

Informe Económico Mensual



USAL
UNIVERSIDAD
DEL SALVADOR

Instituto de Investigación

Nº 203 Año 22 – 8 de marzo de 2022

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

EL DATO DEL MES

Precio del petróleo. El 7 de marzo el Brent llegó a U\$S 139 el barril, estabilizándose luego en torno de U\$S 132. Todavía persisten expectativas de que podría superar en pocos días el récord de U\$S 147,5 de julio de 2008.

LO QUE HAY QUE SABER

Argentina. El Gobierno presentó al Congreso de la Nación el acuerdo con el FMI para reprogramar los pagos al organismo, en base a un programa de premisas y proyecciones de dudosa factibilidad. A esto se suma el conflicto entre Rusia y Ucrania que implica, una alta volatilidad de precios de materias primas agrícolas y no agrícolas, y la aceleración de la inflación en nuestro país.

Invasión de Rusia a Ucrania. Las potencias occidentales aplicaron a Rusia sanciones económicas que afectarán sensiblemente a su economía, pero no debilitará su avance militar en el corto plazo. En materia económica, esta guerra ha generado temores por una probable estanflación mundial.

La inflación mundial hacia arriba. Los problemas de suministro de materias primas tienden a agudizarse por el conflicto de Ucrania. Los boicots a Rusia y el corte de suministro de gas a Europa conducen a mayor demanda de proveedores alternativos y a más subas de precios de materias primas agrícolas, energía y petróleo y derivados por lo que resta del año.

LO QUE VIENE

Argentina y el FMI. El gobierno está negociando con la oposición del proyecto de ley para aprobar el Acuerdo de Facilidades Extendidas con el FMI Su aprobación en el Congreso de la Nación puede estar sujeto a cierta demora hasta que se acuerden algunas reformas a dicho proyecto.

Guerra en Ucrania: las FF. AA. rusas siguen destruyendo cada vez más objetivos civiles en Ucrania, con el objetivo de tomar la capital ucraniana y derrocar al actual gobierno de Ucrania. Los gobiernos occidentales esperan que las sanciones económicas logren debilitar al gobierno ruso y lo fueren a retirarse de Ucrania. Ante el riesgo del uso de armas atómicas, por ahora la OTAN no iniciaría acciones militares contra Rusia.

Precios de commodities: Se espera que se mantenga la presión alcista al menos en los próximos días. El comportamiento de mediano plazo dependerá de la evolución del conflicto iniciado en Ucrania y del comportamiento de los gobiernos de Rusia, EE.UU., la Unión Europea y la República Popular China.

PRINCIPALES INDICADORES HASTA FIN DE FEBRERO DE 2022

		2021		2022		Tendencia hasta febrero 2022
		Noviembre	Diciembre	Enero	Febrero	
IPC Var. % mensual		2,5%	3,8%	3,9%	s.d.	
IPC Var. % interanual		51,2%	50,9%	50,7%	s.d.	Estable
Industria % uso capacidad instalada		68,8%	64,4%	s.d.	s.d.	Estable

		2021		2022		Tendencia hasta febrero 2022
		Noviembre	Diciembre	Enero	Febrero	
LELIQ Tasa % nominal anual en \$ al último día del mes		38,0%	38,0%	40,0%	42,5%	
EMBI Arg. Riesgo país en puntos básicos al último día del mes		1.914	1.688	1.723	1.816	
Dólar \$/U\$S mayorista promedio bancos al último día del mes		100,9	102,8	105,0	107,4	
IVA DGI Recaudación Mensual Var. % interanual		55,4%	118,3%	45,3%	55,2%	
Depósitos en pesos Sector privado Var. % saldos promedios mensuales		3,5%	6,6%	3,9%	2,4%	
Depósitos en dólares Sector privado Var. % saldos promedios mensuales		- 2,3%	- 4,0%	1,9%	-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	Diciembre 2021	Var. % i.a. acumulado vs. acum. año anterior a precios constantes	72,2%	82,3%	
	Ventas en Supermercados		Diciembre 2021	Var. % i.a. acumulado vs. acum. año anterior a precios constantes	1,3%	0,9%	
	Patentamiento autos 0 Km	ACARA	Febrero 2022	Var.%interanual	-5,1%	-13,1%	
ACTIVIDAD	Estimador Mensual de Actividad Economica PBI	INDEC	Diciembre 2021	Var.% mensual (sin estacionalidad)	0,9%	1,7%	
				Var.% interanual	9,8%	9,3%	
	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		Diciembre 2021	% uso capacidad instalada	64,4%	68,8%	
CONSTRUCCIÓN	Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción			Diciembre 2021	Var.% interanual	4,6%	8,4%
INTRESOS TRIBUTARIOS RELACIONADOS CON LA ACTIVIDAD INTERNA	IVA DGI (Bruto)	AFIP	Febrero 2022	Var % mensual	-5,2%	7,0%	
				Var. interanual	55,2%	45,3%	
	Var % mensual			-16,5%	39,0%		
	Var. interanual			66,1%	64,6%		
	Sistema Seguridad Social			Var % mensual	-1,0%	-7,3%	
Créditos y Débitos en Cta.Cte.	Var. interanual	70,8%	64,0%				

III. COMERCIO EXTERIOR

VARIABLE		FUENTE	Periodo	Unidad	Valor	Periodo anterior	
COMERCIO EXTERIOR	Exportaciones	INDEC	Enero 2022	Nivel (US\$ M)	5.547	6.587	
				Var. % interanual	12,9%	85,9%	
	Importaciones			Nivel (US\$ M)	5.251	6.216	
				Var. % interanual	36,6%	59,1%	
	Saldo balanza comercial			Nivel (US\$ M)	296	371	

PANORAMA DE ARGENTINA

MÁS INCERTIDUMBRE: GUERRA EN UCRAINA Y ACUERDO “LIGHT” CON EL FMI

Héctor Rubini

El Gobierno presentó al Congreso de la Nación el acuerdo con el FMI para reprogramar los pagos al organismo, en base a un programa de premisas y proyecciones de dudosa factibilidad. A esto se suma el conflicto entre Rusia y Ucrania que implica, de mínima, una alta volatilidad de precios de materias primas agrícolas y no agrícolas, ya la aceleración de la inflación en nuestro país.

1. *Rusia y Ucrania: una guerra inesperada*

La economía argentina mantuvo en febrero el impulso del consumo gracias al gasto en turismo, junto a la reactivación de la construcción, el transporte y la actividad industrial. Sin embargo, el agro ha sufrido duras sequías con daños ya irreversibles en la cosecha de granos gruesos y oleaginosas.

Sin embargo, sorprendió en todo mundo, y no sólo en Argentina, el ataque militar de Rusia a Ucrania desde la madrugada del 24 de febrero. Una decisión precedida por un progresivo desplazamiento de tropas y ejercicios militares en Bielorrusia desde varias semanas antes. El 19 el presidente Putin mismo condujo ejercicios con lanzamiento de misiles de largo alcance desde el cosmódromo de Plestek y en el mar de Barents, y al día siguiente aceptó los reclamos de protección militar de los separatistas rusos de los distritos ucranianos de Donetsk y Lugansk. El 22 de febrero reconoció la “independencia” de ambas regiones como “Repúblicas Populares”, y luego de cortar diálogo con el primer mandatario ucraniano inició la agresión militar unilateral a Ucrania el jueves 24 por la madrugada.

La OTAN no ha dispuesto movilización de tropas, pero los gobiernos occidentales han aplicado sanciones económicas y financieras a Rusia. Sus efectos de corto plazo es el derrumbe de cotizaciones de activos y una incipiente corrida bancaria que ha sido frenada por Rusia con restricciones al retiro de depósitos y a la salida de capitales. Pero sus efectos sobre el financiamiento de la aventura bélica en curso tardarán varios meses en percibirse. Mientras tanto, las tropas rusas siguen provocando daños materiales y humanos cada vez mayores.

El impacto económico sobre nuestro país es más visible en el mercado agropecuario, dada la relevancia de Ucrania y Rusia en el mercado mundial de granos. De acuerdo a la base de datos del Banco Mundial, la superficie cultivable de Ucrania es de 32,9 M de ha., algo menos que la de nuestro país (39,1 M de ha.). Ucrania y Rusia concentran una porción significativa de la oferta agrícola mundial. Entre 2017 y 2021, la producción promedio anual de trigo ubicaba a Rusia como 1^{er} productor mundial y a Ucrania en 5^o lugar, y ambos concentraban en dicho período el **30% de las exportaciones de trigo de todo el mundo**. Algunos indicadores muestran que para Rusia es interesante anexarlo para así resolver sus problemas de divisas y de seguridad alimentaria, dado su peso significativo en la oferta de productos agrícolas en la región y su ubicación geográfica. Algunos indicadores destacables de Ucrania son los siguientes:

- a) Ucrania es el 1er proveedor de trigo del mercado ruso. Hasta la guerra actual el USDA¹ estimaba una producción para la campaña 2021/22 de 33M de ton. y expectativas de exportaciones de 24 M de ton. (12% del total mundial), de modo que este país sería el 3er mayor exportador mundial de trigo
- b) Ucrania es el 4^o productor mundial de maíz. Para esta campaña el USDA estimaba una producción de 42 M de ton y exportaciones por 33,5 M de ton (17% del total mundial). En la campaña 2020/21 Ucrania se mantuvo como el mayor proveedor externo de China, exportando a este país 8,2 M de ton (casi el 30% de las exportaciones chinas de maíz).
- c) Ucrania y Rusia concentran casi el 20% de la oferta mundial de cebada y el 32% de las exportaciones globales.
- d) En la campaña 2020/21 según el USDA, Ucrania fue el 6^o mayor exportador mundial de granos oleaginosos, y el 4^o mayor exportador mundial de aceites vegetales, en ambos casos inmediatamente detrás de Argentina.

Las exportaciones de granos de la región salen al exterior por el mar Negro, único de aguas que no se congelan en invierno y que Rusia trata ahora de arrebatar a Ucrania, dejando a dicho país sin salida al mar. Mientras no se detengan las acciones bélicas la operatoria de los puertos ucranianos (fundamentalmente el de Odessa) estarán interrumpidos. Además, el conflicto mismo torna en varios casos inviable incurrir en gastos de siembra (de trigo, otras cosechas finas, y luego de

¹ USDA: United States Department of Agriculture.

granos gruesos) tanto por las dificultades financieras como por el encarecimiento de los insumos para producir fertilizantes, y sus precios internacionales. Además, las variaciones interanuales **hasta febrero, sobre el inicio de la guerra**, venían impulsados por la insuficiente oferta de varios grandes productores de China, India, Rusia, Canadá y EE. UU., más los persistentes aumentos de los costos de los fletes marítimos y las subas de los precios del petróleo y del gas natural:

Fin de 2021 a Febrero 2022

• Amoníaco:	220%
• Urea:	204%
• Fosfato diamónico	92%
• Cloruro de potasio	93%

Esto impulsa a la suba de los precios internacionales de cereales y oleaginosas que en pocos días llegaron a los niveles máximos de los últimos 14 años. **En Ucrania ya se observó una baja del área sembrada con trigo de invierno por la escasez de lluvias, y en el caso de girasol el área sembrada cayó a menos de la mitad de la del año pasado**, lo que ya viene impulsando a la suba el precio del aceite de girasol. En Rusia, a su vez, la restricción de oferta de gas y de insumos para fertilizantes más las sanciones comerciales y restricciones bancarias, tienden a elevar los costos agrícolas y el de su financiamiento. Para evitarlas, el gobierno ruso ha dispuesto la suspensión de las exportaciones de fertilizantes por tiempo indeterminado. Pero su precio, que bien podría bajar localmente, **antes de la temporada de siembra en los Urales, Siberia y la cuenca del Volga, va a fortalecer el impulso alcista en los precios en el resto del mundo**. En suma, tanto por el impacto del conflicto sobre la oferta mundial, como por la suba de costos, **la suba de los precios de cereales y oleaginosas continuará hasta que no se perciba un final para el conflicto en Ucrania**.

Efectos en nuestro país:

Efecto positivo sobre los ingresos de divisas,

Aceleración de la suba de precios internos de los alimentos, y ajuste de servicios privados por expectativas.

Efecto inicial sobre términos de intercambio: positivo.

Efecto inicial sobre tipo de cambio real: negativo.

El flujo de gas natural por los gasoductos que atraviesan Ucrania no está asegurado y algunos han sido bombardeados por las tropas rusas. Esto implica menos oferta y suba del precio del gas natural en Europa. La suspensión por tiempo indefinido de la aprobación y operatoria del gasoducto Nord Stream 2 refuerza ese efecto, y el desvío de demanda hacia gas natural licuado proveniente de Qatar y Estados Unidos contribuye **también a la suba del precio del gas natural, y también del precio de los fertilizantes**.

Efectos en nuestro país:

Efecto negativo sobre los flujos netos de divisas.

Aceleración de la suba de precios internos de combustibles y gas natural,

Subas de costos para el sector agroindustrial, el transporte y la industria manufacturera.

Efecto inicial sobre términos de intercambio: negativo.

Efecto inicial sobre tipo de cambio real: negativo.

En términos de cantidades, el conflicto implica la interrupción de flujos comerciales y suministros de minerales y de insumos industriales para Rusia y otros países desde el Mar Negro. Buena parte de la industria aeroespacial de EE.UU. Europa y Reino Unido tiene contratos hasta 2028 con proveedores **rusos** de titanio, y no es fácil hallar otros proveedores. Rusia y Ucrania, además, son dos de los mayores productores mundiales de níquel, hierro, cobre, fundamentales para una gran variedad de industrias, como de paladio, platino y neón, utilizados para la producción de microprocesadores y también de semiconductores y productos que dependen de ellos como ciertas autopartes específicas. Esto incrementará el costo de producción a nivel global.

