

Informe Económico Mensual



USAL
UNIVERSIDAD
DEL SALVADOR

Instituto de Investigación

Nº 204 Año 22 –19 de abril de 2022

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

EL DATO DEL MES

Inflación. El IPC de marzo registró un aumento de 6,7%, la mayor inflación mensual desde abril de 2002.

LO QUE HAY QUE SABER

Argentina. La aceleración de la inflación y las protestas de varios sectores pueden exacerbarse ante las futuras subas de tarifas públicas y precios de combustibles. El manejo de los conflictos puede dificultarse si no se revierte el enfrentamiento entre el Presidente y la Vicepresidente que está debilitando la reputación y la credibilidad de las autoridades.

La economía mundial y la guerra en Ucrania. A medida que la guerra en Ucrania se extiende en el tiempo, se agravan sus consecuencias para la economía mundial, en términos de mayor inflación y deterioro del crecimiento económico. En EE.UU., ante la persistencia de la inflación, la Reserva Federal se apresta a acelerar el ritmo de normalización de la política monetaria, a través de subas de tasas y reducción de activos, con el riesgo de una abrupta desaceleración económica.

COVID en China, otra vez. Ante el rebrote del coronavirus, el gobierno chino aplicó restricciones extremas a la circulación de personas en varias ciudades, afectando a más de 370 M de personas. La medida interrumpió el transporte terrestre en varias provincias, provocando la acumulación de barcos en espera en los puertos de Shanghai, Ningbo-Zhoushan y Guangzhou. Esto afectaría no sólo a las cadenas de distribución y la actividad industrial locales sino también a las de otros países, principalmente las de Estados Unidos.



LO QUE VIENE







Argentina y la inflación. A partir de las audiencias públicas del próximo mes el gobierno se apresta a iniciar la suba de tarifas públicas y la quita de subsidios a servicios públicos. Se espera que tenga un impacto inflacionario a partir de junio, a pesar de la relativa estabilidad cambiaria y de una política monetaria menos expansiva que en 2022.

Guerra en Europa: los gobiernos de Suecia y Finlandia se aprestan para incorporarse a la OTAN. El gobierno de Rusia ha advertido que iniciará en ese caso la colocación de armas nucleares en la zona del mar Báltico, y que podría adoptar represalias contra países hostiles.

Francia: el domingo 24 de abril se realizará la segunda ronda de la elección presidencial entre los dos ganadores de la primera vuelta, el actual presidente Emmanuel Macron y su rival de extrema derecha, Marine Le Pen. Un triunfo de Le Pen puede dar lugar a cambios fundamentales en las políticas de Francia y de la Unión Europea.

PRINCIPALES INDICADORES HASTA FIN DE MARZO DE 2022

	2021 Diciembre	2022 Enero	Febrero	Marzo	Tendencia hasta marzo 2022
IPC Var. % mensual	3,8%	3,9%	4,7%	6,7%	
IPC Var. % interanual	50,9%	50,7%	52,3%	55,1%	
Industria % uso capacidad instalada	64,4%	57,9%	64,3%	s.d.	Estable

	2021 Diciembre	2022 Enero	Febrero	Marzo	Tendencia hasta marzo 2022
LELIQ Tasa % nominal anual en \$ al último día del mes	38,0%	40,0%	42,5%	44,5%	
EMBI Arg. Riesgo país en puntos básicos al último día del mes	1.688	1.723	1.816	1.718	
Dólar \$/U\$S mayorista promedio bancos al último día del mes	102,8	105,0	107,4	110,9	
IVA DGI Recaudación Mensual Var. % interanual	118,3%	45,3%	55,2%	49,8%	
Depósitos en pesos Sector privado Var. % mensual de saldos promedios mensuales	6,6%	4,0%	2,7%	2,9%	
Depósitos en dólares Sector privado Var. % mensual de saldos promedios mensuales	- 4,0%	1,9%	-1,9%	-0,1%	

INDICADORES DE PRECIOS, ACTIVIDAD Y COMERCIO EXTERIOR

Adolfo Bosch

I. PRECIOS

VARIABLE		FUENTE	Periodo	Unidad	Valor	Periodo anterior		
PRECIOS	IPC Nacional	INDEC	Marzo 2022	Var. % mensual	6,7%	4,7%		
				Var.% interanual	55,1%	52,3%		
	IPC G.B.A		Marzo 2022	Var. % mensual	6,7%	4,6%		
				Var.% interanual	55,9%	53,8%		
	IPC C.A.B.A		Dirección General de Estadística y Censos. GCBA	Marzo 2022	Var. % mensual	5,9%	4,1%	
					Var.% interanual	54,1%	51,3%	

II. ACTIVIDAD

VARIABLE		FUENTE	Periodo	Unidad	Valor	Periodo anterior	
DEMANDA INTERNA	Ventas en Shoppings	INDEC	Enero 2022	Var. % i.a. acumulado vs. acum. año anterior a precios constantes	22,7%	72,2%	
	Ventas en Supermercados		Enero 2022	Var. % i.a. acumulado vs. acum. año anterior a precios constantes	4,3%	1,3%	
	Patentamiento autos 0 Km	ACARA	Marzo 2022	Var.%interanual	-7,0%	-5,1%	
ACTIVIDAD	Estimador Mensual de Actividad Económica	INDEC	Enero 2022	Var.% mensual (sin estacionalidad)	-0,5%	0,9%	
				Var.% interanual	5,4%	9,8%	
ACTIVIDAD INDUSTRIAL	PBI		4° trim. 2021	Var. % oct-dic '21 vs oct-dic '20	8,6%	11,9%	
	IPI Manufacturero		Febrero 2022	Var.% interanual	8,7%	-0,8%	
CONSTRUCCIÓN	Uso capacidad instalada		Enero 2022	% uso capacidad instalada	64,3%	57,9%	
	Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción		Febrero 2022	Var.% interanual	8,6%	-5,0%	
INTRESOS TRIBUTARIOS RELACIONADOS CON LA ACTIVIDAD INTERNA	IVA DGI (Bruto)	AFIP	Marzo 2022	Var % mensual	3,8%	-5,2%	
				Var. interanual	49,8%	55,2%	
	Sistema Seguridad Social			Var % mensual	2,0%	-16,5%	
	Var. interanual			64,4%	66,1%		
	Créditos y Débitos en Cta.Cte.			Var % mensual	0,5%	-1,0%	
Var. interanual	58,6%	70,8%					

III. COMERCIO EXTERIOR

VARIABLE		FUENTE	Periodo	Unidad	Valor	Periodo anterior	
COMERCIO EXTERIOR	Exportaciones	INDEC	Febrero 2022	Nivel (US\$ M)	6.443	5.547	
				Var. % interanual	34,9%	12,9%	
	Importaciones			Nivel (US\$ M)	5.634	5.251	
				Var. % interanual	51,7%	36,6%	
	Saldo balanza comercial			Nivel (US\$ M)	809	296	

PANORAMA DE ARGENTINA

ECONOMÍA INESTABLE Y GOBIERNO SIN INICIATIVA

Héctor Rubini

La aceleración de la inflación y las protestas de varios sectores pueden exacerbarse ante las futuras subas de tarifas públicas y precios de combustibles. El manejo de los conflictos puede ser más difícil si no se revierte la mala relación entre el Presidente y la Vice, que está debilitando la reputación y la credibilidad de las autoridades.

1. La inflación sigue acelerándose.

El INDEC informó el miércoles pasado que en marzo el Índice de Precios al Consumidor (IPC) registró una suba de 6,7%, la más alta desde el 10,4% de abril de 2002. En un mes los rubros de mayor incremento fueron Educación (23,6%), Prendas de Vestir y Calzado (10,9%), Vivienda, Agua, Electricidad y Otros Combustibles (7,7%) y Alimentos y Bebidas No Alcohólicas (7,2%). A nivel regional las mayores subas se observaron en la Patagonia: IPC General (7,4%), y entre sus componentes, Educación (42,9%), Alimentos y Bebidas No Alcohólicas (9,2%), Vivienda, Agua, Electricidad y Otros Combustibles (9,0%), y Prendas de Vestir y Calzado (8,8%).

Con respecto a marzo de 2021, la suba interanual del IPC fue de 55,1%, la más alta desde junio de 2019. En cuanto a sus componentes, los mayores incrementos correspondieron a Restaurantes y Hoteles (67,8%), Prendas de Vestir y Calzado (67,3%), Alimentos y Bebidas No Alcohólicas (59,7%) y Transporte (56,9%). **La dinámica es de clara aceleración.** Entre 2018 y 2019 la suba promedio del IPC fue de 43,9%, mientras que entre 2020 y 2021 fue de 45,2%. En 2018 el mayor incremento se observó en Vivienda, agua, electricidad y otros combustibles (52,8%) y en 2019 en el rubro Salud (64,2%). **En los dos años siguientes las mayores subas se registraron en Prendas de vestir y calzado: 57,2% en 2020 (15,2 puntos porcentuales más que el IPC general) y 65,3% en 2021 (16,9 puntos porcentuales más que el IPC general).** Diversos voceros del sector textil mencionan como determinante fundamental la suba de componentes de costos. Los precios mayoristas de las materias primas textiles aumentaron 57,6% i.a. en 2020 y 62,5% i.a. en 2021, pero los precios mayoristas de calzado subieron bastante menos: 46,2% en 2020 y 45,5% en 2021.

CUADRO 1. INFLACIÓN (IPC) PROMEDIO ANUAL DE ARGENTINA 2018-2021

Nivel general y divisiones	Var.% i.a. IPC promedio				Promedio	
	2018	2019	2020	2021	2018-19	2020-21
Nivel general	34,3%	53,5%	42,0%	48,4%	43,9%	45,2%
Alimentos y bebidas no alcohólicas	32,7%	58,4%	47,0%	49,8%	45,5%	48,4%
Bebidas alcohólicas y tabaco	22,4%	39,0%	43,1%	47,9%	30,7%	45,5%
Prendas de vestir y calzado	22,6%	44,0%	57,2%	65,3%	33,3%	61,2%
Vivienda, agua, electricidad y otros combustibles	52,8%	49,3%	19,9%	26,2%	51,0%	23,1%
Equipamiento y mantenimiento del hogar	32,6%	58,2%	47,2%	48,0%	45,4%	47,6%
Salud	33,3%	64,2%	43,3%	51,0%	48,8%	47,2%
Transporte	43,5%	57,1%	38,3%	55,7%	50,3%	47,0%
Comunicación	41,1%	57,9%	36,1%	26,0%	49,5%	31,1%
Recreación y cultura	30,3%	47,5%	47,8%	49,9%	38,9%	48,8%
Educación	30,5%	40,4%	33,6%	41,4%	35,4%	37,5%
Restaurantes y hoteles	29,2%	47,5%	40,5%	52,8%	38,4%	46,6%
Bienes y servicios varios	31,4%	57,9%	41,2%	33,3%	44,6%	37,2%
Categorías						
Estacional	25,7%	41,5%	63,0%	55,5%	33,6%	59,2%
Núcleo	31,7%	55,5%	44,6%	52,2%	43,6%	48,4%
Regulados	46,9%	53,5%	26,3%	32,5%	50,2%	29,4%
Bienes y servicios						
Bienes	32,2%	57,7%	48,5%	53,9%	44,9%	51,2%
Servicios	38,4%	46,4%	29,7%	36,2%	42,4%	33,0%

Fuente: INDEC.

