estimaciones econométricas de funciones de producción a partir de fronteras de precio de tipo translogarítmicas, la aplicación de funciones translogarítmicas de utilidad para analizar y estimar el comportamiento de consumidores, y el desarrollo junto a Jean-Jacques Laffont de la estimación de los parámetros desconocidos de ese tipo de funciones con un método de mínimos cuadrados en tres etapas.
7. Métodos econométricos para el desarrollo de indicadores empíricos de bienestar social que incorporan medidas de desigualdad y eficiencia.
8. Evaluación de efectos de políticas económicas con modelos de equilibrio general intertemporal y su aplicación para la evaluación de los efectos de regulaciones ambientales sobre el costo del capital, la inversión y el crecimiento económico.
9. Proyecto Harvard-China junto al economista malayo Mun Sing Ho y la economista china Cao Jing, para analizar los costos y beneficios de las políticas del gobierno chino en materia de control de emisiones contaminantes.

Sus contribuciones han sido de suma utilidad para la mejora de las cuentas nacionales y de métodos de evaluación de políticas, según puede observarse en las últimas dos décadas en varias series de manuales y lineamientos publicados por la Organización de las Naciones Unidas, la Agencia de Protección Ambiental de los EE.UU., y el Departamento de Comercio de los EE.UU. Una prueba irrefutable de la formidable actividad, productividad y capacidad de integrar teoría y práctica que llevó a Jorgenson a ser considerado (y probablemente lo sea por varios años más) uno de los economistas estadounidenses de referencia obligada para diversas cuestiones de análisis económico teórico y aplicado en temas de contabilidad nacional, efectos de regulaciones y su relación con la inversión y el crecimiento económico.

Entre sus numerosas publicaciones, alguna de las más conocidas son las siguientes:

#### Artículos

- "Production and Welfare: Progress in Economic Measurement", 2018. *Journal of Economic Literature*, 56 (3) 867-919.
- "The World KLEMS Initiative: Measuring Productivity at the Industry Level", 2018. en *The Oxford Handbook of Productivity Analysis* (ed. por E. Grifell-Tatje, C. A. Knox Lovell y R. C. Sickles), 1: 663-698. Oxford University Press.
- "Measuring Individual Well-Being and Social Welfare within the Framework of the System of National Accounts", 2017 (con P. Schreyer). *Review of Income and Wealth*, 64 (Supplement 2), S460-S477.
- "Econometric General Equilibrium Modeling", 2016. *Journal of Policy Modeling* 38 (3), 436-447.
- "Human Capital and the National Accounts", 2010. *Survey of Current Business*, 90 (6), 54-56.
- "Econometric Modelling of Technical Change" (con H. Jin), 2008. *Journal of Econometrics*, 157 (2) 205-219.
- "A Restrospective Look at the U.S. Productivity Growth Resurgence" (con M.S. Ho y K. J. Stiroh), 2008. *Journal of Economic Perspectives*, 22 (1), 3-24.
- "Consumption and Labor Supply" (con D. T. Slesnik), 2007. *Journal of Econometrics*, 147 (1), 326-335.
- "Information Technology and the U.S. Economy", 2002. *The American Economic Review* 91 (1), 1-32.
- "Carbon Taxes and Economic Welfare" (con D. T. Slesnick, y P. J. Wilcoxon), 1992. *Brookings Papers in Economic Activity: Microeconomics*: 393-431.
- "Energy Prices and Productivity Growth", 1981. *Scandinavian Journal of Economics* 83 (2), 165-179.
- "The Role of Capital in U.S. Economic Growth", 1980 (con B. M. Fraumeni) en *Capital Efficiency and Growth*, (ed. por G von Furstenberg) 9-250. Ballinger,
- "The Integrability of Consumer Demand Functions", 1979. *European Economic Review* 12 (2), 115-147.
- "Transcendental Logarithmic Utility Functions", 1975. *The American Economic Review* 65 (3), 367-383.
- "Transcendental Logarithmic Production Frontiers", 1973 (con L. R. Christensen y L. J. Lau). *Review of Economics and Statistics* 55 (1), 28-45.
- "Sources of Measured Productivity Change: Capital Input", 1966 (con Z. Griliches) *The American Economic Review* 56 (2), 50-61.
- "Capital Theory and Investment Behavior", 1963. *The American Economic Review* 53 (2), 247-259.
- "The Development of a Dual Economy", 1961. *The Economic Journal* 71 (282), 309-334
- "A Dual Stability Theorem", 1960. *Econometrica* 28 (4), 892-899.