Efectos potenciales en nuestro país:

En el corto plazo: nulo.

En el mediano-largo plazo sobre términos de intercambio: negativo.

En el mediano-largo plazo sobre tipo de cambio real: negativo.

En cuanto a los precios internos, **todo converge a una aceleración de la inflación, cuyo nivel y volatilidad dependerá en gran medida de la extensión en el tiempo de este conflicto y de la eventual participación de más potencias militares, sea en Ucrania o en otros países**.

2. El acuerdo con el FMI.

El Gobierno presentó el viernes 4 de marzo el proyecto de ley para la aprobación de las condiciones para acceder a un crédito de Facilidades Extendidas que permita reprogramar (o “reperfilar”) el calendario de pagos al Fondo Monetario Internacional (FMI). El programa **reprograma a futuro los vencimientos de la deuda pública**, y supone una mejora futura de la **capacidad de pago mediante una mejora (bastante incierta) de las exportaciones netas en el mediano-largo plazo**. Por este nuevo arreglo, el FMI le permite al gobierno argentino postergar los vencimientos concentrados entre este año y 2024 a un calendario de pagos de 9 años entre 2026 y 2034.

El FMI va a girar Derechos Especiales de Giro (DEG) desde marzo de este año (si se aprueba el acuerdo) hasta septiembre de 2024 hasta totalizar el monto total de los desembolsos recibidos entre junio de 2018 y julio de 2019. El organismo revisaría trimestralmente hasta septiembre de 2024 el cumplimiento de las metas macroeconómicas del programa para desembolsar esos tramos de DEG a devolver desde septiembre de 2026. Para su cancelación se cuentan 4 años y medio de gracia desde la fecha de esos ingresos y luego se deberían devolver en 12 cuotas semestrales.

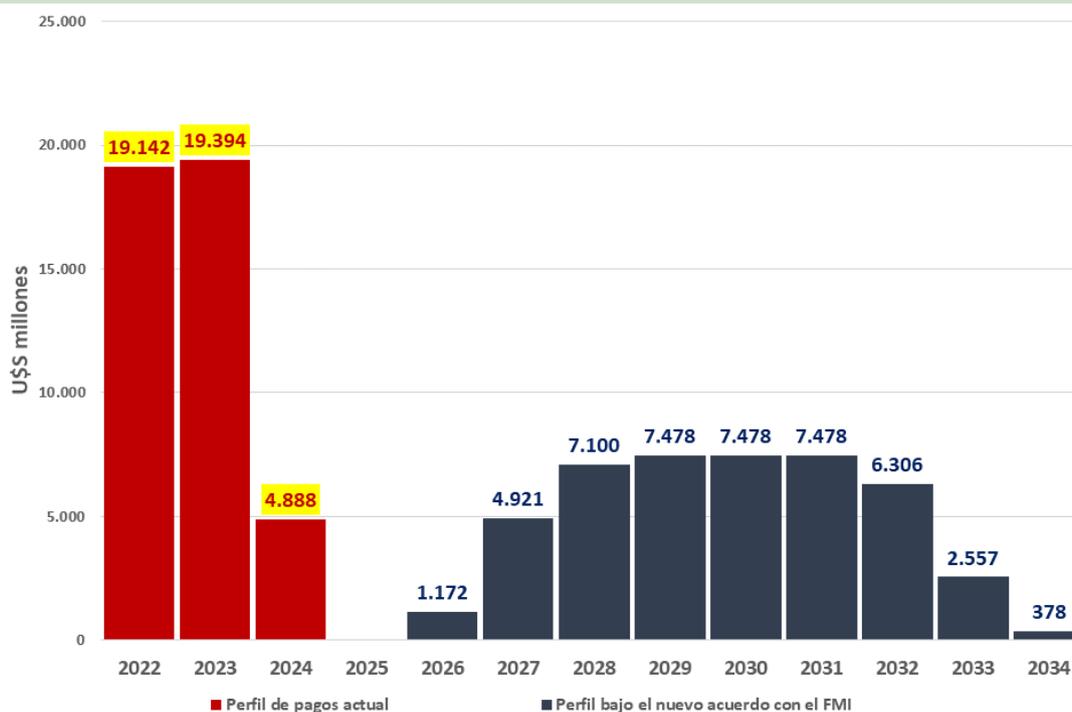
CUADRO 1. PERFIL DE VENCIMIENTOS DE PAGOS AL FMI: PERFIL ACTUAL VS. NUEVO ACUERDO

Desembolsos		DEG (mill.)	USD M equivalentes	A devolver desde
Aprobación acuerdo	mar-22	7000	9.841,1	sep-26
revisión 1	jun-22	3000	4.217,6	dic-26
revisión 2	sep-22	3000	4.217,6	mar-27
revisión 3	dic-22	4500	6.326,4	jun-27
revisión 4	mar-23	4000	5.623,5	sep-27
revisión 5	jun-23	3000	4.217,6	dic-27
revisión 6	sep-23	2500	3.514,7	mar-28
revisión 7	dic-23	2500	3.514,7	jun-28
revisión 8	mar-24	800	1.124,7	sep-28
revisión 9	jun-24	800	1.124,7	dic-28
revisión 10	sep-24	814	1.144,4	mar-29

Fuente: Programa de Facilidades Extendidas FMI-Gobierno de Argentina.

El logro del acuerdo es postergar la concentración actual de pagos entre este año y 2024 al año 2026, y a partir de entonces, distribuir los pagos en 8 años, hasta septiembre de 2034:

GRÁFICO 1. PERFIL DE VENCIMIENTOS DE PAGOS AL FMI: PERFIL ACTUAL VS. NUEVO ACUERDO



Fuente: Programa de Facilidades Extendidas FMI-Gobierno de Argentina.

La generación de la capacidad de pagos se basa en una reducción del déficit fiscal con pocos instrumentos:

- a. Aumento base imponible de impuesto a la riqueza (supuestamente era un aporte transitorio)
- b. Aumento de la carga tributaria a productos petroleros (se menciona “un régimen *ad-valorem*”, pero no se explica de qué se trata en ninguno de los dos memorandos del Acuerdo)
- c. Aumento de la presión fiscal provincial vía el Consenso Fiscal con las provincias (analizado en el IEM del mes pasado), que abrirían espacio para reducir las transferencias a las provincias del gobierno nacional (algo que en realidad no es tan claro en este programa)
- d. Reducción de subsidios a empresas de energía y otras de servicios públicos (de ejecución cierta), de aporte mínimo al cierre de las cuentas fiscales (ahorro fiscal de apenas 0,06% del PBI para este año)

Esta última medida apunta a sostener la rentabilidad de empresas distribuidoras, manteniendo constante los precios mayoristas a pagar a sus proveedoras. La eliminación de subsidios implica un **aumento de tarifas eléctricas que para los segmentos hoy subsidiados de más bajos ingresos estará en torno de 40% y para los de mayores ingresos (sobre todo de la ciudad de Buenos Aires) el retiro de los subsidios podría implicar subas mayores al 100%**.

El programa no prevé incrementos, pero tampoco rebajas (mucho menos eliminación) de impuestos distorsivos como los gravámenes sobre exportaciones, a las transacciones financieras y a las inversiones productivas. A su vez se menciona un objetivo (sin plazos precisos) de aumento del gasto público en infraestructura a de 1% del PBI en 2018-20 a 2% del PBI en 2022. Si bien se habla de proteger los ingresos de los trabajadores del Estado y de los jubilados, para los primeros se establece que crezca “en consonancia con la economía”, y en el segundo, que se mantendrá sin cambios la mecánica de indexación vigente. **Ambas conducen a una inequívoca caída del poder adquisitivo real de los ingresos de ambos sectores, en su gran mayoría adultos de ingresos medios y bajos, sin capacidad de generar ahorros.** En cuanto al financiamiento de organismos multilaterales en el Memorando de Políticas Económicas y Financieras se menciona que para el corriente año se recibirían créditos de organismos por U\$S 2.600 M, pero de los cuadros del Memorando de Entendimiento Técnico (Anexo II) surge **que este año se tomaría nueva deuda con organismos internacionales por U\$S 4.201 M (U\$S 2.812 M vinculados a proyectos específicos, y U\$S 1.389 no vinculados a proyectos).**

En el Memorando de Entendimiento Técnico (MET) se observa lo siguiente:

1. Los tipos de cambio que utiliza el programa **no son de mercado**, sino los oficiales del BCRA, inferiores a los de mercado.
2. En el cómputo del gasto primario “sobre la línea”, se excluyen (sin explicación ni justificación alguna) las erogaciones del sector público no financiero por liquidación de obligaciones previsionales, coparticipación de impuestos y la asignación de gastos, con las provincias y con la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, **relacionados con procesos judiciales cerrados o pendientes al 3 de marzo de 2022, así como pagos de atrasos según el CIADI o fallos arbitrales semejantes. Es claramente una puerta abierta para malentendidos y confusiones futuras** ya que el MET mismo reconoce en su cuarta página que “los atrasos, las multas y los daños y perjuicios otorgados judicialmente que surjan de la falta de pago de una obligación contractual que constituya deuda, son deuda”. Por consiguiente, es más que claro que si se cancelan esas obligaciones, el flujo de caja negativo por la erogación correspondiente debe computarse sobre la línea, y esa salida de caja **es** por definición, gasto primario “sobre la línea”.
3. La meta de gasto público se ajustará según la evolución de los ingresos por nueva deuda con organismos multilaterales. La metodología que vincule un concepto (sobre la línea) con el otro (bajo la línea) **no está explicado**. A los efectos de programa se define como gasto social la suma de los siguientes programas: a) Asignación Universal para Protección Social (que engloba las Asignaciones Universal por Hijo y por Embarazo, y la Ayuda Escolar Anual), b) la Tarjeta Alimentar, y c) PROGRESAR. Para el cálculo de reservas internacionales netas del BCRA se incorporan buena parte de las deducciones que calcula el sector privado por: a) los swaps de divisas con el Banco Popular de China y el Banco de Pagos Internacionales (BIS), los encajes bancarios en moneda extranjera, el pasivo en dólares con seguro de depósitos (SEDESA), los saldos en la ALADI y otros depósitos de no residentes.
4. El párrafo 27 dice: “De conformidad con los compromisos en los acuerdos del FMI, evitaremos: (i) imponer o intensificar restricciones cambiarias, (ii) introducir o modificar Prácticas de Múltiples Monedas (MCP), (iii) concluir acuerdos de pago bilaterales que sean incompatibles con el Artículo VIII; y (iv) imponer o intensificar restricciones a la importación por razones de balanza de pagos (criterio de desempeño continuo)”. **No se especifica a partir de qué momento inicial se adoptan estos compromisos. Pero tampoco se prevé abandonar las restricciones hoy vigentes.**
5. **El ajuste de tarifas eléctricas se hará en base al Coeficiente de Variación Salarial.**
6. **El FMI hará monitoreo del programa recibiendo información con diversa frecuencia:**

- a. Diaria: tipos de cambio, agregados monetarios, depósitos bancarios, financiamiento monetario al Gobierno, operaciones cambiarias del BCRA.
 - b. Semanal: operaciones con títulos públicos del BCRA, y tipo de cambio implícito de la operatoria semanal en los segmentos CCL y MEP.
 - c. Quincenal: tasas de rendimiento de deuda interna del Tesoro.
 - d. Mensual: operaciones del gobierno federal, incluyendo flujos de caja mensuales y proyecciones a 12 meses de ventas de activos físicos, fuentes de financiamiento, stock de deuda pública, perfil de vencimientos, atrasos, reservas excedentes y requeridas al sistema bancario, balances de otros intermediarios financieros e información de tenencias de deuda pública nacional y provincial y de deuda remunerada del BCRA.
- Semestral: información trimestral de deuda subnacional, por plazo, moneda, y perfiles de vencimientos

Desde la exposición de motivos hasta los memorandos de los anexos el proyecto presenta una nutrida variedad de aspectos objetables. Fundamentalmente se da por supuesto que el aumento del gasto público (en particular el redistributivo) y el de la demanda agregada son motores del crecimiento económico. Pero también se supone que **deben** aumentar los gastos reales (agregados de la economía). **No es clara su coherencia con el sendero propuesto (ver el próximo Cuadro)** de superávits de cuenta corriente de la balanza de pagos y **“no tropezar con situaciones de crisis de balanza de pagos”**. Si el programa apunta a mejorar la capacidad de pagos, es extraño que se admita hasta el año 2024 un sendero **decreciente de saldos de la cuenta corriente de la balanza de pagos: 1,3% del PBI en 2021, 0,5% en este año, 0,4% en el próximo, y 0,3% en 2024.**

CUADRO 2. PROYECCIONES DEL PROGRAMA ACORDADO ENTRE EL EQUIPO ECONÓMICO Y EL FMI

	Años				
	2021	2022	2023	2024	2025
Crecimiento PBI promedio %	10,3	3,5 - 4,5	2,5 - 3,5	2,5 - 3,0	s.d.
IPC (a fin de período) Var. %	50,9	38,0 - 48,0	34,0 - 42,0	29,0 - 37,0	s.d.
Saldo cuenta cte. bza. de pagos % PBI	1,3	0,5	0,4	0,3	s.d.
Resultado fiscal primario % PBI	-3,0	-2,5	-1,9	-0,9	0
Var. Reservas internacionales netas U\$S M	-1.500	5.800	4.000	5.200	s.d.

Fuente: Programa de Facilidades Extendidas FMI-Gobierno de Argentina.