Las variaciones interanuales del IPC promedio de los cuatro trimestres del año pasado y del primero de este año muestran el mismo patrón: la inflación promedio interanual ha sido 49%, con un sesgo ascendente (51,4% i.a. en el 4º trimestre de 2021 y 52,8% en el 1er trimestre de este año). **El rubro de mayor aumento interanual promedio durante los cinco últimos trimestres fue Prendas de vestir y calzado, con 65,8% (16,8 puntos porcentuales más que el nivel general),** seguido por Transporte (55,4%), Restaurantes y Hoteles (54,9%), Salud 51,1% y Alimentos y Bebidas no Alcohólicas (50,8%). Las menores subas fueron las de Comunicación (26,4%), y Vivienda, Agua, Electricidad y Otros Combustibles (27,4%).

CUADRO 2. INFLACIÓN (IPC) INTERANUAL POR TRIMESTRE - ARGENTINA 2021-2022

Nivel general y divisiones	Var.% i.a. por trimestre					Promedio
	I 21	II 21	III 21	IV 21	I 22	
Nivel general	40,6%	48,5%	51,9%	51,4%	52,8%	49,0%
Alimentos y bebidas no alcohólicas	43,6%	49,8%	54,3%	50,7%	55,5%	50,8%
Bebidas alcohólicas y tabaco	36,9%	46,3%	52,7%	54,1%	49,8%	48,0%
Prendas de vestir y calzado	64,5%	71,0%	63,1%	63,2%	67,0%	65,8%
Vivienda, agua, electricidad y otros combustibles	19,3%	26,2%	29,8%	29,2%	32,6%	27,4%
Equipamiento y mantenimiento del hogar	46,1%	51,1%	48,7%	46,3%	47,6%	47,9%
Salud	39,1%	49,3%	56,7%	57,1%	53,5%	51,1%
Transporte	42,5%	58,3%	62,2%	58,3%	55,6%	55,4%
Comunicación	20,0%	22,5%	27,9%	33,5%	27,9%	26,4%
Recreación y cultura	49,3%	50,5%	50,0%	49,9%	45,2%	49,0%
Educación	23,2%	37,7%	47,7%	54,9%	56,8%	44,1%
Restaurantes y hoteles	40,5%	48,2%	56,6%	63,2%	65,9%	54,9%
Bienes y servicios varios	26,1%	32,5%	35,7%	37,7%	44,4%	35,3%
Categorías						
Estacional	65,3%	58,0%	53,8%	48,5%	63,9%	57,9%
Núcleo	43,7%	52,3%	56,0%	55,6%	55,3%	52,6%
Regulados	21,0%	32,0%	37,7%	38,6%	37,2%	33,3%
Bienes y servicios						
Bienes	47,9%	55,8%	57,0%	54,1%	55,5%	54,0%
Servicios	26,0%	33,0%	40,1%	44,6%	45,9%	37,9%

Fuente: INDEC

2. Argentina y su control de precios: más inflación que en el resto de la región.

El Secretario de Comercio anunció que las empresas privadas renovaron el compromiso de renovar la adhesión al sistema de precios acordados/vigilados “Precios Cuidados” retrotrayendo sus precios (que en el último mes tuvieron subas promedio superiores al 14%) a marzo. El objetivo es sostener un compromiso de incrementos no superiores al 3% mensual pero no es claro que eso sea factible. Tampoco que sea una efectiva “señal” para estabilizar expectativas en el resto de los precios de bienes y servicios, y sin certeza sobre futuras subas de precios internacionales por la invasión rusa a Ucrania.

Para el Gobierno los controles de precios por ya más de 2 años deberían “funcionar”, pero desde 2017 al menos, la inflación de Argentina es marcadamente mayor a la de otros países sudamericanos (salvo Venezuela). Las abruptas subas de tarifas (2017 y 2018) y del tipo de cambio (2018 y 2019) condujeron a una aceleración inflacionaria. Pero la misma no se revirtió ni convergió a la de esos otros países.

Claramente, los resultados de la estrategia de controles de precios y de cambios muestran un rotundo fracaso, el cual es más notable cuando se comparan las cifras de inflación de nuestro país con la de los países sudamericanos que han optado por esquemas convencionales de metas de inflación, o la dolarización formal en el caso de Ecuador. **Este último país sigue exhibiendo en los últimos años la menor inflación del área:**

CUADRO 3. INFLACIÓN (IPC) DE ARGENTINA VS. OTROS PAÍSES SUDAMERICANOS

3.a. Inflación mensual promedio

Año	Argentina	Bolivia	Brasil	Chile	Colombia	Ecuador	Paraguay	Perú	Uruguay	Promedio países (sin Argentina)
2017	1,9%	0,2%	0,2%	0,2%	0,3%	0,0%	0,4%	0,1%	0,5%	0,2%
2018	3,3%	0,1%	0,3%	0,2%	0,3%	0,0%	0,3%	0,2%	0,6%	0,2%
2019	3,7%	0,1%	0,4%	0,2%	0,3%	0,0%	0,2%	0,2%	0,7%	0,3%
2020	2,6%	0,0%	0,4%	0,2%	0,1%	-0,1%	0,2%	0,2%	0,8%	0,2%
2021	3,5%	0,1%	0,8%	0,6%	0,5%	0,2%	0,6%	0,5%	0,6%	0,5%
2022 (est.)	4,2%	0,2%	0,6%	0,6%	0,7%	0,2%	0,6%	0,6%	0,7%	0,5%

3.b. Inflación mensual promedio anualizada

Año	Argentina	Bolivia	Brasil	Chile	Colombia	Ecuador	Paraguay	Perú	Uruguay	Promedio países (sin Argentina)
2017	24,8%	2,7%	2,9%	2,0%	4,1%	-0,2%	4,6%	1,4%	6,6%	3,0%
2018	47,8%	1,5%	3,8%	2,2%	3,2%	0,3%	3,2%	2,2%	8,0%	3,0%
2019	53,9%	1,5%	4,3%	2,9%	3,8%	0,0%	2,9%	1,9%	8,8%	3,3%
2020	36,2%	0,5%	4,5%	3,0%	1,6%	-0,9%	2,3%	2,0%	9,4%	2,8%
2021	51,0%	1,4%	10,1%	7,3%	5,6%	2,0%	7,0%	6,4%	8,0%	6,0%
2022 (est.)	64,6%	2,5%	7,3%	8,0%	8,4%	2,3%	7,7%	7,2%	8,8%	6,5%

Fuente: elaboración propia en base a datos oficiales (enero 2017 a febrero 2022 para Argentina, y enero 2017 a marzo de 2017 para los demás países), y estimaciones propias para resto de 2022.

CUADRO 4. INFLACIÓN (IPC) ACUMULADA DE ARGENTINA VS. OTROS PAÍSES EN LA REGIÓN

Año	Argentina	Bolivia	Brasil	Chile	Colombia	Ecuador	Paraguay	Perú	Uruguay	Promedio países (sin Argentina)
Acum. 2017-21	483,8%	7,8%	28,2%	18,7%	19,7%	1,1%	21,7%	14,6%	48,0%	19,4%
Acumulado 2017-22 (est.)	860,8%	12,6%	58,3%	41,7%	39,2%	4,5%	43,5%	33,3%	90,3%	38,6%

Fuente: elaboración propia en base a datos oficiales (enero 2017 a febrero 2022 para Argentina, y enero 2017 a marzo de 2017 para los demás países), y estimaciones propias para resto de 2022.

El cuadro anterior incluye una estimación en extremo conservadora para la inflación local, en torno de un promedio mensual de 4,2% (64,6% anualizado). **La incógnita es cómo manejarán las autoridades los diversos reclamos sectoriales y la creciente conflictividad social si la inflación se acelera hasta cerrar 2022 en torno de 70%-75%.** La dinámica de los últimos años viene siendo sumamente desfavorable para los trabajadores formales. Tanto los salarios del sector privado como los del sector público, en promedio, lograron mejoras superiores a los incrementos del IPC y de los precios de alimentos y bebidas no alcohólicas en 2017 y 2021:

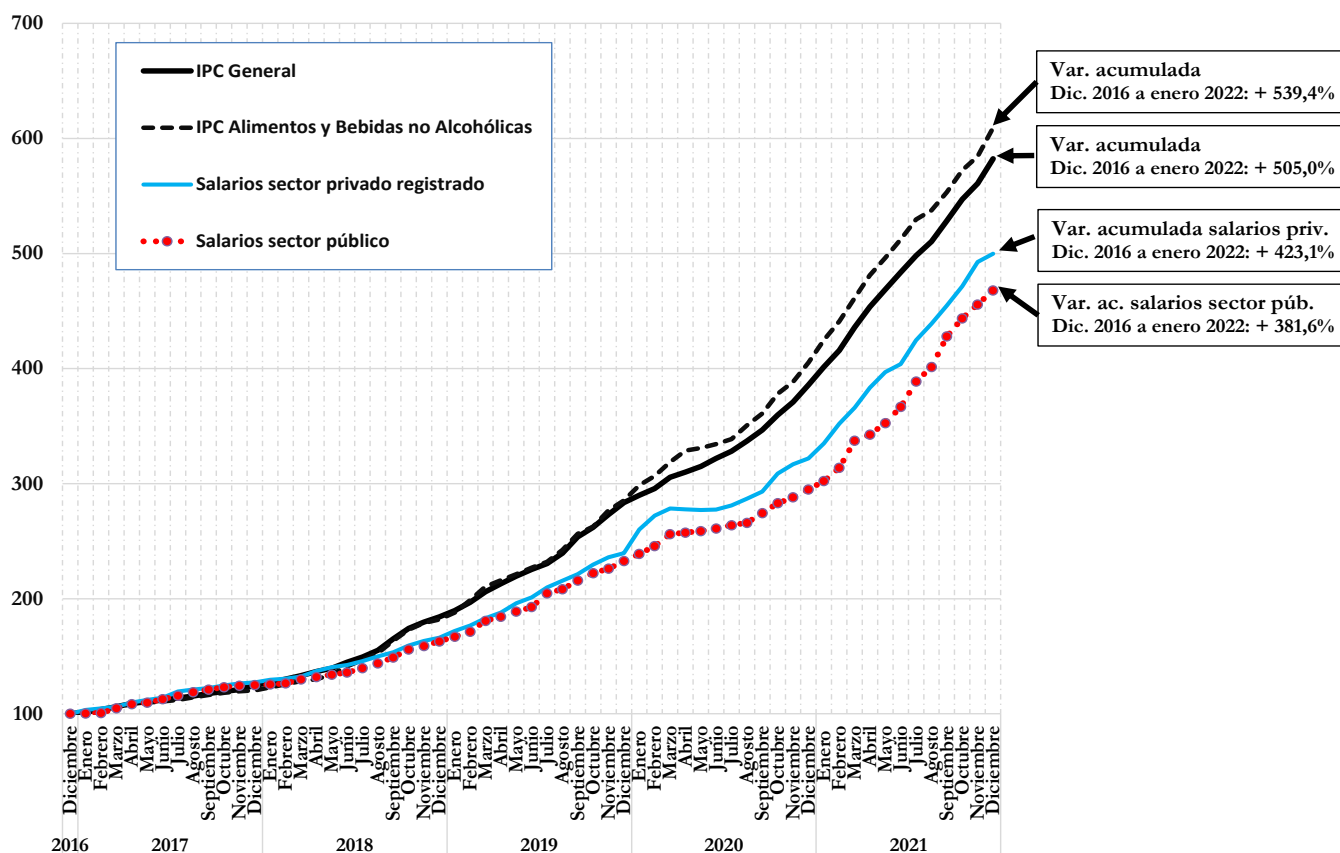
CUADRO 5. PRECIOS VS. SALARIOS (2017 A ENERO 2022). BASE: DICIEMBRE DE 2016 = 100

Indices de precios y salarios	Datos anuales					Variaciones acumuladas		
	2017	2018	2019	2020	2021	2017	Acum. 2018-19	Acum. 2020-21
IPC General	24,8%	47,6%	53,8%	36,1%	50,9%	24,8%	127,1%	205,5%
IPC Alimentos y Bebidas no Alcohólicas	20,4%	51,2%	56,8%	42,1%	50,3%	20,4%	137,0%	213,6%
Salarios sector privado registrado	34,4%	30,4%	44,3%	34,4%	55,3%	34,4%	88,2%	208,6%
Salarios sector público	26,8%	30,3%	42,9%	26,8%	58,6%	26,8%	86,1%	201,2%

Fuente: elaboración propia en base a INDEC.

Sin embargo, las mejoras del año pasado no han sido suficiente para revertir la pérdida de salario real en el sector privado, principalmente en 2018, y en el sector público entre 2018 y 2020:

GRÁFICO 1. PRECIOS VS. SALARIOS (2017 A ENERO 2022). BASE: DICIEMBRE DE 2016 = 100



Fuente: elaboración propia en base a INDEC

Inevitablemente, los reclamos en base a la inflación pasada pasarán gradualmente a los gremios a la búsqueda de incrementos mayores, teniendo presente el **ajuste a la suba de las expectativas inflacionarias** de los últimos 3-4 meses. Varios sindicatos han cerrado acuerdos que podrían quedar rezagados ex post de la inflación para este año, de modo que el ministro de Trabajo adelantó que, en ese caso, se reabrirán las negociaciones paritarias. Algunas negociaciones salariales muestran ese ajuste de expectativas, y el **inicio de reclamos por ajustes salariales con mayor frecuencia en el año**:

- **Docentes:** el ministerio de Educación ofreció como pauta general una suba de 45,45% en 4 tramos para el salario inicial de maestros. La oferta fue aceptada como “piso” para negociar subas mayores con los gobiernos provinciales.
- **Docentes universitarios:** la Comisión Nacional de Docentes Universitarios (CONADU) rechazó la oferta de suba salarial de 41%, y en 4 tramos, para este año. En 2021 los sueldos universitarios se incrementaron, en promedio, un 53%.
- **Minería y cemento:** los sindicatos de ambos rubros acordaron una suba de 48,2% para 2022.
- **Industria de la carne y derivados:** se acordó una suba de 55% para el rubro “carne roja” para el período abril 2022-marzo 2023.
- **Ladrilleros:** aumento de 45% en dos tramos: 25% en abril de 2022 y 20% en julio de 2022.
- **Vestimenta:** la Federación Obrera de la Industria del Vestido (FOIVA) cerró con los empresarios un incremento de **53,4% en dos tramos más una gratificación adicional de 7%**.
- **Camioneros:** el gremio pretende para este año un incremento **de 85% más un bono de \$ 20.000** sobre el sueldo básico.
- **Empleados de comercio:** el sindicato exige una suba de 24% para el período abril-junio y la apertura de **paritarias con frecuencia trimestral para el sector**.

- **Bancarios:** el sindicato prevé medidas de fuerza ante la negativa de las entidades de acordar una suba salarial de **60%**.
- **Seguros:** se acordó una suba de 37% de abril a septiembre de este año, acumulando un aumento de salarios del sector de **46,6% para los primeros nueve meses del año y la aplicación de una cláusula de “revisión” para el último trimestre de 2022.**
- **Empleados estatales:** la negociación se iniciará en mayo. Se prevé el pedido de los sindicatos (UPCN y ATE) de una suba **“piso” de 55% y una cláusula de reajustes salariales de frecuencia semestral.**
- **Sector metalúrgico:** en marzo se acordó una suba de 45% en tres tramos que quedaría demasiado atrasado respecto de la inflación que se espera en general para este año. La filial del sindicato del sector, de Tierra del Fuego rechazó ese acuerdo y está reclamando una suba mayor. **Otras estarían por exigir la reapertura de la paritaria en reclamo de un incremento salarial superior al ya acordado.**

3. *Energía y alimentos: regulaciones y conflictos*

Mientras el acuerdo con el FMI permitió revertir la suba de los tipos de cambio alternativos al oficial, la suba de precios agrícolas y de combustibles exacerbó las expectativas de inflación. Pero a esto se va a sumar, con visible demora, la suba de tarifas eléctricas y de gas natural. A tal efecto, el jueves 14 de abril la Secretaría de Energía emitió las resoluciones 235, 236 y 237/2022 por las cuales se convocan a audiencias públicas para el 10, 11 y 12 de mayo. Esto dará inicio al cumplimiento de uno de los compromisos asumidos con el FMI de iniciar la reducción de subsidios a las prestadoras de servicios públicos y trasladar dicha carga financiera a los usuarios.

La suba inicial esperada sería de hasta 21,5% en las tarifas de gas y 17% en las eléctricas. A esto seguirán otros incrementos que en todo el año no debe superar el 80% del aumento del Coeficiente de Variación Salarial (CVS) del año 2021 (42,7%), y en el caso de los usuarios de más bajos ingresos, que abonan una tarifa “social”, la suba para todo el año no podrá exceder del 40% del incremento del CVS de 2021 (21,4%). Ya en marzo las tarifas públicas aumentaron en promedio un 20%, de modo que **la suba promedio en lo que resta del año sería insignificante para los que abonan la tarifa social.** En cuanto al resto, los que además de la suba tarifaria general pierdan el subsidio estatal soportarán subas mayores al **42,7%, y no serían sólo los consumidores de ingresos más altos.**

Frente a la suba de precios de los alimentos la reacción oficial ha sido más control de precio, con foco en la harina de trigo, por una presunta “especulación de los molinos harineros”. La solución: precio regulado para el pan y pastas, y control de precios y financiamiento cruzado a los molinos harineros. La fuente de financiamiento proviene de la suba de dos puntos a las retenciones sobre aceite y harina de soja¹. La administración financiera del mecanismo estará a cargo de un fideicomiso a cargo del Banco de Inversión y Comercio Exterior.

De esa forma los molinos harineros absorberían el eventual mayor costo del trigo, y podrían vender la harina a los precios máximos fijados por la Secretaría de Comercio. Pero esto no evitaría necesariamente problemas de abastecimiento. **Tampoco es claro que los fondos provenientes de las retenciones logren financiar compensaciones a los molinos harineros por futuras subas del precio del trigo.** La suba de retenciones ha empeorado la relación entre el gobierno y los representantes de productores rurales que enfrentan el problema de la escasez de gasoil. Esto, a su vez, también motivó un paro de transportistas por camión por 4 días en reclamo de una suba de la tarifa de transporte de 20% por subas de costos, frente al racionamiento de gasoil en varias provincias a sólo 100 litros por cliente, lo que forzaba a conseguir el resto pagando sobrepagos.

4. *Gasoil y gas natural: escasez, conflictos y ajustes*

El racionamiento ya lo venía anticipando la Cámara de Entidades de Hidrocarburos y Afines (CECHA) que tuvo que soportar subas de costos no laborales en línea con una inflación aproximada de 50% y una paritaria laboral con subas salariales en torno de 55% para este año, frente a precios promedio de venta al público de los combustibles al público sin cambios durante 9 meses hasta febrero de 2022. El retraso de los precios internos fue desalentando la producción al mismo tiempo que se reducía el stock de divisas en el Banco Central. **En marzo, el incremento interanual de la nafta super y del gasoil en el segmento minorista fue de 36,3% y el de la nafta premium 42,1%.** Insuficiente para revertir la escasez de combustibles, en particular de gasoil. De ahí que no llamara para nada la atención la carta del secretario de

¹ Por el Decreto 131/2022 el Poder Ejecutivo suspendió el Decreto 790/2020 que reducía las alícuotas de las retenciones sobre exportaciones de harina y aceite de soja del 33% al 31%. El Decreto 132/2022 creó el Fondo Fiduciario Público llamado Fondo Estabilizador del Trigo Argentino para administrar esos recursos estimados en torno de U\$S 400 M.

Energía al ministro de Economía y al Presidente de la Nación por falta de fondos para financiar gasoductos, a proveedores locales de gas y electricidad, e importaciones de gas natural comprimido y gasoil.