### Libros (autor)

*The World Economy: Growth or Stagnation?*, 2016. Cambridge University Press.  
*Double Dividend: Environmental Taxes and Fiscal Reform in the United States*, 2013 (con R.J. Goetle, M. S. Ho y P. J. Wilcoexen). The MIT Press.  
*Handbook of Computable General Equilibrium Modelling*, 2012. Vols. 1A y 1B (editado con P. B. Dixon). North Holland.  
*Economics of Productivity*, 2009. Edward Elgar & Co.  
*Productivity in Asia*, 2007 (con M. Kuroda y K. Motohashi). Edward Elgar.  
*A New Architecture for the U.S. National Accounts*, 2006 (con S. Landefeld y W. Nordhaus). The University of Chicago Press.  
*Software, Growth and the Future of the U.S. Economy*, 2006 (con C. Wessner). National Academy Press.  
*Tax Reform and the Cost of Capital: An International Comparison*, 1993 (con R. Landau). The Brookings Institution.  
*Tax Reform and the Cost of Capital*, 1991 (con K-Y. Yun). Oxford University Press.  
*General Equilibrium Modeling and Economic Policy Analysis*, 1990 (con L. Bergman, y E. Zalai). Basil Blacksell.  
*Technology and Capital Formation*, 1989 (con R. Landau). Ballinger.  
*Productivity and U.S. Economic Growth*, 1987 (con F. Gollop y B. Fraumeni). North-Holland.  
*Technology and Economic Policy*, 1986 (con R. Landau). Ballinger.  
*Econometric Studies of U.S. Energy Policy*, 1976. North-Holland.

### Libros (editor)

*Productivity, Vol. 3: Information Technology and the American Growth Resurgence*. 2005. (con M.S. Ho y K.J. Stiroh). The MIT Press.  
*Econometrics, Vol. 2: Econometric Growth and the Information Age*. 2002. The MIT Press.  
*Investment, Vol. 3: Lifting the Burden: Tax Reform, The Cost of Capital, and U.S. Economic Growth*. 2001 (con K-Y Yun). The MIT Press.  
*Econometrics, Vol. 1: Econometric Modeling of Producer Behavior*. 2000. The MIT Press.  
*Growth, Vol. 2: Energy and the Environment, and Economic Growth*. 1998. The MIT Press.  
*Growth, Vol. 1: Econometric General Equilibrium Modeling*. 1998. The MIT Press.  
*Welfare, Vol. 2: Measuring Social Welfare*. 1997. The MIT Press.  
*Welfare, Vol. 1: Aggregate Consumer Behavior*. 1997. The MIT Press.  
*Investment, Vol. 2: Tax Policy and the Cost of Capital*. 1996. The MIT Press.  
*Investment, Vol. 1: Capital Theory and Investment Behavior*. 1996. The MIT Press.  
*Productivity, Vol. 2: International Comparisons of Economic Growth*. 1995. The MIT Press.  
*Productivity, Vol. 1: Postwar U.S. Economic Growth*. 1995. The MIT Press.