Las proyecciones fiscales presentan una baja del déficit fiscal primario de 3% del PBI en 2021 a 2,5% del PBI en 2022, 1,9% en 2023, 0 en 2025, y un implícito superávit fiscal primario para 2026. Esto exige una fuerte suba de la recaudación tributaria que requiere una aceleración del crecimiento económico. Sin embargo, el sendero de crecimiento del PBI de las metas del acuerdo no es creciente, sino declinante: de 3,5%-4,5% en 2022 a 2,5%-3,5% en 2023 y a 2,5%-3,0% en 2024. También se supone una caída de la inflación a 38%-40% para este año, sin un programa de estabilización ni metas de reducción del expansionismo monetario en curso. A esto se suma el impacto de la invasión rusa a Ucrania que está disparando el precio de *commodities* agrícolas y no agrícolas de impacto directo en la inflación de alimentos y bebidas, energía y combustibles, y que va a complicar las propuestas de ajustes a acordar en audiencias públicas.

También se presenta en los memorandos una hipótesis de crecimiento del PBI entre 3,5% y 4,5% para este año. Un valor exageradamente optimista tanto por el impacto que tendrá en el primer semestre las complicaciones del sector agroexportador de la fuerte sequía del verano, como por la persistencia de controles al comercio exterior, al movimiento de divisas y a los movimientos de capitales que siguen complicando la importación de insumos y repuestos, y desalientan la inversión extranjera.

En ese sentido, el programa prevé además de la mencionada suba (no reversible en principio) de la presión impositiva una política monetaria limitada a llevar las tasas reales de interés (al menos las interbancarias y de control monetario, y las tasas pasivas) a niveles positivos. **Mayor presión tributaria y tasas de interés más altas implican menos demanda agregada del sector privado.** Puede contener la demanda de bienes importados, pero es incoherente para recuperar la demanda de dinero y desdolarizar ahorros y neuronas, como pareciera ser la intención de las autoridades. Tampoco ayuda a recuperar la tasa de inversión a niveles coherentes con mayor crecimiento económico y menos gasto asistencialista.

El financiamiento del bache fiscal supuestamente sería con menor financiamiento monetario, cayendo de 3,7% del PBI en 2021 a 1% en 2022, 0,6% el año próximo y cero a partir de entonces. **Pero nada se dice de esterilizar emisión monetaria por ingreso de divisas. Tampoco se prevén límites a la emisión de pasivos cuasifiscales del BCRA.** Por

consiguiente, **el sendero futuro de la base monetaria, de las tasas de interés, y también del tipo de cambio no oficial seguirá atado a los vaivenes de la demanda de activos y de las expectativas del sector privado.** Una funcionaria del FMI dijo informalmente la semana pasada que podría haber relajación de los controles de cambios en presencia de una sostenida acumulación de reservas internacionales. No hay ninguna precisión en el proyecto, ni tampoco es claro cómo se lograrán las metas de subas de las reservas internacionales líquidas por U\$S 5.800 M este año, U\$S 4.000 M el próximo y U\$S 5.200 M en 2024.

Con estas incertidumbres, se torna también más que incierto el sendero de saldos positivos de la cuenta corriente de la balanza de pagos: se proyecta que caiga de 1,3% del PBI en 2021 a 0,5% del PBI este año, y luego a 0,4% en 2023 y 0,3% en 2024. Por otro lado, el “financiamiento privado” al Gobierno, si se toma en cuenta la información de nuevos créditos externos de organismos para este año y del sendero de financiamiento monetario, permite prever un sendero que aproximadamente **arrojaría un déficit fiscal total (“financiero”) de 3% del PBI para este año, y 2,6% para el próximo, pero sin converger a cero, sino a 2% del PBI.**

El programa implica, así, aumento permanente, no transitorio de la deuda pública, al menos hasta el fin de 2025. Para la población, el deterioro de su ingreso disponible por la suba permanente de la presión impositiva y de ajustes de tarifas, combustibles y precios de alimentos, atados a partir de estos días al conflicto del Mar Negro. Una guerra que sabemos cuándo y cómo empezó, pero no cuándo ni cómo puede terminar.

Otros aspectos controversiales del proyecto de Acuerdo son los siguientes:

1. El mensaje desconoce los pasivos públicos e impagos previos a diciembre de 2015 y el estado patrimonial técnicamente “quebrado” del BCRA al final de la presidencia de Cristina Fernández de Kirchner.
2. Tanto el mensaje al Congreso de la Nación como los dos Memorando dejan sentado de que el gobierno da por sentado (erradamente), que la inflación es un multicausal (**esto implica, fundamentalmente un fenómeno no monetario**), y que la estabilidad de precios se logra **sólo con la “coordinación voluntaria” de precios e ingresos entre el Estado y el sector privado (acuerdos de precios)**. Nada se dice respecto de qué hacer si no se logra tal coordinación “voluntaria”.
3. Se da por supuesto un “respeto del marco constitucional, legal y económico” desde diciembre de 2019, cuando a partir de dicha fecha **se exacerbaron los controles de capitales, cambiarios y de comercio exterior e interior a niveles de estatismo comparables con los del período 1946-52**. Además, la actual administración no opuso firme resistencia a iniciativas percibidas como contraria al derecho de propiedad privada como la actual ley de Alquileres, el intento de estatización de la quebrada empresa Vicentín, la visible condescendencia con ocupantes de terrenos y campos, los atentados de pseudo mapuches en la Patagonia, la destrucción de silobolsas, y el aumento de la presión tributaria a niveles que se perciben como confiscatorios.
4. Respecto de los gastos corrientes discrecionales, como los destinados a la Asignación Universal por Hijo (AUH), la Tarjeta ALIMENTAR, y el llamado Programa de Respaldo a Estudiantes Argentinos (PROGRESAR), el proyecto de ley prevé que serán incrementados “si las **condiciones sociales** hacen necesaria una mayor participación del sector público para cubrir las necesidades de la población.” **La definición de esas “condiciones sociales”, su evaluación, y la especificación de quién formula esa evaluación y en base a qué, están totalmente ausentes en este proyecto de ley**, lo que da a entender que **el FMI no objetará desvíos significativos de las metas fiscales del programa**.
5. En la exposición de motivos del proyecto de Ley se habla de “condiciones para el desarrollo de sectores productivos”. No se especifican cuáles son, cómo lograrlas, ni **tampoco qué aporta este programa para tal cosa**.
6. En el Memorando de Políticas Económicas y Financieras se da por supuesto que se mantendrá un régimen cambiario de minidevaluaciones, tipo “*crawling peg*”, pero sin especificar si será siempre un régimen “pasivo” (en línea con la diferencia entre la inflación local y la de EE.UU.), o activo como el que se señaló en el programa anterior con una banda cambiaria, o con alguna forma de “tablita” como la de diciembre de 1978 a marzo de 1981.
7. Se habla de una meta implícita de sostener al menos este año el mismo “tipo de cambio real efectivo” de 2021. No se aclara su definición ni qué indicador específico que monitoreará específicamente el FMI. **Tampoco se observan proyecciones ni metas en los por demás escasos cuadros de ambos memorandos**.
8. Se habla de “apuntalar la demanda de dinero”. Es **inviabile** si en las proyecciones presentadas la tasa de crecimiento del PBI es declinante, y desde este año se pretende una rápida suba (y no transitoria) de las tasas de interés para llevar las tasas reales de los depósitos de los niveles negativos actuales a niveles positivos.
9. Se sostiene que en 2021 se elevaron los pisos de las tasas pasiva regulada y los techos de las tasas de crédito “para **mejorar la transmisión y la emisión de señales** de la política monetaria”. Al menos a priori, una cosa no implica la otra.

10. En materia monetaria se habla de sostener una tasa de política monetaria real positiva que sea coherente con una trayectoria sostenible para los títulos del BCRA. Esto implica un incremento permanente del stock de deuda cuasifiscal del BCRA, tanto por títulos como por pasivos pasivos. Por lo tanto, el programa es al menos en este aspecto en lugar de contribuir a estabilizar expectativas y el combustible monetario de la inflación, **preanuncia una política monetaria dependiente de los vaivenes de las expectativas y de la demanda de dinero**. Por consiguiente, **no hay “ancla”** para estabilizar precios, tipo de cambio, tasas de interés, ni agregados monetarios.
11. El punto 26 del memorando sugiere un endurecimiento de los controles cambiarios y de capitales. El punto 27 indica lo contrario. Esto es, así escrito, un factor de incertidumbre per se.
12. El punto 28 sostiene que el programa proyecta una reducción del stock de títulos del BCRA y del déficit cuasifiscal de la entidad porque se espera que aumentará la demanda de dinero y que se reducirá el financiamiento monetario del déficit fiscal. **Pero en el punto 25 se anticipa que se optará por eliminar los encajes no remunerados sobre depósitos captados por bancos pequeños**. Esto significa el paso a encajes remunerados en ese segmento, recreando un déficit cuasifiscal, como ocurriera en los años '80. Resultado a la corta o a la larga: suba de tasas de interés, mayor déficit cuasifiscal devengado, **con riesgo de liquidez de las entidades en aumento si se desacelera la renovación de depósitos, fuente fundamental de fondos para invertir en pasivos remunerados del BCRA**

Como hemos observado en el IEM de febrero, un programa creíble requiere condiciones factibles para crecer con menor inflación y generando las divisas excedentes para pagar deudas y no embarcarse en nuevos festivos de endeudamiento. Esto es, un “paquete” de cuatro partes fundamentales:

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

El programa acordado con el FMI no cuenta con ninguno de estos componentes. Tampoco implica un duro ajuste “neoliberal” y fuertemente empobrecedor como los programas clásicos del organismo. El efecto negativo de la inflación podría compensarse parcialmente con estímulos a la demanda, lo que simplemente es mantener sin cambios la situación interna actual al menos hasta fin de 2023. Probablemente uno de los más concesivos, o de los más “suaves” y “no liberales” de la historia del FMI. Pero es cierto que **quien ajusta, al menos por inflación y más impuestos es el sector privado, no el sector público**. Por otro lado, **no hay ninguna mención, siquiera a los impactos económicos de la guerra en Ucrania señalados más arriba.**

El actual gobierno no debe hacer ningún ajuste hasta fin de gestión, y sus endeble supuestos y proyecciones presuponen amplios márgenes de desvíos y perdones del organismo, al menos hasta diciembre de 2023. Es más que evidente un “pacto político” para no influir en las elecciones presidenciales del año próximo de modo que hasta 2024, **el país deudor “hará como que ajusta” y el FMI “hará como que vigila”**. Los incumplimientos serían quizás probables a partir de la próxima administración. Será ese gobierno, seguramente, el que enfrente las primeras dificultades que fueren a cambios en estas proyecciones, y el siguiente el que enfrente la carga “fuerte” de vencimientos de esta deuda reprogramada.

Es cierto que este acuerdo evita la desconexión total con el resto del mundo y despeja el horizonte de vencimientos. Pero no revierte el sendero de expansión fiscal y monetaria en el que está nuestro país desde hace una década y media. **Tampoco crea condiciones objetivas que incentiven la inversión extranjera directa, la recuperación de la tasa de inversión, un sendero inequívoco de mejora del tipo de cambio real, ni la creación de condiciones de mayor competitividad exportadora ni de vacantes laborales no dependientes del asistencialismo estatal.**

Su éxito o fracaso, quedará sujeto a decisiones de política económica de la actual administración le va a dejar en 2023 al futuro gobierno. Lo único cierto, al menos en el corto plazo, es que **conduce a un descenso inequívoco del ingreso real disponible, especialmente de quienes perciben ingresos fijos, o con ajustes inferiores a la inflación.**

PANORAMA INTERNACIONAL

EL MUNDO FRENTE A LA PRIMER GUERRA EUROPEA DEL SIGLO XXI

Jorge Viñas

Ante la invasión rusa a Ucrania, las potencias occidentales aplicaron a Rusia sanciones económicas que afectarán sensiblemente a su economía, pero no debilitará su avance militar en el corto plazo. A nivel mundial, la guerra ha agravado los problemas de inflación, y va a debilitar las perspectivas de crecimiento económico.

1. *La invasión rusa se enfrenta a la resistencia ucraniana y a las sanciones económicas de Occidente.*

El miércoles 23 de febrero, las tropas rusas invadieron Ucrania, dando inicio a un conflicto armado que todavía continúa sin definición al momento de redactarse este artículo, diez días después de su comienzo. Lo que inicialmente parecía que se transformaría en una rápida victoria rusa que determinaría la caída del gobierno ucraniano y la imposición de las condiciones pretendidas por el premier ruso Vladimir Putin, se transformó en una lucha más extensa y dura que lo esperado, a partir de la fiera resistencia ofrecida por el ejército y la población ucraniana. Pero al mismo tiempo, las consecuencias en términos de pérdida de vidas humanas, principalmente civiles, así como daños a la infraestructura, se van agigantando, lo que provoca una radicalización aún mayor de las posturas en pugna y crecientes dificultades para encontrar una salida negociada que ponga fin al conflicto.

La causa inmediata esgrimida por Putin para justificar la invasión es la necesidad de proteger a la población de origen ruso que se concentra principalmente en la región oriental de Ucrania, supuestamente víctima de una constante violación de sus derechos por parte del gobierno del presidente Zelensky. Pero las verdaderas razones estratégicas del líder ruso remiten a su objetivo de frenar el avance de la OTAN sobre las fronteras rusas, por el riesgo enorme para la seguridad militar de Rusia. Desde esta perspectiva, la búsqueda del gobierno ucraniano de integrarse a la OTAN resulta inaceptable, lo que torna imperioso su derrocamiento para establecer un régimen afín a los intereses rusos (“títtere”), como ya lo ha hecho en la mayoría de las naciones que limitan con Rusia y que formaron parte de la antigua Unión Soviética.