Al igual que con la inflación las autoridades parecen atribuir todo ahora a la guerra en Ucrania, pero los problemas vienen de bastante antes. El precio del petróleo en agosto-septiembre (**el Brent había superado los U\$S 80 el barril**), que ya había generado expectativas de subas de precios y eventual escasez futura de gasoil. En octubre pasado de autorizó a las refinerías aplicar un aumento de precios para las ventas al segmento mayorista. De facto se aplicó también un **racionamiento en cuotas del gasoil para estaciones de servicio para desincentivar ventas cruzadas de excedentes a precio más bajo a los clientes mayoristas y al agro**. Pero aparecieron los faltantes finalmente en marzo de este año. Consecuencia inevitable al sector industrial y a los grandes productores agropecuarios se les cobraba un precio hasta 25% superior al de las estaciones de servicio para automovilistas. A esto se sumó la postergación desde fin de 2021 hasta febrero de la conformación de un “banco de calidad” de la transportadora Oldelval para determinar el precio del petróleo de Vaca Muerta, mientras las refinerías reclamaban por el acceso a más crudo tanto desde Chubut (Escalante-Cañadón Seco) como de Neuquén (Vaca Muerta).

La falta de inversiones (explicable tanto por el retraso de las tarifas reguladas como por las cambiantes reglas de juego), hizo que la oferta sea insuficiente para cubrir el salto de demanda post-pandemia. La regulación de precios del crudo es en gran medida la raíz del problema. El precio interno del barril del crudo a cobrar a las refinerías está en torno de los U\$S 60, con precios internacionales que desde el 3er trimestre del año pasado están por encima de los U\$S 80. El incentivo inevitable es hacia la exportación de crudo, y no al abastecimiento del mercado interno. **Un futuro ajuste a la suba tendría impacto directo sobre los combustibles para los consumidores y la inflación, pero sin el mismo, no hay incentivos a la extracción de mayor volumen ni la exploración en áreas que también podrían proveer gas natural**. Además, las provincias petroleras están sometidas a la pérdida de ingresos fiscales tanto por regalías petroleras como por Impuesto a los Ingresos Brutos. Al comercializarse el crudo a un precio local regulado entre U\$S 60 y U\$S 65 por barril y no al internacional, **según algunas estimaciones privadas el gobierno de Río Negro, por caso, estaría renunciando a una recaudación tributaria potencial de \$600 M mensuales, el de Mendoza a \$ 1.100 M por mes y el de Chubut a un poco más de \$ 6.000 M mensuales**.

Las autoridades parecen confiar en una corrección automática de oferta con los ajustes de precios de combustibles desde marzo y los de tarifas postergados para junio, pero como era evidente hasta en la carta del secretario de Energía, sólo las importaciones podrían evitar faltantes de gasoil en estos meses y cortes de gas para el invierno. Los acuerdos con Bolivia y Brasil de las últimas dos semanas apuntan a cubrir ese exceso de demanda, **pero no serían suficientes para evitar la compra de gas licuado desde Qatar**. En principio se necesitarían unos 50 embarques. A los precios internacionales actuales el costo total rondaría los U\$S 5.000 M, sujeto a la disponibilidad de divisas. De ahí la duda sobre si habrá o no cortes de gas en el invierno. Las autoridades entienden que no, pero diversos analistas y observadores del sector entiende que sí.

El escenario actual es, entonces, bastante problemático:

- Escasez de varias líneas de bienes de consumo masivo (alimentos, bebidas, tipos específicos de bienes durables) con presión a la suba de precios por exceso de demanda.
- Escasez de gas y combustibles (fundamentalmente gasoil) con exceso de demanda y presión a la suba de precios.
- Presión a la suba de costos de transporte de cargas y pasajeros por las subas de costos.
- Expectativas de inflación hacia la suba, trasladadas cada vez más rápido a contratos laborales, de alquiler y otros.

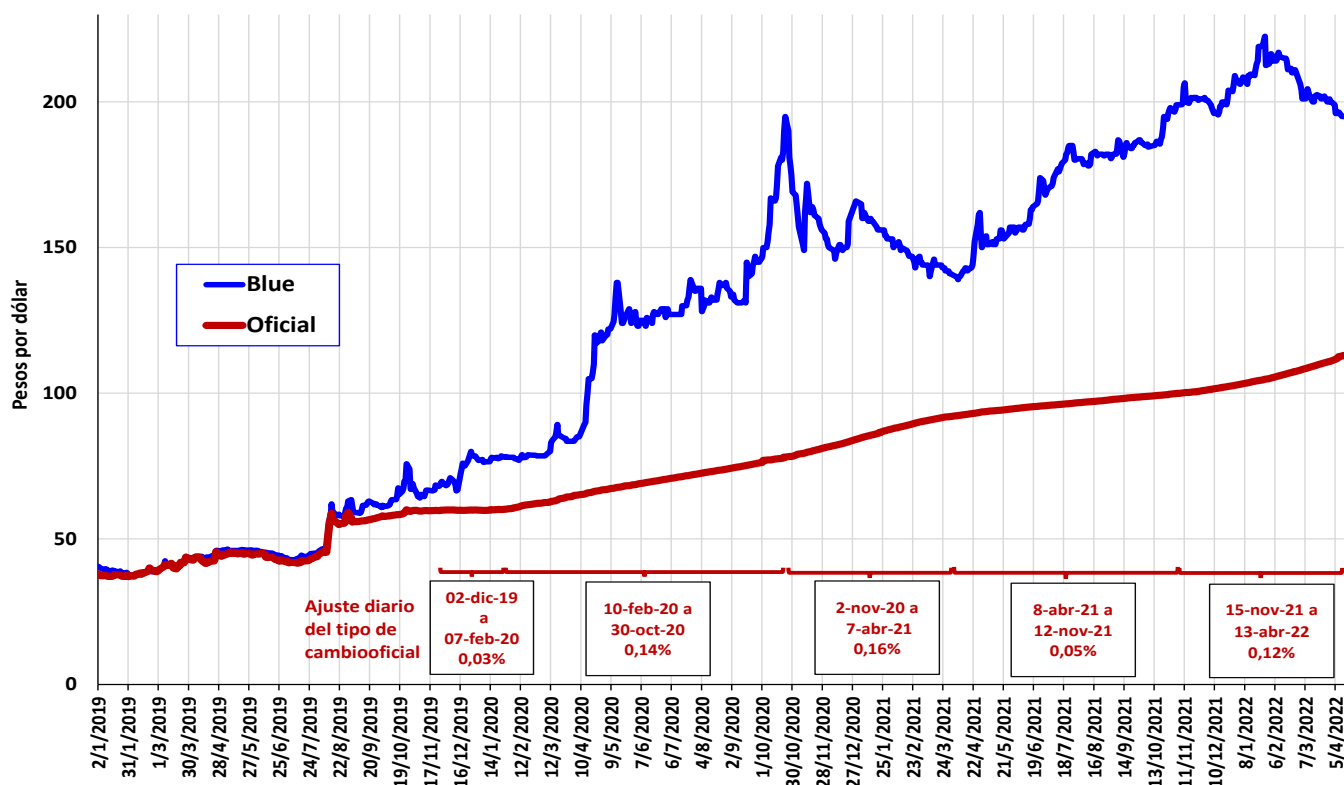
Mientras tanto, el **“efecto pobreza” de una inflación no inferior a 5% - 6% mensual parece inevitable**. La conflictividad social por la exigencia de más subsidios para los más pobres también: **si la inflación a partir de ahora no cede de esos niveles, se requeriría casi la duplicación de esas transferencias, que no son ajustadas por inflación, pero el cumplimiento del acuerdo con el FMI no implica un aumento ilimitado de esos subsidios**.

Alternativamente, debería acelerarse el crecimiento económico a 4% - 5% anual y crear de manera vigorosa y rápida empleos formales para que cada vez más familias sustituyan ingresos vía transferencias del Estado por ingresos proveniente de trabajo productivo permanente. Bajo las políticas actualmente en curso, esto no parece ser factible, y menos bajo la visible parálisis de la gestión económica por el ya **abierto enfrentamiento entre la vicepresidenta y el**

Presidente de la Nación, hasta el punto de que desde hace dos semanas se perciben rumores e inequívocas presiones para forzar la renuncia o remoción del ministro de Economía.

Pero más allá de los problemas entre funcionarios, es claro que si no aumenta nominalmente el gasto en esas partidas, el retiro de subsidios de tarifas implica más inflación y pobreza. Y el clima actual, de protestas callejeras y diarias es de una conflictividad política difícil de manejar sin un equipo sólido y un rumbo claramente definido. Si aumentara ya ese gasto asistencial de manera significativa, la única vía de financiamiento factible en el corto plazo es más emisión monetaria, lo que **llevaría la inflación a niveles superiores al 7% mensual de manera permanente**. La ayuda para reducir o aliviar la pobreza en el corto plazo puede implicar el riesgo de más inflación y pobreza futura. Una situación complicada, ya que el efecto estabilizador del acuerdo con el FMI había logrado aliviar la presión sobre el tipo de cambio con una baja del tipo de cambio paralelo.

GRÁFICO 2. TIPO DE CAMBIO (PESOS POR DÓLAR) OFICIAL Y “BLUE” (DIC. 2019 - ABRIL DE 2022)



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

Las subas del tipo de cambio oficial pasaron de 0,5% diario entre abril del año pasado y las elecciones de noviembre último a 0,12% desde entonces hasta la semana pasada. Ahora bien, si el BCRA acelera más la suba del tipo de cambio, corre riesgo de exacerbar más las expectativas inflacionarias, aun con una política monetaria más austera. Salvo la quita de subsidios a las tarifas, no se observa ninguna otra decisión oficial para enfriar la demanda agregada, ni nada concreto para reactivar la oferta de bienes.

A efectos de cerrar la brecha fiscal, algunos funcionarios insisten con promover una nueva suba de las retenciones a las exportaciones agrícolas, mientras en el Congreso de la Nación el oficialismo está decidido a insistir con **aumentar más la presión fiscal con tres nuevos tributos:**

- un impuesto nuevo sobre activos en el exterior no declarados (promovido por la vicepresidenta Cristina Kirchner),
- otro sobre “viviendas ociosas” en el marco de la probable reforma de la actual ley de alquileres, y
- una sobretasa de 15% por sobre el 35% del impuesto a las Ganancias para empresas que perciban “ganancias inesperadas” por la suba de precios internacionales por la guerra en Ucrania.