## PRÓXIMOS INDICADORES Y EVENTOS

2022		junio				
LUNES	MARTES	MIÉRCOLES	JUEVES	VIERNES	SÁBADO	DOMINGO
27	28	29	30	01	02	03
	INDEC: Balanza de pagos, posición de inversión internacional y deuda externa. Primer trimestre de 2022.	Bureau of Economic Analysis (EE.UU.): PBI 1 <sup>er</sup> trimestre 2002, 3a revisión.	INDEC: Estimador mensual de actividad económica (EMAE). Abril de 2022. Índice de salarios. Abril de 2022.			
2022		julio				
LUNES	MARTES	MIÉRCOLES	JUEVES	VIERNES	SÁBADO	DOMINGO
27	28	29	30	01	02	03
04	05	06	07	08	09	10
		Banco Central Europeo: Reunión del Consejo de Gobierno.	INDEC: Índice de producción industrial manufacturero (IPI) Índice de coyuntura de la actividad de la construcción (ISAC) Mayo de 2022.	Bureau of Labor Statistics (EE.UU.): Situación del empleo. Junio 2022. IBGE (Brasil): IPC Nacional Amplio. Junio de 2022. Encuesta Mensual de Producción Industrial. Mayo de 2022.		
11	12	13	14	15	16	17
		INDEC: Utilización de la capacidad instalada en la industria (UCII). Mayo de 2022. Bureau of Labor Statistics (EE UU): IPC Junio 2022.	INDEC: Índice de precios al consumidor (IPC). Junio de 2022. Bureau of Labor Statistics (EE UU): Índice de Precios al Productor. Junio 2022.	Bureau of Labor Statistics (EE.UU.): Índice de Precios de Exportación e Importación. Junio 2022.		

## ANEXO ESTADÍSTICO

Indicador	Abr-21	May-21	Jun-21	Jul-21	Ago-21	Sep-21	Oct-21	Nov-21	Dic-21	Ene-22	Feb-22	Mar-22	Abr-22	May-22
<b>Precios</b>														
IPC Nacional (INDEC) Var. % m/m	4,1%	3,3%	3,2%	3,0%	2,5%	3,5%	3,5%	2,5%	3,8%	3,9%	4,7%	6,7%	6,0%	5,1%
IPC Nac. Núcleo Var. % m/m	4,6%	3,5%	3,6%	3,1%	3,1%	3,3%	3,2%	3,3%	4,4%	3,3%	4,5%	6,4%	6,7%	5,2%
IPC Alim. y beb. no alc. Var. % m/m	4,3%	3,1%	3,2%	3,4%	1,5%	2,9%	3,4%	2,1%	4,3%	4,9%	7,5%	7,2%	5,9%	4,4%
IPC Nacional (INDEC) Var. % a/a	46,3%	48,8%	50,2%	51,8%	51,4%	52,5%	52,1%	51,2%	50,9%	50,7%	52,3%	55,1%	58,0%	60,7%