El objetivo final de Putin sería restablecer el equilibrio geopolítico vigente durante la Guerra Fría, que la “catástrofe” de la caída del Muro de Berlín inclinó en favor de EE.UU. y sus aliados, dejando a Rusia en una situación de debilidad intolerable. Desde esta perspectiva, la gran incógnita radica en cuáles serían los siguientes pasos del premier ruso en caso de que su operación en Ucrania termine siendo coronada con el éxito, lo que aún parece probable. ¿Se dará por satisfecho con impedir el acceso de la OTAN a dicho país, o el éxito le dará un nuevo impulso para “recuperar” los países bálticos (Lituania, Letonia y Estonia) ya incorporados a la OTAN? Siguiendo la misma línea, la amenaza se extiende a los países escandinavos, que en el caso de Suecia y Finlandia estaban analizando la posibilidad de unirse a la alianza militar liderada por EE.UU. Todo esto genera una fuerte incertidumbre que se extiende mucho más allá del destino final de la operación rusa en Ucrania.

La reacción de un gran número de países, empezando por EE.UU. y sus aliados de la OTAN, ante la agresión de Rusia a un país independiente, además de condenar la acción militar, ha sido adoptar sanciones económicas sobre Rusia, evitando involucrarse militarmente en el conflicto. Si bien el camino de las sanciones ya había sido ensayado en 2014 en ocasión de la invasión de la península de Crimea por parte de Rusia, sin mayores resultados ya que los rusos lograron su cometido de anexionar la región invadida, en esta ocasión las sanciones parecen mucho más amplias y severas. Esto ha generado expectativas de que las mismas logren su cometido de debilitar al país agresor y neutralizar sus intenciones de conquista. Hasta el momento, tales expectativas no han sido convalidadas por los acontecimientos. Rusia parece contar con “espaldas” suficientes y alternativas estratégicas para mitigar los daños causados por las sanciones. Aunque resta por verse, en caso de que esta situación se extienda en el tiempo, si a mediano plazo la escasez y las penurias financieras que las sanciones infligen a la población no terminan por erosionar el poder político del régimen actual.

Las sanciones económicas incluyen restricciones financieras para bancos, empresas estatales e individuos de alto patrimonio cercanos al líder ruso, así como también medidas específicas sobre otros sectores como el tecnológico y el transporte aéreo. Las medidas de índole estrictamente financiero incluyen la prohibición para los inversores de adquirir títulos soberanos rusos en el mercado secundario, prohibición de conceder préstamos a empresas estatales rusas, prohibición al banco central de operar en moneda extranjera (lo que en la práctica implica el congelamiento de dos tercios de sus reservas, U\$S 640.000 M, custodiadas en el exterior), exclusión de una serie de bancos de origen ruso (aunque no el principal de ellos, el Sberbank) del sistema Swift de interconexión bancaria y restricciones a la operatoria del

fondo de inversión soberano de Rusia. Las sanciones también alcanzan a los denominados “oligarcas”, individuos rusos de muy alto patrimonio, supuestamente cercanos a Putin y beneficiados por el poder de su autoridad, a quienes se le han congelado y embargado sus bienes en el exterior, incluyendo países como Suiza de larga tradición de “neutralidad” en esta materia. Otras áreas abarcadas por las sanciones son el transporte aéreo, donde muchos países incluyendo EE.UU. han cerrado su espacio aéreo a los vuelos de aerolíneas rusas, y el sector tecnológico, negando el acceso al mercado estadounidense de empresas rusas de semiconductores, telecomunicaciones y otras tecnologías de avanzada.

Europa Occidental se ve afectada por la reducción de la oferta de gas ruso (35% de las importaciones de gas provienen de Rusia), y por el momento no cuenta con una fuente de provisión alternativa. Por otro lado en el mercado mundial de crudo, Rusia aporta 5 M de barriles diarios (mbd), siendo el segundo exportador global detrás de Arabia Saudita. Claramente, tanto el conflicto, como las sanciones en curso, implican menor oferta y una suba ya diaria del costo de la energía con impacto inflacionario en todos los países europeos.

Asu vez, ante el temor de violar las sanciones impuestas por sus gobiernos, o de ser identificados por la opinión pública como favorables al régimen ruso, **numerosas empresas extranjeras han interrumpido sus operaciones en Rusia o han dejado de comerciar con entidades rusas**, lo que también contempla el denominado “riesgo de contraparte”: el riesgo de que por las sanciones y restricciones, las contrapartes rusas no puedan hacer frente a sus obligaciones contractuales. El listado de empresas que dejaron de operar en Rusia abarca gigantes como Apple, Amazon, Google, Disney, Boeing, Toyota o Exxon. Incluso, las sanciones han afectado en forma masiva a los sectores de la cultura y el deporte, impidiendo a los artistas rusos actuar y a los deportistas participar en competencias en el extranjero.

El fenómeno también involucra a las comercializadoras de petróleo, que ante el temor a represalias o al riesgo de contraparte, han cesado por completo las compras de crudo ruso. El consiguiente faltante de 5 mbd en un mercado mundial de crudo que ya arrastraba un exceso de demanda del orden de 1,5-2 mbd que había derivado en un bajo nivel de stocks y precios internacionales en los máximos desde el inicio de la pandemia, provocó un salto adicional en los precios de crudo de 25% desde el inicio de las hostilidades. El viernes 4 de marzo, el primer contrato futuro de WTI cerró en U\$S 115 por barril, superando los máximos del período 2011-2014. Para encontrar precios superiores hay que remontarse al “boom” del petróleo del año 2008, previo a la crisis financiera internacional, cuando llegó al máximo histórico de U\$S 150 por barril. (véase el gráfico 2). Al cierre de este informe, el Brent superaba los U\$S 139 en los mercados asiáticos, alcanzando así los niveles máximos desde 2008.

GRÁFICO 2. EE-UU.: EVOLUCIÓN DEL 1ER. CONTRATO FUTURO DE CRUDO WTI (U\$S / BARRIL)



Fuente: Bloomberg

Como en todos los conflictos bélicos en los que se han visto involucrados países petroleros en las décadas previas, la mayoría de ellos en Medio Oriente, la suba vertical de los precios del crudo y sus derivados constituye el impacto más fuerte sobre la economía mundial. Sin embargo, en general tales episodios tuvieron una duración relativamente corta y, una vez restablecida la paz, los precios del crudo han retornado a los niveles previos al inicio de las hostilidades, o incluso más abajo, sin dejar secuelas duraderas en las principales variables económicas a nivel global. La extrapolación lineal de dichos episodios a la situación actual lleva a algunos a anticipar un resultado similar. Sin embargo, no deben soslayarse algunas diferencias importantes que pueden llevar a que el conflicto en marcha provoque consecuencias más graves y persistentes que lo que sugiere la historia reciente.

En primer lugar, la importancia en términos de producción y comercio internacional de los países en conflicto excede largamente al petróleo y al gas. Ucrania y Rusia en conjunto poseen una elevada participación en la producción y las exportaciones de *commodities* agrícolas. Como se puede ver en el cuadro 3, ambos países representan casi el 60% de la producción mundial de aceite de girasol. Si bien en trigo y maíz, la participación en la producción no parece tan significativa, si lo es en términos de comercio internacional, especialmente en trigo, donde ambos países representan más de la cuarta parte del comercio total. Adicionalmente, Rusia es uno de los dos principales productores mundiales de urea (el otro es China), insumo clave en la elaboración de fertilizantes nitrogenados. Ya desde antes del estallido del conflicto, Rusia y China venían restringiendo las exportaciones de urea. En el universo de *commodities* no agrícolas, Rusia es el principal exportador de níquel y paladio, y el segundo exportador mundial de aluminio y platino.

CUADRO 3. PARTICIPACIÓN DE RUSIA Y UCRANIA EN EL MERCADO MUNDIAL DE CEREALES (%)

	PRODUCCIÓN			EXPORTACIONES		
	RUSIA	UCRANIA	TOTAL	RUSIA	UCRANIA	TOTAL
TRIGO	9,7	4,2	14,0	16,9	11,6	28,5
MAIZ	1,2	3,5	4,7	2,2	16,4	18,7
ACEITE DE GIRASOL	26,5	33	59,5	28,5	49,8	78,3

Fuente: WASDE - USDA

En segundo lugar, **no está claro que el conflicto pueda ser resuelto y la paz restablecida en un período de tiempo corto**. Aun cuando Ucrania termine capitulando, existe la posibilidad de que Rusia no se detenga y repita la secuencia en otros países vecinos. En forma inversa, en caso de que Ucrania continúe resistiendo, no hay indicios claros de que las sanciones aplicadas debilitarán lo suficiente a Rusia para obligarla a abandonar sus planes. En última instancia, aun en el caso de que se encuentre una solución de compromiso para restableciera la paz entre Ucrania y Rusia, **en el mundo se están intensificando otros conflictos geopolíticos graves, capaces de derivar en enfrentamientos bélicos**. El principal es el de China y Taiwán, en el que se pueden reconocer aristas similares al que se está desarrollando en Europa Oriental. Una potencia con aspiraciones de poder que busca recuperar un territorio que históricamente considera propio, y que representa una amenaza para su seguridad. Pero no es el único. China también está involucrada en el conflicto del Mar del Sur de China con sus vecinos del sudeste asiático, así como con India en el Himalaya, donde hay enfrentamientos desde hace más de un año. Todo esto puede estar indicando que **el mundo unipolar de las últimas décadas, con el liderazgo indiscutido de EE.UU. ha llegado a su fin, dando lugar a un esquema multipolar, en el que Rusia y China buscan desafiarlo, provocando un estado de conflictividad casi permanente**.

2. *La reacción de Rusia: medidas defensivas, represalias y China como alternativa a las sanciones.*

Las sanciones económicas impuestas por EE. UU. y sus aliados provocaron en un shock financiero negativo de grandes proporciones para la economía rusa. El rublo se depreció un 35% en menos de una semana (véase el gráfico 3), y se registraron filas de clientes en cajeros automáticos que enfrentaron dificultades para realizar pagos con tarjetas de crédito y con sistemas digitales de pago.

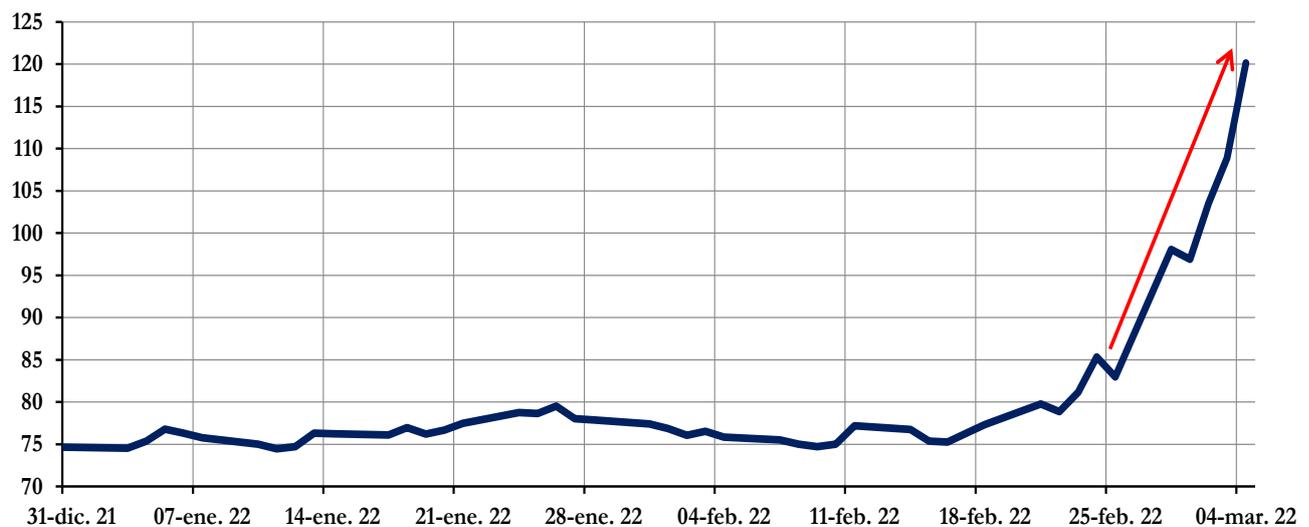
La tasa de rendimiento de los bonos soberanos en rublos se disparó, pasando la tasa a 10 años de 9,5% a 12,5%, y el riesgo de default soberano en moneda extranjera aumentó exponencialmente, pasando el CDS a 5 años de 200 a 1650 puntos. A nivel de la economía real se prevé escasez de una gran cantidad de productos de consumo y ya se advierte una caída importante en la demanda en sectores de servicios como los restaurantes. Algunas estimaciones, en base a shocks negativos previos sufridos por la economía rusa, como el default de la deuda de 1997, la crisis financiera internacional de 2008-2009 y la pandemia del COVID en 2020, apuntan a una caída del PIB del orden del 9%.

Para contener la corrida sobre el rublo que podía poner en peligro la estabilidad del sistema bancario, el banco central subió la tasa de política monetaria de 9,5% a 20%, mientras que el ministerio de finanzas estableció un control de capitales que frena las transferencias de moneda extranjera al exterior. Posteriormente se fijó un cargo de 30% a la compra de moneda extranjera, que en la práctica opera igual que el “impuesto país” en Argentina. También por decisión del banco central se suspendió a partir del 28 de febrero la operatoria de la Bolsa de Moscú (al cierre del 4 de marzo sigue suspendida).

Adicionalmente, el banco central prohibió el pago de intereses y amortizaciones de bonos soberanos en moneda local a tenedores extranjeros. Desde que los bonos soberanos rusos en moneda local fueran aceptados en las

principales entidades globales de custodia y liquidación de títulos como Euroclear, los inversores extranjeros aumentaron su participación en dicho mercado.