Este último financiaría un aumento en los subsidios a sectores de bajos ingresos pero difícilmente se apruebe en el Congreso de la Nación. Sobre el cierre de este informe el gobierno anunció ese aumento de subsidios para aliviar la situación de los sectores de más bajos ingresos, pero su implementación, elegibilidad y acceso no ha sido todavía especificada.

Estos subsidios no llegan a la totalidad de la población en condición de pobreza (en torno del doble de los beneficiarios estimados por las autoridades), pero no deja de ser más que un “parche” de corto plazo, el cual ya está recibiendo críticas ya que se haría en sólo dos pagos mensuales de suma fija para monotributistas, personal doméstico y trabajadores informales:

CUADRO 6. PROGRAMA DE ASISTENCIA ANUNCIADO EL 18 /04/22

	Cant de beneficiarios	Beneficio por persona	Costo fiscal directo	
			en mill. de pesos	en mill. de U\$S
Jubilados	5.600.000	\$ 12.000	67.200	599
Trabajadores informales	5.400.000	\$ 18.000	97.200	867
Monotributistas A y B	680.000	\$ 18.000	12.240	109
Personal domestico	470.000	\$ 18.000	8.460	75
TOTAL	12.150.000		185.100	1.651

Fuente: elaboración propia en base al anuncio oficial.

La aprobación del Congreso de estas subas impositivas es incierta. Lo más probable es que el financiamiento de este salto de gasto asistencial de emergencia sea vía emisión monetaria, un salto de la base monetaria de 5% adicional. Esto no interrumpiría la relativa baja de la base monetaria de los últimos dos meses, pero sin crecimiento económico y menor inflación, retornará la presión para continuar con estos subsidios, que no cubre ni un tercio de los gastos para necesidades básicas de cualquier familia, en torno de \$90.000. A la corta o a la larga, más emisión monetaria, inflación, e inicio de un círculo vicioso inflacionario y empobrecedor.

Un síntoma más de una falta de rumbo que sigue siendo la constante. Todo indica que las condiciones para crecer de manera permanente y con estabilidad no serán factibles para esta administración. Las dudas quedan para la próxima: todo dependerá del estado de la economía y la conflictividad sectorial para diciembre del año próximo. Una fecha demasiado lejana para una administración que parece estar agotando prematuramente su capital político.

PANORAMA INTERNACIONAL

GUERRA MÁS LARGA, HERIDAS MÁS PROFUNDAS

Jorge Viñas

A medida que la guerra en Ucrania se extiende en el tiempo, se agravan sus consecuencias para la economía mundial, en términos de mayor inflación y deterioro del crecimiento. En EE.UU., ante la persistencia de la inflación, la Fed se apresta a acelerar el ritmo de normalización de la política monetaria, a través de subas de tasas y ventas de activos, aumentando el riesgo de un “*hard-landing*”.

1. Sin un final a la vista para la guerra en Ucrania, sus consecuencias negativas se profundizan.

Han pasado ya ocho semanas desde la invasión de Ucrania por parte de las tropas rusas, que dio comienzo a una guerra encarnizada que aun continúa y para la que aun no se vislumbra un final. A medida que el conflicto bélico se extiende en el tiempo, aumentan aceleradamente los costos para ambos bandos en vidas humanas de las fuerzas militares y de la población civil, daños materiales a la infraestructura edilicia y productiva del país invadido, así como en desgaste de las tropas invasoras y estrés económico-financiero en Rusia por el esfuerzo de guerra y de las sanciones aplicadas por EE.UU. y sus aliados. Pese a ello, no se advierte que dichos costos sean suficientes para forzar a alguna de las partes en conflicto a ceder a las exigencias de la otra para frenar la guerra.

Ante la persistencia de Rusia en su ofensiva, EE.UU. y la UE han anunciado una nueva ronda de sanciones comerciales y financieras². Por ahora, las sanciones continúan sin afectar en forma directa a las

² Por el lado de EE.UU., las nuevas medidas abarcan el congelamiento de activos del Sberbank (mayor banco estatal y el principal banco de Rusia, con un tercio del total de activos del sistema financiero ruso) y del Alfa Bank (primer banco privado) en el sistema financiero de EE.UU., prohibiendo a ciudadanos estadounidenses de hacer negocios con dichos bancos. También prohíbe a los estadounidenses hacer nuevas inversiones

exportaciones de gas y petróleo de Rusia. Así como en el IEM del mes anterior se manifestaba el escepticismo respecto a la capacidad de las primeras rondas de sanciones para forzar a Rusia a detener su ofensiva, tampoco parece que estas nuevas sanciones puedan obtener mejores resultados en el corto plazo. Por otra parte, la extensión de la guerra en el tiempo y las sanciones más severas contra Rusia también aumentan los costos económicos para el resto del mundo. **El deterioro del nivel de vida de la población en Occidente asociado a estos costos podría derivar en una pérdida de apoyos a Ucrania.** La perpetuación de los altos costos de la energía se mantiene como principal consecuencia global de la guerra en el corto plazo. La falta de perspectivas de un rápido final para la guerra ha desinflado las expectativas de que los precios del petróleo y del gas retornen rápidamente a niveles previos al inicio del conflicto. Si bien los precios internacionales del crudo han retrocedido respecto al pico de las primeras semanas de la invasión, tanto el WTI como el Brent se mantienen por encima de los U\$S 100 por barril, acumulando subas de más de 40% desde comienzos de 2022 y de 70% respecto a un año atrás (véase gráfico 3).

GRÁFICO 3. EE-UU.: EVOLUCIÓN DEL 1ER. CONTRATO FUTURO DE CRUDO WTI (U\$S / BARRIL)



Fuente: Bloomberg

La OPEP no parece dispuesta a hacer el esfuerzo de aumento de producción para compensar la caída de producción y exportaciones de Rusia, que en marzo disminuyó alrededor de 1 millón de barriles diarios (Mbd). En efecto, la OPEP anunció un aumento en el incremento mensual de las cuotas a partir de mayo a 432 mil barriles diarios (mbd), apenas 32 mbd por encima del incremento mensual acordado anteriormente. Además, la mayoría de los países miembros vienen incumpliendo sistemáticamente sus cuotas mensuales. Existen estimaciones muy diversas respecto a cuánto puede alcanzar la pérdida de producción de Rusia si el conflicto se extiende y las sanciones se intensifican, pero las más pesimistas apuntan a una merma de 2-3 Mbd. Tampoco ha habido una reacción rápida de la producción de crudo no convencional en EE.UU., dado que las empresas productoras se muestran renuentes a aumentar significativamente la inversión en un contexto en el que las perspectivas de mediano y largo plazo continúan apuntando al reemplazo de los combustibles fósiles por fuentes alternativas “limpias”.

En los últimos años, los productores de crudo no convencional se han enfrentado a varios ciclos de auge de precios a los que reaccionaron aumentando agresivamente la inversión y la producción, para al poco tiempo sufrir una abrupta caída de la demanda y los precios, por lo que no parecen dispuestos a exponerse al mismo riesgo.

Hasta ahora el esfuerzo para compensar la caída de la oferta ha recaído sobre el gobierno de EE.UU. que ha anunciado la liberación de 1 millón de barriles diarios de las reservas estratégicas durante 6 meses. Eso ha contribuido a evitar que los precios continúen disparándose, pero no parece suficiente para provocar un cambio de tendencia. Cuanto más se extiende el período en que los precios del crudo permanecen en los elevados niveles actuales, mayor es el traslado a los precios de los productos refinados.

Es así que el precio de la nafta en EE.UU. alcanzó U\$S 4,32 por galón en marzo, superando los U\$S 4 dólares por galón por primera vez desde el 2008, cuando el crudo trepó al máximo histórico de U\$S 150 por barril. En Europa,

en la Federación Rusa. Rusia no podrá hacer frente a pagos de deuda con fondos que estén depositados bajo jurisdicción estadounidense. Finalmente, congela y bloquea los activos en EE.UU. de altos dignatarios rusos y sus familias, incluyendo a las hijas adultas de Putin. Por el lado de la UE., la medida más importante es el embargo sobre las importaciones de carbón desde Rusia, que entrará en vigencia dentro de 3 meses.

los gobiernos están buscando compensar con rebajas de impuestos la suba de costos de la energía, que en su caso es mucho más relevante el aumento del precio del gas y de la electricidad, que han aumentado exponencialmente desde el inicio del conflicto por la dependencia del gas ruso. Pero el subsidio a los consumidores no alivia, y eventualmente puede agravar, la escasez producida por las restricciones de oferta.

GRÁFICO 4. EE.UU. PRECIO PROMEDIO DE LA NAFTA REGULAR SIN PLOMO – U\$S POR GALÓN



Fuente: Bloomberg

Sin solución en el horizonte, la suba de costos de la energía impacta en todas las cadenas productivas, tanto a través de los costos logísticos como de los costos directos de producción, y erosiona los ingresos reales de las familias. Esto agrava los cuellos de botella que sectores industriales de gran relevancia para la actividad económica global, como el automotriz, ya arrastraban desde la pandemia. Como consecuencia, las expectativas de que con la reapertura de las economías post-COVID se aliviaran tales cuellos de botella y se restableciera la normalidad en los suministros se han desvanecido. El encarecimiento de la energía está afectando también en forma directa al otro sector clave que ha registrado un salto significativo en los precios por la guerra: los alimentos. En el número anterior del IEM se detalló la fuerte relevancia de Ucrania y Rusia en la producción y el comercio internacional de trigo, maíz y aceite de girasol. La suba de costos de la energía viene a agravar el problema global generado por la restricción de la oferta proveniente de los países en conflicto. **Esto puede derivar en descontento social que provoque cambios políticos e incluso disturbios violentos, algo que ya está ocurriendo en algunos países como Perú.**

En el gráfico 5 se aprecia la magnitud sin precedentes en más de 30 años que ha alcanzado la suba de precios de alimentos a nivel mundial, de acuerdo al índice que elabora la Organización de Alimentos y Agricultura de las Naciones Unidas (FAO por su sigla en inglés) desde enero de 1990.

GRÁFICO 5. ÍNDICE MUNDIAL DE PRECIOS DE ALIMENTOS – BASE 2014-2016 = 100



Fuente: Bloomberg

La crisis de precios de los alimentos se ve potenciada por la reacción “no cooperativa” de muchos países, que buscan asegurar su provisión de alimentos restringiendo o prohibiendo exportaciones. Esto reduce aun más los volúmenes de comercio internacional y fomenta el aumento del proteccionismo.