IPC Nac. Núcleo Var. % a/a	49,8%	52,5%	54,5%	55,4%	55,5%	57,0%	56,6%	55,5%	54,9%	54,0%	54,5%	57,3%	60,5%	63,2%
IPC Alim. y beb. no alcohólicas Var. % a/a	46,4%	49,9%	53,2%	56,4%	53,4%	53,4%	51,4%	50,5%	50,3%	50,5%	55,8%	59,7%	62,1%	64,2%
IPC GBA (INDEC) Var. % m/m	4,1%	3,4%	3,1%	3,1%	2,6%	3,8%	3,8%	2,3%	4,1%	3,9%	4,6%	6,7%	6,2%	4,8%
IPC GBA Núcleo Var. % m/m	4,8%	3,6%	3,5%	3,4%	3,1%	3,4%	3,3%	3,3%	4,6%	3,3%	4,5%	6,1%	7,0%	5,0%
IPCBA (CABA) Var. % m/m	4,0%	3,6%	3,2%	2,9%	2,9%	3,4%	3,7%	2,5%	3,8%	4,0%	4,1%	5,9%	5,3%	5,5%
IPC GBA (INDEC) Var. % a/a	44,2%	46,8%	48,3%	50,4%	50,1%	51,7%	52,0%	50,9%	51,4%	52,4%	53,8%	55,9%	59,0%	61,2%
IPC GBA Núcleo Var. % a/a	48,0%	51,2%	53,0%	54,6%	54,4%	56,2%	56,0%	54,9%	55,1%	55,4%	55,8%	58,4%	61,8%	64,0%
IPCBA (CABA) Var. % a/a	37,8%	41,4%	43,9%	45,8%	46,5%	48,1%	49,9%	49,1%	49,2%	49,5%	51,3%	54,1%	56,0%	58,8%
<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	50,0
Media	47,9	50,2	51,4	49,1	48,0	48,6	46,7	50,4	51,3	51,1	50,3	53,7	52,2	58,4
<b>Indicadores Fiscales SPNF (Var. % a/a)</b>														
Ingresos Totales	92,9%	116,8%	90,3%	73,7%	70,1%	161,4%	69,8%	69,3%	87,3%	47,8%	61,5%	91,7%	77,9%	58,7%
Gastos Totales	14,6%	21,9%	41,0%	47,3%	60,7%	40,1%	84,9%	73,8%	76,5%	71,9%	67,1%	84,0%	84,6%	76,7%
Ingr. Primarios (sin Rentas de la Prop.)	94,7%	108,8%	86,0%	72,2%	67,1%	164,5%	66,8%	65,1%	84,3%	50,2%	60,7%	67,7%	58,9%	55,5%
Gastos Primarios	14,2%	18,3%	40,1%	44,7%	64,8%	42,5%	83,0%	76,0%	77,1%	56,9%	70,0%	84,9%	87,4%	88,3%
<b>Recursos tributarios (Var. % a/a)</b>														
Recaudación total	105,2%	72,7%	69,0%	66,9%	64,2%	61,0%	58,7%	59,5%	73,6%	51,6%	62,8%	62,5%	64,0%	79,9%
Dirección General Impositiva	108,4%	52,2%	55,1%	51,7%	52,0%	54,4%	48,2%	55,4%	61,7%	45,3%	55,2%	49,8%	65,8%	66,3%
Dirección General de Aduanas	139,1%	140,6%	125,1%	113,1%	102,8%	73,8%	65,0%	78,1%	84,0%	58,7%	68,5%	67,7%	79,7%	87,1%
Sistema de Seguridad Social	68,1%	70,2%	52,9%	62,6%	63,7%	63,5%	65,0%	69,7%	67,8%	64,6%	66,1%	64,4%	72,1%	75,8%