GRÁFICO 3. TIPO DE CAMBIO RUBLOS POR DÓLAR



Fuente: Bloomberg

En la actualidad los fondos de inversión extranjeros poseen el equivalente a U\$S 29.000 M en bonos soberanos en rublos, lo que representa el 19% del valor total de los bonos emitidos y en circulación. Ahora, quedan expuestos a un virtual default. En modo similar, tanto el gobierno como las empresas rusas cuentan con deuda emitida en moneda extranjera, por un monto agregado de **U\$S 259.000 M** (U\$S 49.000 M corresponden a bonos soberanos), cuyos pagos de vencimientos, que en los próximos 3 meses ascienden a U\$S 9.000 M, enfrentan un alto riesgo de no poder concretarse.

Debido a las restricciones a la transferencia de divisas al exterior por parte del gobierno ruso, las empresas deberían contar con dólares en el exterior para poder pagar y, aun en ese caso, no está claro como podrán hacerlo debido a las restricciones que las sanciones de Occidente imponen a la operatoria de las empresas rusas en el exterior.

Ante esta situación, **las calificadoras internacionales de riesgo han reducido drásticamente la calificación de la deuda soberana de Rusia en moneda local y extranjera.** Standard & Poors bajó ambas calificaciones desde BB+ a CCC-, último escalón antes del default, y Fitch de BBB a B, con perspectiva negativa. Por otra parte, MSCI retiró a Rusia de los índices de acciones de Mercados Emergentes y lo incluyó en la categoría “Standalone”, la misma en la que incluyó a Argentina el año pasado por los controles de capitales. **Moody’s, a su vez, recortó la calificación de la deuda rusa el 3 de marzo en 6 niveles, de Baa3 a B3, y el domingo 6 de marzo otros 4 niveles: de B3 a Ca, la penúltima antes de default².**

El sábado 5 de marzo el gobierno ruso emitió un decreto por el cual los pagos de deuda en moneda extranjera a acreedores de países que apliquen sanciones a Rusia se efectivizarán en rublos, a la paridad oficial, no la de mercado. La razón es simple: que el núcleo de los **U\$S 640.000 M de reservas internacionales se encuentran depositados (y por las sanciones, congelados) en EE. UU., Canadá, Reino Unido y la Unión Europea.**

Al cierre de este informe la petrolera **Rosfnet** debía cancelar una obligación por U\$S 2.000 M, y una filial en Luxemburgo de la empresa **Gazprom** se aprestaba a amortizar un bono por U\$S 1.300 M, y cancelar un cupón de intereses de otro título en francos suizos. Pero el anuncio oficial implica que los pagos se harían, probablemente en rublos. Y el 16 de marzo el Tesoro ruso enfrenta el vencimiento de U\$S 117 M de intereses de dos bonos. Si bien cuenta con 30 días de gracia para pagarlos **el incumplimiento a esa fecha de dicho pago podría disparar la ejecución de los contratos de seguro contra default (Credit Default Swaps o CDS) que hoy se estima que han sido adquiridos por tenedores de bonos rusos por unos U\$S 41.000 M.**

² En la escala de Moody’s, la calificación Ca significa que la deuda es “altamente especulativa, probablemente en default, o casi, con alguna perspectiva de pago de capital e intereses”.

Los vencimientos de bonos que siguen a dicho pago del 16 de marzo son los de los siguientes emisores de deuda pública y corporativa (en millones de dólares equivalentes):

• 21 de marzo:	Gobierno de Rusia	Intereses	U\$S 65,6 M
• 28 de marzo:	Gobierno de Rusia	Intereses	U\$S 102,0 M
• 28 de marzo:	Polyus Finance PLC	Amort. de capital	U\$S 428,8 M
• 31 de marzo:	Gobierno de Rusia	Intereses	U\$S 87,5 M
• 4 de abril:	Gobierno de Rusia	Intereses	U\$S 129,4 M
• 4 de abril:	Gobierno de Rusia	Amort. de capital	U\$S 2.000,0 M
• 5 de abril:	Russian Railways Via RZC Capital PLC	Amort. de capital	U\$S 624,6 M
• 7 de abril:	Borets Finance DAC	Amort. de capital	U\$S 155,6 M
• 8 de abril:	MMC Norilsk Nickel OJSC		
	Via MMC Finance DAC	Amort. de capital	U\$S 500,0 M
• 27 de mayo:	Gobierno de Rusia	Intereses	U\$S 103,6 M

Según el decreto los deudores pueden pedir a un banco ruso que abra una cuenta en rublos a nombre de cada acreedor que se presente al cobro para acreditarle el pago en rublos, y esto se aplica para todo pago **que supere los 10 M de rublos (U\$S 81.358) por mes**. El Banco Central ruso informó el domingo 6 de marzo que los acreedores de países que no han impuesto sanciones a Rusia son los que podrán cobrar en la moneda en la que está denominado cada bono, pero sólo si el deudor obtiene un permiso especial del gobierno ruso para hacerlo. Desde el inicio del conflicto rige un rígido control de cambios y de capitales, y **desde este sábado 5 de marzo las transferencias al exterior por persona están limitadas a un máximo de U\$S 5.000 por mes por persona**.

Frente a la escasez de suministros importados y la pérdida de ingresos por exportaciones provocadas por las sanciones, se plantea la búsqueda de **alianzas comerciales alternativas que le permitan compensar, al menos en parte, la interrupción del comercio con Occidente, en especial con la Unión Europea** que es el principal socio comercial de Rusia. Ahí **aparece en primer plano China**, con quien Rusia ha estrechado lazos estratégicos desde el 2014, pero que todavía representa para Rusia solo la mitad del intercambio comercial con la Unión Europea.

El primer ejemplo de esta alternativa es el anuncio por parte de China del levantamiento de todas las restricciones a la importación de trigo de Rusia, que estaba frenada por consideraciones fitosanitarias, el día siguiente a la invasión a Ucrania. Es cierto que en el corto plazo China no puede reemplazar las exportaciones de gas de Rusia a Europa, **pero a mediano plazo eso podría mejorar gracias a la construcción del nuevo gasoducto Power of Siberia II, aprobado por China**. Si bien la alternativa de China no parece la panacea para Rusia, constituye un paliativo que le puede ayudar a soportar las sanciones mientras sostiene el esfuerzo militar en Ucrania.

3. Impacto en la economía global: la guerra agrava los problemas preexistentes y crea nuevos.

La guerra llega en un momento en que la economía global enfrentaba un proceso de aceleración inflacionaria inédito en casi cuatro décadas. Políticas fiscales y monetarias ultra-expansivas para contrarrestar el impacto negativo de la pandemia del COVID, subas de precios de *commodities*, cuellos de botella en las cadenas productivas y logísticas integradas globalmente, figuran entre las causas de dicho proceso. Algunos de los cuellos de botella en la oferta habían comenzado a normalizarse y los bancos centrales se aprestaban a comenzar a reducir los estímulos monetarios, por lo que había expectativas de que la inflación empezara a moderarse con el transcurso del año. Lamentablemente, la guerra aleja esta perspectiva, ya que **viene a agravar los motores inflacionarios**.

En primer lugar, desde la escalada de las tensiones en la frontera de Rusia y Ucrania a mediados de febrero, se aceleró en forma exponencial la suba de precios de las materias primas. Ya se expuso anteriormente el salto de 25% que registró el precio del crudo. Pero también se registraron subas fuertes en los *commodities* agrícolas por la incidencia de Rusia y Ucrania en la producción y comercio mundial de cereales, mientras que los metales preciosos como el oro y la plata vieron impulsados sus precios por sus características de activos de protección ante situaciones de crisis (véase el cuadro 4).

En períodos de baja inflación, una suba de los precios de *commodities* provocada por un shock transitorio como una guerra, no anticipa necesariamente una aceleración inflacionaria sostenida. Ahora esta suba se produce sobre una dinámica inflacionaria que ya mostraba más de un año de aceleración, por lo que puede contribuir a desanclar las expectativas de inflación, consolidando un régimen de inflación más elevada.

CUADRO 4. VARIACIONES DE PRECIOS DE LOS PRINCIPALES COMMODITIES

En porcentaje	Variación de precios desde:	
	18/2/2022	31/12/2021
<u>Energía</u>		
Crudo WTI	26,5	49,7
Gas Natural	14,5	41,6
<u>Agrícolas</u>		
Soja	3,6	24,0
Maíz	15,5	27,1
Trigo	50,4	56,9
<u>Metales Preciosos</u>		
Oro	3,5	7,5
Plata	7,3	10,4
<u>Metales Industriales</u>		
Cobre	9,1	10,6
Aluminio	18,2	37,3
Nickel	20,6	40,1

Fuente: Bloomberg

En segundo lugar, la guerra significa un nuevo golpe a las cadenas de producción y logística integradas a nivel global, justo cuando estaban empezando a reponerse del impacto de la pandemia. En efecto, como se mencionó anteriormente, Rusia es el máximo o segundo productor mundial de diferentes *commodities* industriales que constituyen insumos críticos para la industria automotriz (en baterías y piezas de los autos eléctricos, entre las principales).

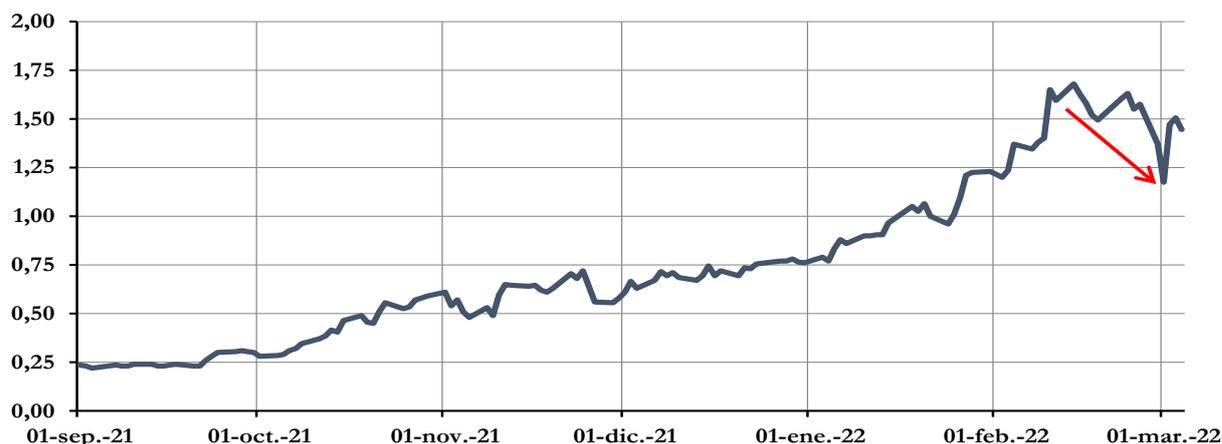
La guerra y el temor del sector privado a comerciar con Rusia para no exponerse a violar las sanciones ha interrumpido su suministro, justo cuando la industria automotriz estaba normalizando la provisión de semiconductores que había frenado la producción de autos a lo largo de 2021. En Europa, ya ha habido interrupciones en la producción por este motivo, al extremo que Porsche y BMW anunciaron el cierre de algunas de sus plantas. En términos más generales, la guerra contribuirá aún más al desmantelamiento de las cadenas de producción global, provocando renacionalizaciones o relocalizaciones a regiones cercanas a los principales centros de consumo, lo que impedirá la optimización de costos que facilitó la globalización.

En tercer término, la guerra pone en duda la voluntad de los bancos centrales de reducir los estímulos monetarios todo lo que sea necesario para contener la inflación, algo que parecía claro hace pocas semanas atrás. La potencial inestabilidad de los mercados financieros ante la incertidumbre provocada por la guerra, así como la necesidad de asistir a entidades financieras y eventualmente algunas corporaciones para mitigar el riesgo de contagio, son razones poderosas que podrían llevar a los bancos centrales a postergar la normalización de la política monetaria, a riesgo de que se arruine su reputación de compromiso con la estabilidad de precios y las expectativas inflacionarias empiecen a desbordarse.

En EE.UU. los futuros de tasa de Fondos Federales, que habían empezado a incorporar crecientemente la posibilidad de que la primera suba de tasas en la reunión de la Fed del próximo 16 de marzo sea de 50 pb, se han retraído y ahora ni siquiera está plenamente descontado que haya una suba de 25 pb (incorpora una probabilidad implícita del 92%). Del mismo modo, el futuro de tasa de Fondos Federales de diciembre de 2022 bajó de 1,68% a 1,18% inmediatamente después de la invasión, aunque posteriormente volvió a 1,40%, tras el discurso de Powell en el que afirmó que, pese al aumento de la incertidumbre por la guerra, es necesario subir las tasas (véase el gráfico 4).

Está por verse si Powell está en condiciones de cumplir con su palabra, especialmente si los requerimientos de un mayor gasto militar aumentan el problema de la dominancia fiscal, dado que la suba de tasas encarece el financiamiento de un gobierno de EE. UU. que ya presenta un nivel de endeudamiento elevado, del orden del 100% del PIB.

GRÁFICO 4. EE-UU.: TASA DEL FUTURO DE FONDOS FEDERALES A DICIEMBRE DE 2022 (%)



Fuente: Bloomberg

Las dudas respecto a la convicción de la Fed para subir las tasas y combatir la inflación se han reflejado en un incipiente aumento de las expectativas inflacionarias, medidas por el diferencial entre la tasa de rendimiento nominal y real de los bonos del Tesoro a 10 años (medida denominada en la jerga financiera como “inflación implícita” o “*break-even inflation*”), que desde mediados de febrero pasó de 2,43% a 2,7%, cerca del máximo reciente alcanzado en noviembre de 2021 (ver gráfico 5).