Se trata de un nuevo golpe a la globalización, que ya venía siendo castigada desde la pandemia, cuando fue puesta en duda la seguridad de las cadenas productivas integradas globalmente, fomentando la renacionalización y la localización de la producción en la cercanía de los grandes centros productivos, por encima de la eficiencia de costos. La retracción de la globalización podría representar un impacto alcista permanente sobre los costos de producción global, más allá de los cuellos de botella y las restricciones de oferta de corto plazo.

En suma, a extensión de la guerra sigue alimentando el proceso de aceleración inflacionaria a nivel global iniciado a la salida de la pandemia a principios de 2021. A principios de 2022, muchos pronósticos auguraban que, al menos en los países desarrollados, la inflación iba a empezar a ceder en el transcurso del segundo trimestre del año en curso, a partir del relajamiento de los cuellos de botella de oferta y de la extinción de los estímulos fiscales extraordinarios aplicados durante la pandemia.

Ahora, no sólo no se espera una baja, sino que se anticipa una aceleración adicional de los registros de inflación al menos hasta mediados de 2022, a pesar de que empieza a haber señales cada vez más intensas de que la recuperación económica post-pandemia está perdiendo fuerza y podría frenarse totalmente en lo que resta del año. La estanflación está dejando de ser una amenaza y ya pasa a ser una realidad tangible.

Para los bancos centrales, el manejo de la política monetaria se torna cada vez más desafiante, aumentando el riesgo de cometer errores que terminen agravando los problemas. Los bancos centrales del mundo desarrollado se enfrentan a un proceso de aceleración inflacionaria, provocado principalmente por un shock adverso de oferta, pero que amenaza en forma creciente con arruinar su reputación y desanclar las expectativas inflacionarias.

Ante esta disyuntiva, las autoridades monetarias deben calibrar hasta qué punto combatir la noción cada vez más extendida de que están “detrás de la curva” en la lucha contra la inflación endureciendo la postura monetaria agresivamente, a riesgo de agravar el impacto negativo sobre la actividad económica del shock de oferta. La experiencia estanflacionaria de los '70, especialmente en EE.UU., cuando la Fed intentó “acomodar” el shock de oferta sin endurecer la política monetaria sin resultados positivos, parece indicar que en esta ocasión no repetirán el mismo camino.

Algunos argumentan que las sanciones financieras sobre Rusia en una escala sin precedentes podrían poner el riesgo la preeminencia del dólar como moneda global aunque parece un pronóstico prematuro. La principal característica diferencial de las sanciones que se están aplicando a Rusia, sus autoridades políticas, empresas, bancos y empresarios más prominentes, es el embargo de sus reservas, cuentas bancarias activos y activos financieros depositados en la jurisdicción de EE.UU. y sus aliados, los que están mayormente en dólares.

La imposibilidad que están enfrentando los rusos de acceder a sus reservas y activos podría alertar a los gobiernos y personalidades de otros países que eventualmente podrían sufrir las mismas consecuencias a retirar sus tenencias en dólares en EE.UU. y traspasarlas a otras monedas y jurisdicciones menos “riesgosas”, lo que llevaría en el mediano plazo a que el dólar pierda su estatus de moneda de reserva global indiscutible. Sin embargo, por el momento no existe ninguna moneda que reúna las características del dólar, en términos de historia, estabilidad, libre convertibilidad, liquidez y profundidad de sus mercados financieros, para poder ocupar su lugar. En la práctica, el USD se ha apreciado en términos multilaterales desde el inicio de la guerra.

El Dollar Index, que mide la evolución del USD contra una canasta de divisas de países desarrollados ponderados por su participación en el comercio internacional de EE.UU.³, se apreció un 4,5% desde el 23 de febrero. Su nivel actual de 100,5 sólo ha sido superado en los últimos 15 años en dos períodos breves: a fines de 2016, después que Trump ganó las elecciones presidenciales, y en marzo de 2020, al inicio de la pandemia cuando las restricciones estrictas provocaron fuertes dislocaciones en los mercados globales (véase el gráfico 6).

³ La canasta está compuesta por el Euro (EUR, 57,6%), el Yen (JPY, 13,6%), la Libra Esterlina (GBP, 11,9%), el Dólar Canadiense (CAD, 9,1%), la Corona Sueca (SEK, 4,2%) y el Franco Suizo (CHF, 3,6%)

GRÁFICO 6. EVOLUCIÓN DEL DOLLAR INDEX – BASE MARZO 1973 = 100

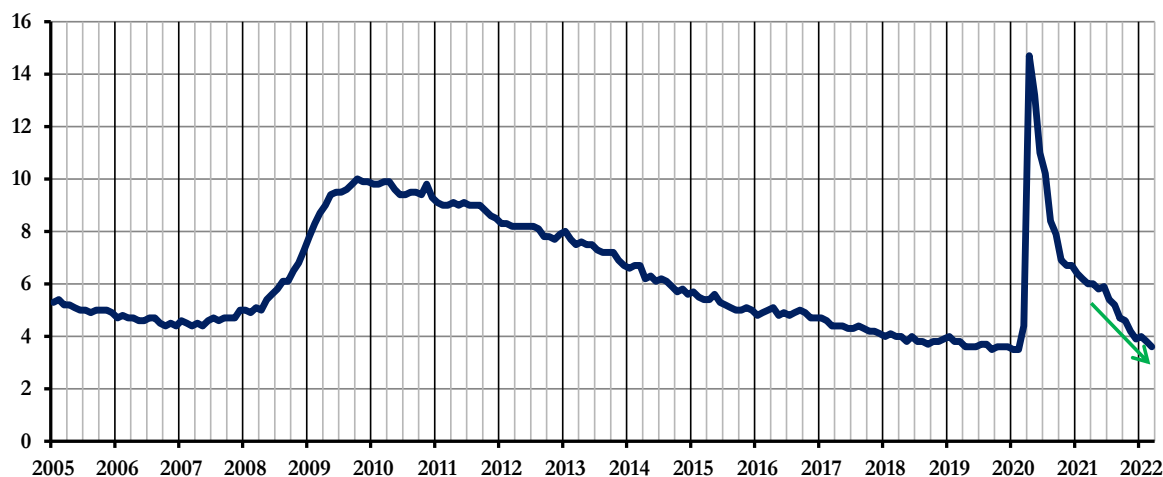


Fuente: Bloomberg

2. La Fed endurece el discurso y se apresta a acelerar la normalización de la política monetaria

En la reunión de marzo la Fed dio inicio a un nuevo ciclo alcista de tasas de interés, al subir 25 puntos básicos (p.b.) la tasa de Fed Funds al nuevo rango de 0,25-0,50%. La medida estaba plenamente anticipada por los mercados financieros. Incluso, hacia mediados de febrero la persistente suba de la inflación había elevado la probabilidad de que la primera suba fuera de 50 p.b., pero la incertidumbre generada por la invasión de Rusia a Ucrania a fines de febrero llevó a desestimar tal posibilidad. Desde entonces, el escenario inflacionario ha continuado deteriorándose. Por un lado, como se mostró en la sección anterior, el costo de la energía y los combustibles siguió en alza. Por otro lado, los datos del mercado laboral de marzo mostraron una nueva caída del desempleo a 3,6%, el mínimo desde el inicio de la pandemia y muy cerca del piso de 3,5% registrado en 2019 (véase gráfico 7).

GRÁFICO 7. EE.UU. EVOLUCIÓN DE LA TASA DE DESEMPLEO (%)



Fuente: Bloomberg

El dato de inflación minorista de marzo registró una suba del 1,2% mensual y del 8,5% interanual, frente al 0,8% mensual y al 7,9% interanual de febrero, confirmando que la tendencia de los precios aún es alcista. De esta forma, se convalidaron las revisiones al alza que habían experimentado las estimaciones de consenso en las semanas previas: según el relevamiento de Bloomberg, el consenso se ubicaba en 1,2% mensual y 8,4% interanual. Si bien una parte importante de la aceleración es atribuible a energía y alimentos, afectados por la guerra, el fenómeno inflacionario sigue siendo bastante amplio. La inflación subyacente registró en marzo una variación de 0,3% mensual y

6,5% interanual, frente a 0,5% mensual y 6,4% interanual de febrero⁴. Para todo el año 2022, la encuesta que elabora Bloomberg estimó en abril una inflación de 6,9%, frente al 6,1% en la encuesta de marzo y al 4,5% de principios de año. El continuo aumento de las proyecciones de inflación de corto plazo está empezando a reflejarse en las expectativas inflacionarias a mediano y largo plazo. La inflación implícita en el diferencial entre la tasa nominal y real de los bonos del Tesoro a 10 años está trepando nuevamente, tomando impulso para romper la barrera del 3% alcanzada durante el mes de marzo.

El persistente deterioro del panorama inflacionario ha forzado a la Fed a adoptar una postura discursiva más agresiva, que apunta a una normalización de la política monetaria mucho más rápida que la que los propios miembros de la Fed señalizaban tan sólo un par de meses atrás. El cambio de tono abarca tanto una aceleración en el ritmo de subas de tasas como en la reducción de los activos del balance de la Fed⁵. Respecto a la suba de las tasas de interés, tanto las minutas de la última reunión como las declaraciones de su Presidente J. Powell y otros miembros dejan en claro que están dispuestos a subir la tasa de a 50 p.b. en más de una reunión, comenzando por la próxima a principios de mayo. Esto a llevado a un fuerte ajuste de expectativas implícitas en la cotización de mercado de los futuros de Fed Funds. Para diciembre de 2022, la tasa a futuro se ubica en 2,45%, más de 100 p.b. por encima del nivel de un mes atrás (véase el gráfico 8). Teniendo en cuenta que restan 6 reuniones de la Fed hasta fin de año, la suba esperada de casi 200 p.b. implica que habría al menos dos reuniones con subas de 50 p.b.

GRÁFICO 8. EE-UU.: TASA DEL FUTURO DE FONDOS FEDERALES A DICIEMBRE DE 2022 (%)



Fuente: Bloomberg

Respecto a los activos del balance de la Fed, las minutas de la última reunión registraron que el QT se anunciaría en la reunión de mayo y comenzaría a un ritmo de U\$S 95.000 millones mensuales (U\$S 60.000 millones de títulos públicos y U\$S 30.000 millones de títulos hipotecarios), lo que se lograría dejando sin renovar vencimientos, sin necesidad por el momento de recurrir a ventas efectivas en el mercado. El total de activos en el balance de la Fed asciende a U\$S 8.9 billones, habiéndose incrementado en u\$4,8 billones desde el inicio de la pandemia, un aumento del 115%. Desde fines de 2020 se incrementó a un ritmo promedio de U\$S 120.000 millones mensuales, hasta diciembre de 2021 comenzó el tapering, que se aceleró en febrero para reducir a 0 las compras en marzo. Se esperaba que el proceso de reversión no comenzara hasta mediados de año y que se diera de forma gradual, hasta que las declaraciones de la vicepresidenta de la Fed, Lael Brainard, el 4 de abril alertaron de un ritmo más acelerado, causando un shock en los mercados financieros.