Indicador	Abr-21	May-21	Jun-21	Jul-21	Ago-21	Sep-21	Oct-21	Nov-21	Dic-21	Ene-22	Feb-22	Mar-22	Abr-22
<b>Confianza del Consumidor (UTDT)</b>													
Indice	35,3	35,4	34,6	37,9	39,8	40,5	40,2	39,7	37,8	40,1	39,4	36,9	35,7
Var. % m/m	-7,5%	0,2%	-2,1%	9,3%	5,0%	1,9%	-0,8%	-1,3%	-4,9%	6,3%	-1,8%	-6,4%	-3,2%
Var. % a/a	-10,0%	-7,9%	-12,2%	-0,8%	-3,8%	0,5%	3,6%	-2,9%	-3,9%	5,1%	4,6%	-3,4%	1,1%
<b>Indicadores de Actividad</b>													
EMAE (INDEC) Var. % a/a	29,5%	14,4%	11,7%	11,8%	12,8%	11,3%	6,7%	9,3%	9,8%	5,1%	9,1%	s/d	s/d
Var m/m, sin estacionalidad	-1,3%	-1,0%	2,6%	1,4%	1,4%	0,9%	-0,9%	1,7%	0,9%	-0,7%	1,8%	s/d	s/d
Venta de autos O Km (ADEFA) Var. % a/a	297,7%	39,9%	18,6%	8,4%	-8,0%	-26,7%	-24,1%	-11,5%	-16,1%	-26,2%	-4,7%	4,5%	3,3%
Var m/m, con estacionalidad	-7,7%	-6,2%	0,6%	-13,6%	7,0%	5,5%	-1,6%	10,0%	17,7%	-38,4%	26,2%	33,0%	-8,8%
Producción Industrial (FIEL) Var. % a/a	58,5%	33,1%	23,1%	13,9%	12,9%	9,0%	5,4%	7,5%	8,0%	-0,8%	8,7%	1,8%	s/d
Var m/m, desest.	0,5%	-1,6%	0,8%	-2,8%	0,0%	-0,5%	-1,7%	1,5%	1,2%	-0,5%	1,9%	1,6%	s/d
Producción Industrial (INDEC) Var. % a/a	56,1%	30,4%	19,5%	12,7%	13,9%	10,1%	4,4%	9,9%	10,3%	-0,8%	8,7%	3,6%	s/d
ISAC (INDEC) Var. % a/a	322,0%	70,4%	28,4%	19,8%	22,7%	12,4%	7,8%	7,7%	4,5%	-5,0%	7,3%	1,9%	s/d
Construcción (Grupo Construya) Var. % a/a	366,7%	58,9%	29,3%	7,4%	11,3%	5,5%	-5,0%	6,6%	15,4%	3,9%	10,5%	9,2%	8,7%
Var. % m/m, desest.	6,4%	-0,4%	6,5%	1,1%	-2,5%	-4,6%	7,5%	-1,3%	-6,7%	-5,0%	11,2%	3,7%	4,9%
Despachos de Cemento (AFCP) Var. % a/a	134,6%	50,5%	20,6%	21,4%	18,8%	7,4%	6,1%	1,5%	4,1%	-2,0%	15,7%	7,6%	9,8%
<b>Indicadores del Sector Externo</b>													
Exportaciones en USD	6.143	6.813	7.010	7.252	8.099	7.570	6.863	6.191	6.587	5.547	6.443	7.352	s/d
Var. % a/a	41,3%	34,2%	46,5%	47,1%	63,5%	60,1%	46,8%	37,6%	85,9%	12,9%	34,9%	28,5%	s/d
Importaciones en USD	4.673	5.141	5.909	5.715	5.754	5.886	5.247	5.767	6.216	5.251	5.634	7.073	s/d
Var. % a/a	61,5%	62,4%	79,1%	65,6%	64,0%	42,6%	31,0%	40,1%	59,1%	36,6%	51,7%	33,0%	s/d
Saldo Comercial en USD	1.470	1.672	1.101	1.537	2.345	1.684	1.616	424	371	296	809	279	s/d
Precios Materias Primas BCRA (dic 2001=100)	294,3	300,1	311,8	297,9	293,3	279,6	281,7	292,6	295,8	313,9	333,8	371,5	373,4
Var. % a/a	60,0%	63,1%	64,2%	52,0%	47,0%	32,2%	24,6%	22,4%	19,0%	15,2%	19,0%	31,1%	26,9%