GRÁFICO 5. EE-UU.: INFLACIÓN IMPLÍCITA EN LOS BONOS DEL TESORO A 10 AÑOS (%)



Fuente: Bloomberg

Además de agravar el problema inflacionario, la guerra implica un shock negativo para la actividad económica. La reducción en el comercio internacional, las restricciones en la provisión de insumos, la caída de los ingresos reales por la aceleración de la inflación, el impacto negativo de la incertidumbre sobre las decisiones de consumo e inversión de familias y empresas, todo apunta a una desaceleración en el ritmo de crecimiento de la economía global. Algunas estimaciones, como la de los economistas de JPMorgan, apunta a una reducción de 1% en la tasa de crecimiento del PIB mundial, junto con un aumento de 1% en la inflación global. También el FMI ha advertido sobre el impacto negativo en actividad económica e inflación de la guerra. **Todo apunta en que el riesgo de estanflación que se venía gestando desde la salida de la pandemia, ha aumentado significativamente.**

En términos regionales, la Eurozona es la más afectada. La restricción en la provisión de gas, el encarecimiento generalizado de la energía, el impacto negativo en la producción industrial por la interrupción en el suministro de insumos, la pérdida de comercio internacional y la desvalorización de las inversiones en los países de Europa oriental, apuntan a que la presión inflacionaria y el freno en el nivel de actividad serán mayores que en otras regiones. Para peor, la Eurozona arrastra la desventaja de que, a diferencia de China, EE.UU. y otros países desarrollados y emergentes, todavía no ha retornado al nivel de actividad consistente con la tendencia previa a la pandemia. Adicionalmente, los países de la Unión Europea, con Alemania a la cabeza, enfrentan el desafío de absorber el aumento de erogaciones fiscales que representa la necesidad de remilitarizarse para neutralizar la amenaza rusa. Todo esto ha repercutido negativamente en la

cotización del euro en los mercados de divisas. Frente al USD, el Euro se ha depreciado un 5% desde mediados de febrero a 1,09 dólares por euro, nivel que no tocaba desde mayo de 2020, en los peores momentos de la pandemia (ver gráfico 6).

GRÁFICO 6. EVOLUCIÓN DEL EURO FRENTE AL DÓLAR – DÓLARES POR EURO-



Fuente: Bloomberg

En el otro extremo, la suba de precios de *commodities* mejora la posición relativa de Latinoamérica. La región continúa siendo fuertemente dependiente de la exportación de materias primas. El cambio del ciclo de precios internacionales desde 2011 tuvo un profundo impacto negativo en todos los países de la región, independientemente de los diferentes regímenes políticos y económicos en cada uno de ellos. Menor ritmo de crecimiento económico, freno en la inversión extranjera directa, deterioro de las cuentas públicas y externas, caída de los ingresos reales, son fenómenos que en mayor o menor medida se han repetido en la última década, agravados en 2020 por el impacto de la pandemia. La recuperación facilitada por la reapertura de las economías no ha alcanzado ni remotamente a revertir el panorama decepcionante a nivel social, lo que se ha reflejado en los procesos políticos, con cambios de signo en los gobiernos de Ecuador, Perú y Chile, derrota del oficialismo en las elecciones parlamentarias en Argentina, y **perspectivas en la misma dirección para las elecciones presidenciales a celebrarse este año en Colombia y Brasil.**

En este contexto, la mejora de los términos de intercambio que impulsa la suba reciente de los precios de *commodities*, propulsada aún más desde el inicio de la guerra, constituye una buena noticia, ya que genera expectativas de reversión del proceso negativo de la última década, y que eventualmente se recreen las condiciones favorables del período 2002-2008, el mejor para la región en varias décadas. Esto se ha visto reflejado principalmente en las monedas de los países latinoamericanos, que muestran una apreciación frente al USD, a pesar de que el USD se ha fortalecido en términos multilaterales. En el gráfico 7 se puede observar el caso del real brasileño, que presenta un proceso de apreciación pronunciada desde principios de 2022, que se ha visto brevemente interrumpido a inicios de la guerra, pero donde no se advierte un cambio de tendencia.

GRÁFICO 7. TIPO DE CAMBIO EN BRASIL -REALES POR DÓLAR-



Fuente: Bloomberg

En primera instancia, la apreciación cambiaria es un desarrollo positivo para el contexto macroeconómico, ya que contribuye a contener la inflación, frenar el deterioro de los ingresos reales y estabilizar las cuentas públicas. Las experiencias previas muestran que si dicho proceso de apreciación se profundiza y extiende en el tiempo termina siendo contraproducente porque destruye la competitividad del resto de los sectores de la economía, pero por el momento es bienvenido. También los índices accionarios de la región se han visto favorecidos por la elevada incidencia de empresas productoras de materias primas, que han aumentado su valuación de la mano de la mejora de precios de sus productos. En cambio, los indicadores de riesgo soberano aun no muestran una mejora, influidos por el deterioro a nivel global de las inversiones en renta fija.

Esto muestra que **Latinoamérica tampoco puede permanecer aislada del deterioro de la economía global, pero por el momento disfruta de un “veranito” gracias a los precios de las materias primas.**

ANEXO

GUIA AL CONFLICTO ENTRE RUSIA Y UCRANIA

Héctor Rubini

Puntos clave del conflicto

Inicio del conflicto: inicialmente fue la controversia entre los gobiernos de Rusia y Ucrania por el control de dos provincias ucranianas, Donetsk y Lugansk, en el este del país. Habitualmente se la conoce como región del “Donbass (expresión abreviada de “cuenca carbonífera del río Donetsk”). Esta región incluía en la ex Unión Soviética la actual provincia rusa de Rostov³. Es una región carbonífera y metalúrgica con gran actividad minera desde el siglo XIX, y cuya industrialización desde el siglo XX atrajo trabajadores de varias regiones de Rusia. Esto dio lugar al predominio hasta el presente de una mayoría de población ruso-parlante (alrededor del 70%), de religión ortodoxa rusa, y culturalmente con más apego a las costumbres y vida de Rusia que hacia el resto de Ucrania.

El problema de la región del Donbass y la invasión a Ucrania: según el presidente ruso Vladimir Putin, debió reconocerse la independencia de las regiones del Donbass como “repúblicas independientes” debido a que Ucrania ha ignorado esas regiones y los atentados y crímenes contra la población rusa desde la caída del gobierno ucraniano de Yanukovich en 2014 (en el discurso de Putin, el “golpe de estado” de 2014). De ahí el progresivo apoyo financiero y armado a las guerrillas separatistas de Donetsk y Lugansk y la movilización de tropas rusas rodeando a Ucrania de los últimos meses con fines “pacificadores”, además de la preocupación por el avance de la OTAN hacia sus fronteras rusas y la inadmisibles incorporación de Ucrania a dicha alianza militar.

Importancia de la región del Donbass: Donetsk y Lugansk (ahora autoproclamadas Repúblicas Populares) eran las dos regiones de mayor actividad industrial y de mayores reservas de carbón de Ucrania. La provincia de Donetsk tiene 4,1 M de habitantes (la de mayor densidad poblacional del país), y la de Lugansk 2,1 M de habitantes. Aunque siempre lo ha negado el gobierno ruso, diversos informes de inteligencia de países occidentales y testimonios periodísticos han observado el accionar no sólo de guerrillas separatistas sino de oficiales militares rusos en ambas provincias ucranianas desde abril de 2014. Los mismos que se habían calmado bastante entre 2019 y mediados del año pasado se intensificaron desde octubre de 2020, al mismo tiempo que aumentaba la presencia de fuerzas militares rusas en la frontera con Ucrania. Las negociaciones entre ambas partes llevaron a los acuerdos firmados en Minsk (Bielorrusia), cuya violación (según el gobierno ruso) de los sucesivos gobiernos ucranianos justifica (según Putin) los ataques armados en curso de Rusia a Ucrania.

Acuerdo de Minsk I: firmado en septiembre de 2014 por el Grupo de Contacto Trilateral (representantes de los gobiernos de Ucrania, Rusia y de la Organización para la Seguridad y la Cooperación en Europa (OSCE), con la mediación de Francia y Alemania. Los rebeldes rusos y el gobierno ucraniano firmaron un acuerdo de 12 puntos para el cese del fuego, intercambio de prisioneros, asistencia humanitaria y desarme en el Donbass. Los diversos incumplimientos de ucranianos y rusos hicieron fracasar el acuerdo, y luego de meses de hostilidades se debió iniciar otra ronda de negociaciones.

Acuerdo de Minsk II: firmado en febrero de 2015 entre representantes de Ucrania, Rusia, la OSCE, y los líderes separatistas de Lugansk y Donetsk. Es un acuerdo de 13 puntos para un cese del fuego, retiro de armas, tropas y mercenarios de la región, monitoreo de la OSCE, diálogo formal para un gobierno interino autónomo en Donetsk y otro en Lugansk conforme a las leyes de Ucrania, ayuda humanitaria, intercambio de rehenes y prisioneros, reconocimiento parlamentario por parte de Ucrania de un status especial para ambas regiones, reforma constitucional en Ucrania que contemple una descentralización del país, con especial mención y consideración de ambas Donetsk y Lugansk, retirada de tropas rusas y control de la frontera con Rusia a cargo del gobierno de Ucrania. **El acuerdo de Minsk II también fracasó y las interpretaciones de los gobiernos de Rusia y Ucrania son contradictorias entre sí**

La interpretación del gobierno de Rusia: por el acuerdo Minsk II Ucrania debía garantizar total autonomía a los rebeldes del Donbass y plena representación en el gobierno ucraniano, lo que implicaría, de facto, la directa injerencia de Rusia en la política interior ucraniana. Una vez concretado este paso, recién entonces Rusia tendría la obligación efectiva de retirar tropas y dejar al gobierno ucraniano el total control de la frontera del Donbass con la Federación Rusa. Rusia no retiró el apoyo a las milicias rebeldes, y movilizó tropas porque, según esta interpretación, Ucrania no cumplió con lo firmado en el acuerdo, y de esa forma dio vía libre a los enfrentamientos que llevaron a más de 14.000 muertos en 8 años y el

³ En la ex Unión Soviética, la provincia de Donetsk se llamaba Stalino y Lugansk tenía el nombre de Voroshilvgrado.

desplazamiento de casi 1,5 M de personas a Rusia. El núcleo del argumento ruso es que el Minsk II reconoce a Ucrania una soberanía limitada, parcial.

La interpretación del gobierno de Ucrania: el acuerdo Minsk II taxativamente establece una secuencia clara: primero que Ucrania desde tome control efectivo de la región, luego de la frontera de Donbass con Rusia, luego llamar a elecciones en ambas provincias, y después de las mismas proceder a una entrega limitada de poder efectivo a los rebeldes (que ganarían en principio tales comicios que nunca se realizaron). Según el gobierno ucraniano, el acuerdo Minsk II le reconoce plena soberanía sobre el Donbass.

La realidad ex post: El acuerdo Minsk II es ambiguo, redactado de manera imprecisa, y eso es lo que ha generado esta divergencia de interpretaciones, que no se ha tratado de renegociar a posteriori.

Ucrania no quiso ajustarse plenamente a sus cláusulas porque podría ser una fuente de reclamos análogos de otras regiones, lo que podría conducir a la desintegración parcial (al menos) del país. En el escenario político ucraniano, cualquier gobierno o partido político que reconozca la “soberanía” de las autodenominadas Repúblicas Populares de Donetsk y Lugansk, perdería apoyo electoral de manera irremediable.

Por el lado de Rusia, siempre se ha preferido que se cumpla taxativamente (acorde a la interpretación de Moscú), como garantía de la protección de la población pro-rusa en el Donbass. Pero el objetivo claro es el de someter a Ucrania a la dependencia única de los políticos y empresarios rusos, y particularmente de los del “círculo rojo” de Putin, que engloban este conflicto dentro de lo que perciben como amenaza creciente de la OTAN. Según Moscú su expansión significó la violación de acuerdos escritos y verbales con Estados Unidos después de la caída de la Unión Soviética y la actitud “rebelde” de Ucrania no respondería a los intereses de la población ucraniana sino a la influencia de los gobiernos de Norteamérica y de la Unión Europea.

La invasión a Ucrania es, según Moscú, un “ataque defensivo” y preventivo para proteger a la población rusa, o descendiente de rusos del Donbass, evitar que Ucrania integre la OTAN y que dicha alianza militar instale bases militares contra la frontera con Rusia. Según Kyiv, un paso más de una estrategia permanente de Rusia para anexar Ucrania, hacerla desaparecer como país independiente, y forzar a la salida del país de los ucranianos que no tengan ascendencia rusa, o no se sometan a la dependencia de Moscú.

Bitácora histórica

1991: Leonid Kravchuk, titular de la República Soviética de Ucrania declara la independencia de Ucrania. La misma es aprobada en un referéndum y Kravchuk es electo presidente.

1994: Leonid Kuchma derrota a Kravchuk en elecciones limpias.

1999: Kuchma es reelecto en una elección plagada de irregularidades.

2004: El candidato pro-ruso Viktor Yanukovich gana en elecciones irregulares que desatan la Revolución Naranja que forzó a una repetición del comicio y se impone el ex primer ministro pro Occidente Viktor Yuschenko.

2005: Asume Yuschenko prometiendo un alejamiento del Kremlin, incorporar Ucrania a la Unión Europea e integrar la OTAN. Además nombra como primer ministro a la economista y ex titular de la empresa estatal de energía Yulia Tymoshenko, quien fue destituida 9 meses después, por internas después de intentar privatizar empresas a precios inferiores a los estimados como “de mercado”.

2008: La OTAN manifiesta al gobierno ucraniano que algún día pasará a ser miembro de la alianza militar.

2010: Elección presidencial: el pro-ruso Yanukovich derrota a Tymoshenko. Rusia y Ucrania acuerdan extender de 2017 hasta 2042 el año final de uso del puerto de Sevastopol (Crimea) por la flota rusa del Mar Negro a cambio de una rebaja del precio del gas natural ruso vendido a Ucrania.