La expectativa de una aceleración en la suba de tasas provocó un fuerte salto en las tasas de corto plazo, especialmente de los bonos del Tesoro a 2 y 5 años, provocando la inversión de la curva de rendimientos. El rendimiento del bono a 2 años aumentó 100 p.b. desde principios de marzo, de 1,5% a 2,5%, en línea con el aumento de la tasa futura de Fed Funds para diciembre de 2022. La suba del rendimiento del bono a 5 años fue más violenta, pasando de 1,70% a 2,8% en el mismo lapso. Esto llevó a una inversión de la pendiente de la curva de rendimientos que,

⁴ Algunos analistas se apresuraron a destacar la desaceleración de la variación mensual de la inflación subyacente como señal de que la inflación está alcanzando su pico, pero la realidad es que la misma se explica exclusivamente por la baja fuerte de una sola categoría, autos usados, que en 2021 registró subas desproporcionadas ante la escasez de autos nuevos y ahora están retrocediendo a niveles más razonables. El resto de las categorías sigue en alza, principalmente las relacionadas con la vivienda, que tienen una incidencia muy fuerte en el índice.

⁵ En lo que coloquialmente se denomina como “Quantitative Tightening” (QT), por contraposición al “Quantitative Easing” (QE) con que se denominó a la política de incrementar los activos del balance de la Fed mediante la compra de títulos públicos e hipotecarios

medida por el diferencial entre la tasa de 10 años y la de 2 años, tocó un mínimo de -0,08% el 4 de abril. En ese momento sonaron todas las alarmas, ya que la inversión de esta pendiente es considerada como uno de los indicadores más confiables a la hora de anticipar una recesión en la economía de EE.UU. (véase el gráfico 9).

GRÁFICO 9. EE-UU.: DIFERENCIAL DE TASAS DE BONOS DEL TESORO A 10 Y 2 AÑOS (P.B.)



Fuente: Bloomberg

Sin embargo, las declaraciones de Brainard alertando sobre un QT más agresivo impactó de lleno sobre las tasas largas, con el rendimiento del bono del Tesoro a 10 años aumentando más de 40 p.b entre el 4 y el 14 de abril, a un nuevo máximo desde el comienzo de la pandemia de 2,82%. La suba de la tasa de 10 años provocó la “desinversión” de la curva de rendimientos, con la pendiente volviendo a +0,36% al 14 de abril. Pero al mismo tiempo indujo una fuerte corrección en los mercados accionarios y en la deuda de alto riesgo y de mercados emergentes, que venían mostrando una recuperación desde mediados de marzo.

El endurecimiento de la postura de la Fed puede resultar demasiado tardío, en el sentido que sólo podría ser capaz de frenar el actual proceso de aceleración inflacionaria al costo de generar un “*aterrizaje duro*” (“*hard landing*”) para la actividad económica. A la erosión de los ingresos reales por el efecto de la inflación, que ya está afectando la confianza de los consumidores, ahora se suman el encarecimiento del crédito para compra de bienes durables, así como el endurecimiento de las condiciones de refinanciamiento para el sector corporativo, cuyo endeudamiento se encuentra en un nivel elevado luego del prolongado período de bajas tasas. Si bien al inicio de procesos previos de normalización monetaria, las expectativas de las autoridades monetarias y de los agentes económicos de evitar una recesión y alcanzar un “*aterrizaje suave*” (“*soft landing*”) son elevadas, la historia indica que el riesgo de terminar en un “*aterrizaje duro*” es significativo.

CONSECUENCIAS ECONÓMICAS DE LA GUERRA ENTRE RUSIA Y UCRANIA.

Leandro Marcarian

La invasión de Rusia a Ucrania ha generado una fuerte suba de precios del petróleo y de otros *commodities*, y para varios países no es factible encontrar proveedores sustitutos en el corto plazo. En este contexto, el retorno de los precios de *commodities* a los niveles de pre-guerra puede ser dificultoso mientras dure el conflicto y no se normalicen las relaciones comerciales internacionales.

1. Introducción

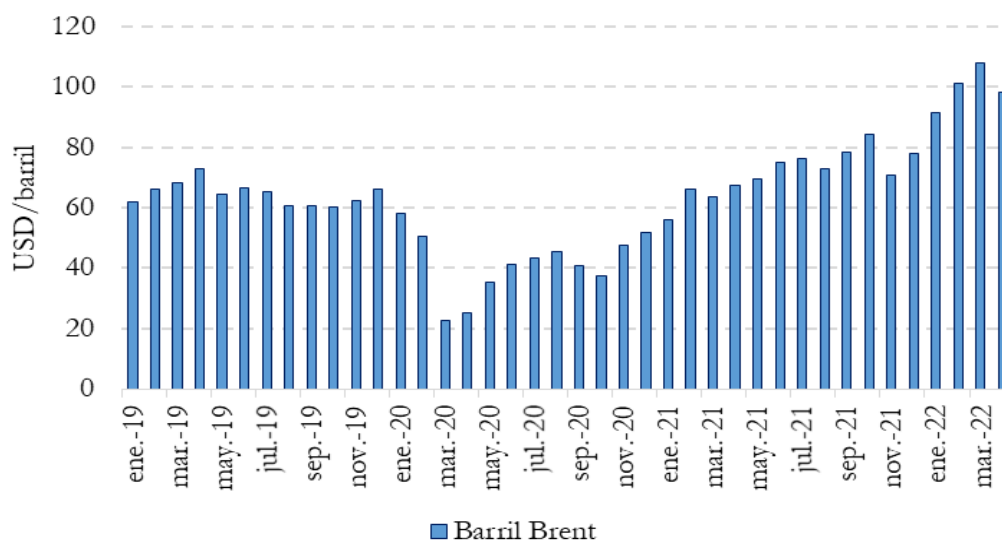
La invasión de Rusia a Ucrania ha impactado en todos los países del mundo. Los efectos sobre la economía de cada uno de ellos pueden diferenciarse entre efectos directos e indirectos, así como también entre efectos de corto y largo plazo.

El precio del barril de petróleo Brent tras un rally alcista de casi dos años, llegó a niveles máximos desde 2014, en torno de los US\$ 100. Sin embargo, esto no ha mermado las importaciones europeas de crudo y actualmente sus compras representan el 50% de las exportaciones rusas de petróleo, en torno de 2 millones de barriles por día (bpd). Los países más expuestos, como Alemania, que recibe un 34% de su petróleo desde Rusia, se niegan a imponer sanciones a Moscú.

Sus gobiernos aducen la imposibilidad de conseguir proveedores sustitutos en tiempo y forma, a la vez que argumentan que un faltante de energía empujaría a sus economías a una recesión profunda. A su vez, otros países miembros de la Unión Europea entienden que al no frenar sus importaciones de petróleo ruso, están financiando la guerra a Putin, ya que Europa paga aproximadamente U\$S 500 millones diarios por esas compras de crudo.

Para intentar contrarrestar la dependencia de Rusia, los países miembros de la IEA (Asociación de Energía Internacional) han optado por hacer uso de sus reservas de barriles y proveyendo al mercado aproximadamente 120 millones de barriles. Esto trajo tranquilidad al mercado, haciendo que la cotización del Brent se contraiga en aproximadamente U\$S 10 tras el anuncio.

GRÁFICO 10. EVOLUCIÓN DEL PRECIO DEL PETRÓLEO BRENT



Fuente: Elaboración propia en base a Investing

Mientras la guerra continúe, y el mundo siga disminuyendo su dependencia del petróleo ruso, el desafío estará en encontrar proveedores sustitutos. Sin embargo, no está resultando fácil. Los países de la OPEP+ niegan la existencia de un faltante de oferta, por lo que su compromiso de aumentar la producción fue mínimo, de apenas el 10% de lo esperado.

Venezuela e Irán en particular pueden ver sus situaciones favorablemente afectadas en este contexto. Irán, quien posee la 5ta máxima reserva probada de crudo del mundo podría llegar a proveer hasta 1 millón de barriles por día. Pero para que esto suceda, Irán exige que se retomen las conversaciones por su programa nuclear. Así y todo, le tomaría aproximadamente 6 meses a Irán poder empezar a proveer dicha cantidad con regularidad al mercado.⁶

De forma similar, la necesidad de reemplazar el petróleo ruso podría incentivar a Estados Unidos, y al resto del mundo, a ofrecer un “indulto” comercial al régimen de Maduro, el cual tiene la capacidad de agregar cerca de 2 millones de bpd desde Venezuela a la oferta mundial. Si bien aún no hay evidencias de que esto pueda suceder, tampoco hay que entenderlo como una solución en el corto plazo. Los años de estancamiento y descapitalización de la industria venezolana implican que, para poder proveer esos millones de barriles extra, se necesitarán millones de dólares en inversión y varios años.

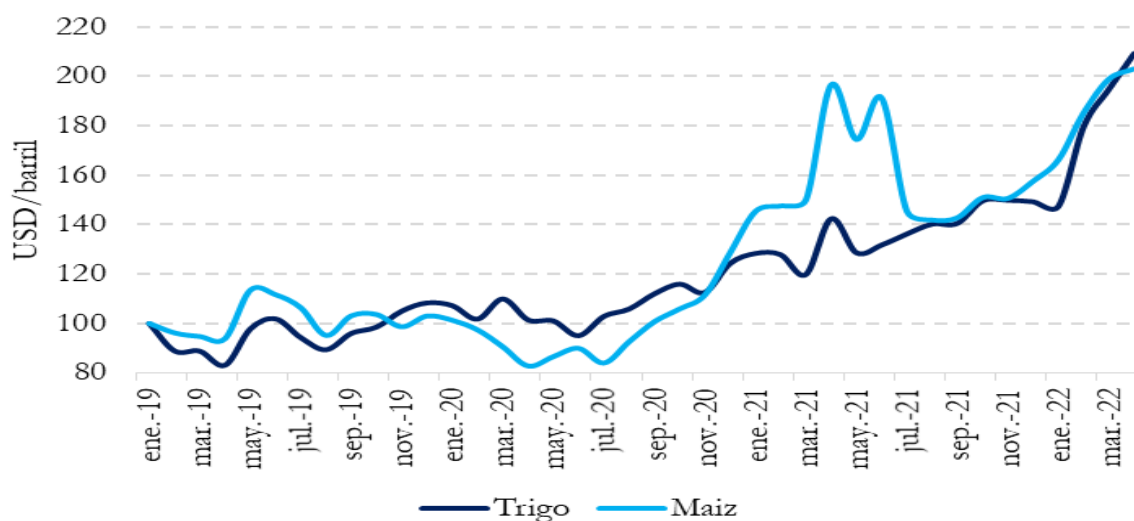
Nada de lo dicho anteriormente permite imaginar un futuro inmediato más tranquilo en este mercado. Un retorno a los precios de pre-guerra resulta sencillamente imposible. La EIA del gobierno de los Estados Unidos proyecta al precio del barril Brent en U\$S 108 promedio para el segundo trimestre de 2022, mientras que lo ve retrocediendo a U\$S 93 para 2023. Todo esto, vale aclarar, es condicional al escenario de guerra. El reporte explica que de imponerse más sanciones o de incrementarse los boicots al petróleo ruso, o de extenderse la guerra varios meses más, los riesgos para el precio son al alza.