Indicador	Abr-21	May-21	Jun-21	Jul-21	Ago-21	Sep-21	Oct-21	Nov-21	Dic-21	Ene-22	Feb-22	Mar-22	Abr-22	
<b>Indicadores Monetarios (saldos promedios mensuales)</b>														
<b>Base Monetaria (\$ M.M.)</b>	<b>2.546</b>	<b>2.540</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>	
Circulante	1.801	1.831	1.935	2.091	2.139	2.165	2.215	2.291	2.504	2.677	2.685	2.674	2.685	
Otros pasivos BCRA en mon. local: (a) + (b) + (c)	4.500	4.813	4.847	4.892	5.320	5.572	5.719	5.870	6.103	6.368	6.328	6.563	6.942	
(a) Deuda Remun (LELIQ+NOCOM)	1.980	2.049	2.028	2.015	2.078	2.144	2.159	2.125	2.134	2.906	3.701	4.153	4.533	
(b) Pasivos netos por pases	1.350	1.542	1.562	1.572	1.896	2.032	2.106	2.234	2.368	1.781	930	650	577	
(c) Depósitos del Gobierno	1.170	1.222	1.257	1.305	1.346	1.397	1.453	1.511	1.601	1.680	1.697	1.759	1.832	
<b>Reservas intern. brutas (U\$S M.M.)</b>	<b>40</b>	<b>41</b>	<b>42</b>	<b>43</b>	<b>43</b>	<b>45</b>	<b>43</b>	<b>42</b>	<b>41</b>	<b>39</b>	<b>37</b>	<b>39</b>	<b>43</b>	
<b>Dep. en mon.ext. en BCRA (U\$S M.M.)</b>	<b>11</b>	<b>10</b>	<b>11</b>	<b>11</b>	<b>11</b>	<b>12</b>	<b>19</b>	<b>19</b>	<b>18</b>	<b>19</b>	<b>18</b>	<b>18</b>	<b>18</b>	
<b>(BaseMon.+ Pas.noMon.)/(Rvas.Int.Brut - Dep.en U\$S en BCRA)</b>	<b>240</b>	<b>238</b>	<b>237</b>	<b>241</b>	<b>255</b>	<b>255</b>	<b>366</b>	<b>380</b>	<b>424</b>	<b>497</b>	<b>537</b>	<b>507</b>	<b>430</b>	
<b>Tipo de cambio mayorista bancos (\$ / U\$S)</b>	<b>92,9</b>	<b>94,1</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>Depósitos bancarios (saldos promedios mensuales)</b>														
<b>Total depósitos (\$ M.M.)</b>	<b>8.738</b>	<b>9.093</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>	
Sector privado	7.035	7.264	7.527	7.868	8.095	8.334	8.634	8.859	9.297	9.671	9.854	10.154	10.624	
Sector público	1.703	1.830	1.813	1.781	1.828	1.889	1.976	2.090	2.170	2.357	2.277	2.413	2.456	
<b>En moneda local (\$ M.M.)</b>	<b>7.018</b>	<b>7.331</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>	
Sector privado	5.555	5.750	5.980	6.301	6.502	6.727	7.019	7.264	7.743	8.056	8.232	8.488	8.889	
Sector público	1.464	1.581	1.564	1.532	1.574	1.637	1.702	1.803	1.866	2.024	1.935	2.067	2.105	
<b>En moneda extranjera (\$ M.M.)</b>	<b>1.720</b>	<b>1.762</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>	
Sector privado	1.480	1.514	1.547	1.567	1.593	1.607	1.615	1.595	1.554	1.615	1.622	1.667	1.735	
Sector público	239	249	249	250	253	254	274	287	303	333	344	346	351	
<b>En moneda extranjera (U\$S M.M.)</b>	<b>18,5</b>	<b>18,7</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>	
Sector privado	16,0	16,1	16,2	16,3	16,4	16,3	16,3	15,9	15,3	15,5	15,3	15,2	15,3	
Sector público	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,8	2,9	3,0	3,2	3,2	3,2	3,1	
<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>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>Tasas activas (% anual)</b>														
Call en pesos entre bancos privados	29,7	29,6	29,2	29,6	28,6	29,0	29,0	28,5	28,6	28,7	29,4	31,2	32,2	
Adel. cta.cte. en pesos a empresas no financ. por \$ 10 M o más, con acuerdo, de 1 a 7 días	36,5	35,9	35,8	35,8	35,5	35,7	35,2	35,2	35,4	35,7	36	37,2	38,9	
Préstamos personales	55,4	54,6	52,6	53,8	53,1	53,6	52,8	51,8	52,9	54,9	55,8	55,9	57,9	
<b>Tasas pasivas (% anual)</b>														
BADLAR	33,1	33,3	33,4	33,4	33,3	33,3	33,4	33,4	33,4	36,0	37,3	39,5	42,4	
Plazo fijo en \$ hasta \$ 100.000	36,1	36,0	36,1	36,1	36,0	36,0	36,1	36,0	36,0	37,8	39,0	41,2	43,8	
Plazo fijo en \$ más de \$ 1.000.000	32,8	32,4	32,9	32,9	32,7	32,9	33,0	32,7	32,9	35,6	36,7	38,9	41,8	