2013: El gobierno de Yanukovich suspende las negociaciones para asociarse a la Unión Europea en noviembre y gira hacia un vínculo más cercano con Rusia, lo que desata meses de protestas en Kyiv (con foco en la plaza Maidan, que pasó el año siguiente a conocerse como Euromaidan). Yanukovich inicia negociaciones con Vladimir Putin para una “asociación estratégica” con Rusia. Estallan en diciembre las protestas en la plaza de la Independencia de Kyiv. Putin acuerda comprar deuda ucraniana por U\$S 15.000 M y reducir en 1/3 el precio del gas importado por Ucrania.

2014: Las protestas se tornan violentas, con docenas de manifestantes muertos. El gobierno ruso acusa al de EE.UU. de estar promoviendo un golpe de estado en Ucrania. En febrero el parlamento es destituido y Yanukovich huye a Rusia. El gobierno ruso pone en alerta máxima a 150.000 soldados y a fin de febrero el parlamento ruso autoriza a Putin a invadir Crimea. Grupos armados toman el Parlamento de Crimea e izan la bandera rusa. Rusia envía tropas a Crimea, donde luego de un discutible referéndum local, el gobierno ruso se anexó la península de Crimea en marzo. En mayo los separatistas rusos de los distritos de Lugansk y Donetsk celebran un referéndum por el que se declararon independientes de Ucrania. Se inician enfrentamientos entre guerrilleros pro-rusos de Donbass y fuerzas de seguridad ucranianas. Surgen separatistas pro-rusos en Odessa, primer puerto ucraniano, al sudoeste del país. El 2 de mayo 42 pro-rusos fueron asesinados y quemados por miembros del grupos pro-nazi “Sector de Derecha” en una sede sindical de esa ciudad. Aparece el grupo o “batallón” de Azov, nacionalistas ucranianos pro-nazis que se incorporaron a la Guardia Nacional de Ucrania para combatir contra las milicias pro-rusas en el Donbass. Inicialmente el grupod de Azov habría sido financiado por Igor Kolomoisky, un multimillonario del sector de la energía, gobernador por entonces de la provincia de Dnipropetrovsk que también habría impulsado otros grupos análogos (Dnipro 1, Dnipro 2, Aidar y Donbass). También se sospechaba de otro oligarca local, Serhiy Taruta, gobernador de Donetsk como financiador de milicias pro-nazis. Estos grupos han combatido contra las guerrillas pro-rusas hasta la actualidad, pero también atacado a la población civil del Donbass y sus propiedades, lo que ha motivado una fuerte irritación del gobierno de Rusia. En mayo se celebran elecciones presidenciales y triunfa el pro-Occidente Petro Poroshenko. En julio un misil derriba al avión civil MH17 (298 fallecidos) que había partido de Amsterdam rumbo a Kuala Lumpur. Rusia negó el involucramiento, si bien toda la evidencia hasta el presente indica que el misil fue lanzado desde Rusia.

2017: Se celebra un acuerdo asociativo entre Ucrania y la Unión Europea. El bloque permitió el libre comercio de bienes y servicios con Ucrania y otorgó el ingreso de turistas ucranianos sin pedido previo de visas.

2019: Aparece una nueva iglesia Ortodoxa Ucraniana reconocida por Kyiv, lo que genera fuerte malestar en Moscú. Elecciones presidenciales en Ucrania en abril: se impuso el ex-actor cómico Voldymir Zelenskiy sobre Poroshenko, prometiendo luchar contra la corrupción y terminar la guerra en el este de Ucrania. En julio su partido “Servidor del Pueblo” ganó las elecciones parlamentarias. El presidente de EE.UU. Donald Trump pidió a Zelenskiy que investigue a Joe Biden (candidato presidencial) y a los negocios de su hijo Hunter Biden en Ucrania.

2020: en marzo comienza el primer confinamiento por el COVID-19. En julio el FMI le otorga un préstamo de U\$S 5.000 M para evitar un default de la deuda, dada la recesión en los meses de la pandemia.

2021: en enero Zelenskiy se contacta con el presidente de EE. UU., Joe Biden para solicitar el ingreso de Ucrania a la OTAN. En febrero el gobierno ucraniano aplica sanciones a Viktor Medvedchuk, el líder opositor más abiertamente alineado al Kremlin, y prohíbe las cadenas de televisión pro-rusas ZIK, NewsOne y 112 Ukraine. Rusia envía tropas cerca de la frontera de Ucrania para aparentes ejercicios militares.

En marzo, el ministro del interior de Ucrania Dmytro Kuleba anunció la aprobación de una estrategia para recuperar Crimea.

En abril Zelenskiy ofreció la dirección del Servicio de Seguridad de Odessa a Serhiy Sternenko, uno de los neo-nazis involucrados en la masacre de pro-rusos en esa ciudad de mayo de 2014. En octubre las fuerzas ucranianas atacan a separatistas del Donbass usando por primera vez drones de origen turco Bayraktar TB2, irritando al gobierno ruso, que respondió enviando más tropas a la frontera con Ucrania.

En diciembre Biden advierte a Rusia de sanciones económicas si invade Ucrania. El gobierno ruso presentó a la OTAN demandas de mayor seguridad para Rusia y exigió garantías de renuncia a toda actividad militar en Ucrania y en Europa Oriental.

2022:

14 de enero: varios sitios web del gobierno ucraniano son hackeados con el mensaje “tengan miedo y esperen lo peor”. El

17 de enero: llegan tropas rusas a Bielorrusia para ejercicios conjuntos.

24 de enero: las fuerzas de la OTAN se ponen en alerta y refuerzan la presencia de aviones y buques de guerra en Europa Oriental.

26 de enero: el gobierno de EE. UU. respondió a Moscú ofreciendo discusiones “pragmáticas” con Rusia. Dos días después el presidente ruso afirma que las demandas de mayor seguridad de Rusia fueron ignoradas y que la OTAN pone en peligro a Rusia con sistemas de defensa cerca de las fronteras rusas.

2 de febrero: EE.UU. anuncia el envío de 3.000 soldados a Polonia y Rumania. Dos días después Putin obtiene el apoyo del gobierno de China para sus reclamos de que Ucrania no se incorpore a la OTAN. El 9 de febrero Biden dijo que todo puede “enloquecer rápidamente” en la región, mientras el Departamento de Estado recomendó a los estadounidenses en

Ucrania que abandonen el país. El 15 el gobierno ruso se burló de los medios británicos que afirmaban que Rusia iba a invadir Ucrania el 16 de febrero. El parlamento ruso le pidió a Putin que reconozca la independencia de Donetsk y Lugansk, en el este de Ucrania. El 18 de febrero el embajador en Europa de la Organización para la Seguridad y Cooperación de Europa Michael Carpenter dijo que Rusia ha concentrado entre 170.000 y 190.000 soldados en las fronteras con Ucrania. Al día siguiente el gobierno ruso inició ejercicios con misiles de largo alcance.

21 de febrero: el presidente de Francia Macron dice que Biden y Putin acordaron una cumbre sobre Ucrania. Pero Putin firma decretos que reconocen a las regiones separatistas ucranianas como repúblicas independientes. En un discurso televisado afirmó que Ucrania es parte integral de la historia rusa, nunca tuvo antecedentes históricos de ser un país genuinamente independiente, y que está gobernado por un gobierno títere manejado por potencias extranjeras.

22 de febrero: EE. UU. el Reino Unido y sus aliados aprueban sanciones sobre algunos legisladores, bancos y acticos en el exterior de rusos. Alemania suspende los trámites para certificar y hacer operativo el gasoducto Nord Stream2. A su vez, Putin exigió a Ucrania que desmilitarice el Donbass por haber roto lo previsto en los acuerdos de Minsk. El 23 los líderes separatistas rusos del Donbass le piden a Moscú ayuda para enfrentar la agresión del ejército ucraniano.

24 de febrero: el presidente ruso anunció por TV “operaciones militares especiales” en Ucrania con el objetivo de “desmilitarizarla”, no ocuparla, y exigió a las fuerzas ucranianas que depongan sus armas. Rusia inició la invasión plena contra Ucrania y los gobiernos occidentales inician la aplicación gradual de sanciones económicas sin intervenir militarmente, pero varios proveen armas e inteligencia al gobierno de Ucrania. Algunos bancos rusos quedan excluidos del sistema SWIFT, y el índice de la bolsa de Moscú cae 45%. La invasión se concreta una semana después de lo previsto por la prensa británica con nutrido ataque aéreo y de misiles que destruyeron gran parte de las bases aéreas y antimisiles ucranianas.

25 de febrero: el presidente ruso Putin afirmó que Ucrania está gobernada por una “banda de drogadictos y nazis” (el primer mandatario ucraniano Zelenskiy es judío) e instó a las FF. AA. ucranianas a derrocar al gobierno. También afirmó que el eventual ingreso de Suecia y Finlandia a la OTAN tendría consecuencias militares y políticas que exigirían una repuesta de Rusia.

27 de febrero: la Unión Europea cerró su espacio aéreo a toda aeronave rusa y prohibió la difusión (hasta por la vía digital) a los canales de la TV pública rusa Sputnik y Russia Today. Las tropas rusas inician una progresiva guerra de desgaste con misiles y artillería sobre blancos militares y la población civil de varias ciudades. Los ataques más intensos son sobre Kyiv, Kherson, Kharkiv y Mariupol. El 28 comienzan negociaciones breves para alto el fuego entre rusos y ucranianos en Bielorrusia. Hasta el presente todas han fracasado.

1º de marzo: se observa el uso irrestricto de las fuerzas rusas de misiles termo-báricos y bombas de racimo lanzadas sobre la población civil de Ucrania.

3 de marzo: el ejército ruso ataca con misiles a la central atómica de Zaporizhzhya, la más grande de Europa.

5 de marzo: el presidente Putin amenazó con atacar a los países occidentales que impongan una zona de exclusión aérea sobre Ucrania. Emisarios del presidente de EE.UU. arriban a Caracas (Venezuela) para negociar la compra de petróleo al régimen de Nicolás Maduro.

6 de marzo: el presidente ruso reiteró que va a continuar con las acciones militares hasta que Ucrania sea “desmilitarizada y desnazificada”. El gobierno de Ucrania suspendió por tiempo indefinido las exportaciones de trigo, maíz, huevos, aves de corral, azúcar y aceite, salvo cuando se cuente con permisos específicos del Ministerio de Economía de Ucrania. El diario *The Wall Street Journal* reveló que el gobierno ruso está contratando a terroristas sirios para utilizarlos como guerrillas urbanas para aterrorizar a la población civil de Ucrania.

7 de marzo. Ucrania acusó a Rusia de bombardear los corredores humanitarios para la evacuación de civiles. La Unión Europea iniciaría los trámites formales de incorporación al bloque de Ucrania, Moldavia y Georgia.

8 de marzo: el presidente de EE. UU. Joe Biden anunció la prohibición de compras de EE.UU. de petróleo y gas ruso. El gobierno ruso anuncia que responderá cortando el suministro de gas natural a Europa. El primer ministro ruso Alexander Novak afirmó que el precio del petróleo se puede más que duplicar, hasta U\$S 300 por barril.

PRÓXIMOS INDICADORES Y EVENTOS

2022		marzo				
LUNES	MARTES	MIÉRCOLES	JUEVES	VIERNES	SÁBADO	DOMINGO
07	08	09	10	11	12	13
	Bureau of Economic Analysis (EE.UU.): Comercio exterior de bienes y servicios Enero 2022.	INDEC: Índice de producción industrial manufacturero (IPI manufacturero). Enero de 2022. Indicadores de coyuntura de la actividad de la construcción. Enero de 2022. IBGE (Brasil): IPC Nacional Enero 2022. Encuesta mensual de producción industrial	Banco Central Europeo: Reunión de política monetaria. Bureau of Labor Statistics (EE.UU.): IPC Febrero 2022.			
14	15	16	17	18	19	20
	INDEC: IPC Febrero de 2022. Reserva Federal (EE.UU.): Reunión del Comité de Mercado Abierto (FOMC). Banco Central de Brasil: Reunión de Política Monetaria.	Reserva Federal (EE.UU.): Reunión del Comité de Mercado Abierto (FOMC) Bureau of Labor Statistics (EE.UU.): Precios de importación y exportación. Febrero 2022.	Banco de Inglaterra: Reunión de política monetaria. Banco de Japón: Reunión de política monetaria.			
21	22	23	24	25	26	27
	INDEC: Índice del costo de la construcción (ICC). Febrero de 2022 Sistema de índices de precios mayoristas. Febrero de 2022. Balanza de pagos, posición de inversión internacional y deuda externa. 4° trim. 2021.	INDEC: Informe de avance del nivel de actividad. 4° trim. 2021. Mercado de trabajo. Tasas e indicadores socioeconómicos. 4° trim. 2021. Intercambio comercial argentino (ICA). Febrero de 2022.				
28	29	30	31	01	02	03
INDEC: Encuesta de supermercados y autoservicios mayoristas. Enero de 2022. Encuesta nacional de centros de compras. Enero de 2022. Informe de la industria de maquinaria agrícola. 4° trim. 2021.	INDEC: Estimador mensual de actividad económica (EMAE). Enero de 2022. Indicadores del sector energético. 4° trim. 2021.	INDEC: Incidencia de la pobreza y de la indigencia (EPH). 2° sem. 2021.	INDEC: Índice de salarios. Enero de 2022			

2022		abril				
LUNES	MARTES	MIÉRCOLES	JUEVES	VIERNES	SÁBADO	DOMINGO
28	29	30	31	01	02	03
04	05	06	07	08	09	10
	Bureau of Economic Analysis (EE.UU.): Comercio exterior de bienes y servicios. Febrero de 2022.		INDEC: Índice de producción industrial manufacturero (IPI manufacturero). Febrero de 2022. Indicadores de coyuntura de la actividad de la construcción. Febrero de 2022.	IBGE (Brasil): Índice de Precios al Consumidor. Marzo de 2022.		

INDICADORES

Indicador	Feb-21	Mar-21	Abr-21	May-21	Jun-21	Jul-21	Ago-21	Sep-21	Oct-21	Nov-21	Dic-21	Ene-22	Feb-22
Precios													
IPC Nacional (INDEC) Var. % m/m	3,6%	4,8%	4,1%	3,3%	3,2%	3,0%	2,5%	3,5%	3,5%	2,5%	3,8%	3,9%	s/d
IPC Nac. Núcleo Var. % m/m	4,1%	4,5%	4,6%	3,5%	3,6%	3,1%	3,1%	3,3%	3,2%	3,3%	4,4%	3,3%	s/d
IPC Alim. y beb. no alc. Var. % m/m	3,8%	4,6%	4,3%	3,1%	3,2%	3,4%	1,5%	2,9%	3,4%	2,1%	4,3%	4,9%	s/d
IPC Nacional (INDEC) Var. % a/a	40,7%	42,6%	46,3%	48,8%	50,2%	51,8%	51,4%	52,5%	52,1%	51,2%	50,9%	50,7%	s/d
IPC Nac. Núcleo Var. % a/a	43,7%	45,7%	49,8%	52,5%	54,5%	55,4%	55,5%	57,0%	56,6%	55,5%	54,9%	54,0%	s/d
IPC Alim. y beb. no alcohólicas Var. % a/a	43,9%	44,8%	46,4%	49,9%	53,2%	56,4%	53,4%	53,4%	51,4%	50,5%	50,3%	50,5%	s/d
IPC GBA (INDEC) Var. % m/m	3,6%	5,2%	4,1%	3,4%	3,1%	3,1%	2,6%	3,8%	3,8%	2,3%	4,1%	3,9%	s/d
IPC GBA Núcleo Var. % m/m	4,3%	4,3%	4,8%	3,6%	3,5%	3,4%	3,1%	3,4%	3,3%	3,3%	4,6%	3,3%	s/d
IPCBA (CABA) Var. % m/m	2,9%	3,9%	4,0%	3,6%	3,2%	2,9%	2,9%	3,4%	3,7%	2,5%	3,8%	4,0%	s/d
IPC GBA (INDEC) Var. % a/a	38,3%	40,4%	44,2%	46,8%	48,3%	50,4%	50,1%	51,7%	52,0%	50,9%	51,4%	52,4%	s/d
IPC GBA Núcleo Var. % a/a	42,0%	43,5%	48,0%	51,2%	53,0%	54,6%	54,4%	56,2%	56,0%	54,9%	55,1%	55,4%	s/d
IPCBA (CABA) Var. % a/a	33,6%	35,0%	37,8%	41,4%	43,9%	45,8%	46,5%	48,1%	49,9%	49,1%	49,2%	49,5%	s/d
Expectativas de Inflación (UTDT)													
Mediana	45,0	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	45,2	46,3	47,9	50,2	51,4	49,1	48,0	48,6	46,7	50,4	51,3	51,1	50,3
Indicadores Fiscales SPNF (Var. % a/a)													
Ingresos Totales	49,3%	63,1%	92,9%	116,8%	90,3%	73,7%	70,1%	161,4%	69,8%	69,3%	87,3%	47,8%	s/d
Gastos Totales	40,6%	33,4%	14,6%	21,9%	41,0%	47,3%	60,7%	40,1%	84,9%	73,8%	76,5%	71,9%	s/d
Ingr. Primarios (sin Rentas de la Prop.)	50,9%	69,6%	94,7%	108,8%	86,0%	72,2%	67,1%	164,5%	66,8%	65,1%	84,3%	50,2%	s/d
Gastos Primarios	43,4%	36,2%	14,2%	18,3%	40,1%	44,7%	64,8%	42,5%	83,0%	76,0%	77,1%	56,9%	s/d
Recursos tributarios (Var. % a/a)													
Recaudación total	51,9%	72,2%	105,2%	72,7%	69,0%	66,9%	64,2%	61,0%	58,7%	59,5%	73,6%	51,6%	62,8%
Dirección General Impositiva	43,0%	67,4%	108,4%	52,2%	55,1%	51,7%	52,0%	54,4%	48,2%	55,4%	61,7%	45,3%	55,2%
Dirección General de Aduanas	119,3%	131,8%	139,1%	140,6%	125,1%	113,1%	102,8%	73,8%	65,0%	78,1%	84,0%	58,7%	68,5%
Sistema de Seguridad Social	27,2%	34,0%	68,1%	70,2%	52,9%	62,6%	63,7%	63,5%	65,0%	69,7%	67,8%	64,6%	66,1%

Indicador	Feb-21	Mar-21	Abr-21	May-21	Jun-21	Jul-21	Ago-21	Sep-21	Oct-21	Nov-21	Dic-21	Ene-22	Feb-22
Confianza del Consumidor (UTDT)													
Indice	37,7	38,2	35,3	35,4	34,6	37,9	39,8	40,5	40,2	39,7	37,8	40,1	39,4
Var. % m/m	-1,3%	1,3%	-7,5%	0,2%	-2,1%	9,3%	5,0%	1,9%	-0,8%	-1,3%	-4,9%	6,3%	-1,8%
Var. % a/a	-11,8%	-7,4%	-10,0%	-7,9%	-12,2%	-0,8%	-3,8%	0,5%	3,6%	-2,9%	-3,9%	5,1%	4,6%
Indicadores de Actividad													
EMAE (INDEC) Var. % a/a	-2,4%	13,3%	29,5%	14,4%	11,7%	11,8%	12,8%	11,3%	6,7%	9,3%	9,8%	s/d	s/d
Var m/m, sin estacionalidad	-0,7%	0,8%	-1,3%	-1,0%	2,6%	1,4%	1,4%	0,9%	-0,9%	1,7%	0,9%	s/d	s/d
Venta de autos O Km (ADEFA) Var. % a/a	-1,9%	71,0%	297,7%	39,9%	18,6%	8,4%	-8,0%	-26,7%	-24,1%	-11,5%	-16,1%	-26,2%	-4,7%
Var m/m, con estacionalidad	-2,3%	21,3%	-7,7%	-6,2%	0,6%	-13,6%	7,0%	5,5%	-1,6%	10,0%	17,7%	-38,4%	26,2%
Producción Industrial (FIEL) Var. % a/a	1,1%	29,2%	58,5%	33,1%	23,1%	13,8%	12,9%	8,9%	5,2%	7,6%	7,9%	1,9%	s/d
Var m/m, desest.	0,4%	3,3%	0,3%	-1,7%	0,8%	-2,8%	-0,1%	-0,5%	-1,9%	1,7%	1,0%	0,8%	s/d
Producción Industrial (INDEC) Var. % a/a	1,6%	33,4%	56,1%	30,4%	19,5%	12,5%	13,8%	10,1%	4,4%	10,1%	10,1%	s/d	s/d
ISAC (INDEC) Var. % a/a	22,7%	97,6%	321,3%	70,9%	28,6%	19,8%	22,7%	12,4%	8,3%	8,4%	4,6%	s/d	s/d
Construcción (Grupo Construya) Var. % a/a	25,2%	103,7%	366,7%	58,9%	29,3%	7,4%	11,3%	5,5%	-5,0%	6,6%	15,4%	3,9%	s/d
Var. % m/m, desest.	8,2%	-5,1%	6,4%	-0,4%	6,5%	1,1%	-2,5%	-4,6%	7,5%	-1,3%	-6,7%	-5,0%	s/d
Despachos de Cemento (AFCP) Var. % a/a	18,0%	93,5%	134,6%	50,5%	20,6%	21,4%	18,8%	7,4%	6,1%	1,5%	4,1%	-2,0%	15,7%
Indicadores del Sector Externo													
Exportaciones en USD	4.775	5.720	6.143	6.813	7.010	7.252	8.099	7.570	6.863	6.191	6.587	5.547	s/d
Var. % a/a	9,1%	30,5%	41,3%	34,2%	46,5%	47,1%	63,5%	60,1%	46,8%	37,6%	85,9%	12,9%	s/d
Importaciones en USD	3.713	5.320	4.673	5.141	5.909	5.715	5.754	5.886	5.247	5.767	6.216	5.251	s/d
Var. % a/a	16,4%	68,7%	61,5%	62,4%	79,1%	65,6%	64,0%	42,6%	31,0%	40,1%	59,1%	36,6%	s/d
Saldo Comercial en USD	1.062	400	1.470	1.672	1.101	1.537	2.345	1.684	1.616	424	371	296	s/d
Precios Materias Primas BCRA (dic 2001=100)	280,4	283,3	294,3	300,1	311,8	297,9	293,3	279,6	281,7	292,6	295,8	313,9	333,8
Var. % a/a	35,6%	43,8%	60,0%	63,1%	64,2%	52,0%	47,0%	32,2%	24,6%	22,4%	19,0%	15,2%	19,0%

Indicador	Feb-21	Mar-21	Abr-21	May-21	Jun-21	Jul-21	Ago-21	Sep-21	Oct-21	Nov-21	Dic-21	Ene-22	Feb-22
Indicadores Monetarios (saldos promedios mensuales)													
Base Monetaria (\$ M.M.)	2.593	2.524	2.546	2.540	2.702	2.864	2.933	2.931	3.033	3.152	3.383	3.702	3.767
Circulante	1.835	1.816	1.801	1.831	1.935	2.091	2.139	2.165	2.215	2.291	2.504	2.677	2.685
Otros pasivos BCRA en mon. local: (a) + (b) + (c)	3.828	4.184	4.500	4.813	4.847	4.892	5.320	5.572	5.719	5.870	6.103	6.368	6.328
(a) Deuda Remun (LELIQ+NOCOM)	1.801	1.883	1.980	2.049	2.028	2.015	2.078	2.144	2.159	2.125	2.134	2.906	3.701
(b) Pasivos netos por pases	952	1.177	1.350	1.542	1.562	1.572	1.896	2.032	2.106	2.234	2.368	1.781	930
(c) Depósitos del Gobierno	1.075	1.123	1.170	1.222	1.257	1.305	1.346	1.397	1.453	1.511	1.601	1.680	1.697
Reservas intern. brutas (U\$S M.M.)	39	40	40	41	42	43	43	45	43	42	41	39	37
Dep. en mon.ext. en BCRA (U\$S M.M.)	11	11	11	10	11	11	11	12	19	19	18	19	18
(BaseMon.+ Pas.noMon.)/(Rvas.Int.Brut - Dep.en U\$S en BCRA)	229	236	240	238	237	241	255	255	366	380	424	497	537
Tipo de cambio mayorista bancos (\$ / U\$S)	88,7	91,1	92,9	94,1	95,3	96,2	97,2	98,3	99,2	100,3	101,9	103,9	106,3
Depósitos bancarios (saldos promedios mensuales)													
Total depósitos (\$ M.M.)	8.088	8.420	8.738	9.093	9.341	9.649	9.923	10.223	10.610	10.949	11.467	12.028	12.130
Sector privado	6.604	6.843	7.035	7.264	7.527	7.868	8.095	8.334	8.634	8.859	9.297	9.671	9.854
Sector público	1.484	1.577	1.703	1.830	1.813	1.781	1.828	1.889	1.976	2.090	2.170	2.357	2.277
En moneda local (\$ M.M.)	6.456	6.739	7.018	7.331	7.544	7.832	8.077	8.364	8.721	9.067	9.609	10.080	10.168
Sector privado	5.215	5.400	5.555	5.750	5.980	6.301	6.502	6.727	7.019	7.264	7.743	8.056	8.232
Sector público	1.241	1.338	1.464	1.581	1.564	1.532	1.574	1.637	1.702	1.803	1.866	2.024	1.935
En moneda extranjera (\$ M.M.)	1.623	1.682	1.720	1.762	1.797	1.817	1.846	1.860	1.889	1.881	1.857	1.948	1.966
Sector privado	1.389	1.443	1.480	1.514	1.547	1.567	1.593	1.607	1.615	1.595	1.554	1.615	1.622
Sector público	235	239	239	249	249	250	253	254	274	287	303	333	344
En moneda extranjera (U\$S M.M.)	18,4	18,5	18,5	18,7	18,9	18,9	19,0	18,9	19,0	18,8	18,2	18,7	18,5
Sector privado	15,7	15,8	16,0	16,1	16,2	16,3	16,4	16,3	16,3	15,9	15,3	15,5	15,3
Sector público	2,7	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,8	2,9	3,0	3,2	3,2
Tasas de interés nominales													
Tasa de control monetario BCRA (% anual) Prom. mensual	38,0	38,0	38,0	38,0	39,7	40,9							
Tasas activas (% anual)													
Call en pesos entre bancos privados	29,1	29,2	29,7	29,6	29,2	29,6	28,6	29,0	29,0	28,5	28,6	28,7	29,4
Adel. cta.cte. en pesos a empresas no financ. por \$ 10 M o más, con acuerdo, de 1 a 7 días	34,9	36,1	36,5	35,9	35,8	35,8	35,5	35,7	35,2	35,2	35,4	35,7	36
Préstamos personales	55,9	56,0	55,4	54,6	52,6	53,8	53,1	53,6	52,8	51,8	52,9	54,9	55,8
Tasas pasivas (% anual)													
BADLAR	33,3	33,3	33,1	33,3	33,4	33,4	33,3	33,3	33,4	33,4	33,4	36,0	37,3
Plazo fijo en \$ hasta \$ 100.000	36,1	36,1	36,1	36,0	36,1	36,1	36,0	36,0	36,1	36,0	36,0	37,8	39,0
Plazo fijo en \$ más de \$ 1.000.000	32,6	32,7	32,8	32,4	32,9	32,9	32,7	32,9	33,0	32,7	32,9	35,6	36,7