⁶ La IEA estima que, por el boicot de varios países compradores, en lo que va de abril Rusia ha acumulado aproximadamente 700.000 bpd y espera que ese stock continúe creciendo hasta llegar a los 1,5 M de bpd.

2. Los commodities agrícolas

La guerra también ha afectado a los commodities agrícolas. El precio del trigo aumentó un 16% desde febrero, mientras que el del maíz hizo lo propio en un 10%.

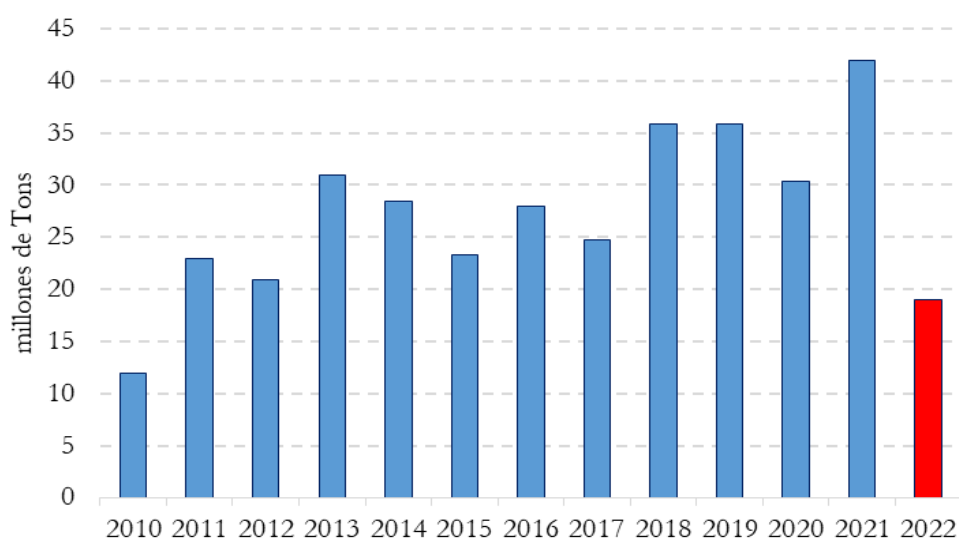
GRÁFICO 11. EVOLUCIÓN DEL PRECIO DEL TRIGO Y EL MAÍZ. ENERO 2019 = 100



Fuente: Elaboración propia en base a Investing

Mientras la suba de precios debilitará la demanda, la guerra seguirá agudizando restricciones de oferta. Rusia ha bloqueado la salida al Mar Negro, de modo que Ucrania ya no puede usarlos como vía de salida de sus exportaciones. A su vez, según su ministro de agricultura, Ucrania podría perder un 50% de la cosecha a causa de la guerra, ya que sus granjeros solo pueden acceder a entre el 50% y 75% de la tierra cultivable. Esto equivale a aproximadamente 55 millones de toneladas de granos. El trigo cosechado caería en un 50%, lo mismo el maíz, mientras que del girasol se perdería entre el 30 y el 40% de la cosecha.

GRÁFICO 12. COSECHA DE MAÍZ EN UCRANIA 2010-2022



Fuente: Elaboración propia en base a USDA

El alza en los precios más el futuro faltante por la caída en la producción ucraniana y la prohibición rusa a la exportación de granos hasta junio, han despertado el temor a una crisis de alimentos a nivel mundial. Los primeros afectados serán países pequeños, importadores netos de alimentos, donde la población dedique una proporción mayor de su ingreso al consumo de alimentos. Seguidamente estarán los países que importen alimentos o granos desde Ucrania o Rusia. Entre ellos se destacan Egipto, Nigeria, Turquía, Túnez, Yemen e Indonesia.

Hay un último factor relevante, que son los fertilizantes. Rusia y Bielorrusia, su aliada, representan el 20% de la oferta mundial de fertilizantes. Dado que Rusia ha anunciado un freno de sus exportaciones de fertilizantes a países “no amigables”, se puede descontar un alza en el precio de los mismos, menor rinde de las tierras, y más presión sobre los precios de los alimentos, lo cual aumenta el riesgo de crisis alimenticia antes mencionada.

La FAO (Food and Agriculture Organization) planteó tres posibles escenarios para el resto del año en función a las restricciones de oferta que se concreten desde Rusia y Ucrania por la guerra y en el resto del mundo por el faltante de fertilizantes.

- **Escenario 1:** Exportaciones ucranianas caen 33%, exportaciones rusas caen 10%, producción mundial cae 0%
- **Escenario 2:** Exportaciones ucranianas caen 50%, exportaciones rusas caen 20%, producción mundial cae 5%
- **Escenario 3:** Exportaciones ucranianas caen 10%, exportaciones rusas caen 30%, producción mundial cae 10%

En el peor de los escenarios, más de 30 países perderán más de una cuarta parte de sus importaciones normales, mientras que en el mejor de los casos solo los siete países más vulnerables se verán afectados, perdiendo más del 10 % de sus importaciones normales. Al igual que con el caso del petróleo, encontrar proveedores alternativos no es una tarea fácil. Los costos de fletes podrían hasta duplicarse, haciendo que el precio de los granos llegue al consumidor final a precios aun más altos.

En suma, el conflicto ha generado varios frentes de inestabilidad cuyo impacto futuro es todavía incierto:

- La guerra ha impulsado los precios del petróleo y de los *commodities* agrícolas al alza, pero no es totalmente claro si esas subas continuarán y de manera permanente.
- Las restricciones de oferta en ambos mercados no parecen tener soluciones en lo inmediato.
- La OPEP ha decidido no aumentar su producción por el momento.
- En cuanto a los alimentos, por los tiempos propios del ciclo agrícola es imposible esperar en los próximos meses una rápida sustitución de la producción perdida en Ucrania y Rusia.

Todo esto indica que los precios seguirán en los niveles actuales, la oferta será menor a la deseada, y los stocks serán consumidos. Esto dependerá de la duración de la guerra: el riesgo de una crisis alimentaria mundial aumentará si el conflicto bélico se extiende en el tiempo.

NOTA ESPECIAL

JEAN-PAUL FITOUSSI (1942-2022)

Héctor Rubini

En la noche del viernes 15 de abril falleció a los 79 años Jean-Paul Fitoussi, uno de los más destacados e influyentes economistas franceses contemporáneos. Tuvo una destacada y muy activa participación en debates académicos y en la vida política de Francia. Reconocido como un hombre de convicciones, intelectualmente muy sólido, para muchos con un estilo provocador, era uno de los economistas franceses más apreciados tanto en su país como en el exterior. De fuerte adhesión al pensamiento keynesiano, sus investigaciones se focalizaron en cuestiones relacionadas con la inflación, el desempleo, la desigualdad y el rol de las políticas públicas en general, y diversos debates y cuestiones sobre las instituciones de la Unión Europea, la gran crisis financiera de 2008-10 y problemas relacionados con el deterioro del medio ambiente. Siempre manifestó su preocupación por la desigualdad distributiva y su incompatibilidad intrínseca con la estabilidad y buen funcionamiento de las democracias.

Había nacido en La Goulette, Túnez, en 1942. Se graduó en Economía en la Universidad de Estrasburgo, donde completó el doctorado en Derecho y Economía (*summa cum laude*). Allí inició su carrera docente en los años '60. Luego siguió como profesor en el Instituto Universitario Europeo de Florencia (1979-83) y en la Universidad de California en Los Angeles (1984). En 1982 fue incorporado al Instituto de Estudios Políticos de París, conocido como *Sciences Po*. Allí presidió el Consejo Científico entre 1997 y 2010, y fue miembro del directorio en representación de sus fundadores entre 2001 y 2021, y su presidente hasta mayo de 2021.

En 1989 fue nombrado presidente del Observatorio Francés de Coyuntura Económica (OFCE), cargo que ocupó hasta mayo de 2010, y donde en 2008 y 2009 presidió junto a Amartya Sen y Joseph Stiglitz el Consejo para la Medición del Desempeño Económico y el Progreso Social, cuyo lanzamiento estuvo a cargo del entonces presidente Nicolás Sarkozy. También fue miembro del Consejo Científico del Instituto François Mitterrand.

En ambos años también integró la Comisión de las Naciones Unidas para la Reforma del Sistema Monetario y Financiero Internacional, y fue miembro del Consejo de Análisis Económico del Primer Ministro francés. También fue profesor de la Universidad Libre de Estudios Sociales Guido Carli de Roma (Italia) y en ese país integró el directorio de Telecom Italia entre 2004 y 2017. También formó parte del Comité de Asuntos Económicos y Monetarios del Parlamento Europeo entre 2000 y 2009. Fue miembro del Center for Capitalism and Society de la Universidad de Columbia, del Consejo de Supervisión del banco Intesa Sanpaolo en Italia, el Comité Científico de las revistas *Revue Française d'Economie* y *Critique Internationale*, y del comité editorial de *The International Journal of Developing Planning Literature*.

Entre los diversos premios y reconocimientos obtenidos en su trayectoria, Fitoussi fue distinguido como Caballero de la Orden de la Legión de Honor y de la Orden Nacional del Mérito y Gran Oficial de la Orden del Infante Enrique de Portugal. También recibió el Premio en Economía de la Academia Francesa de Ciencias, el Premio Rossi de la Academia de Ciencias Morales de Francia, los doctorados Honoris Causa de la Universidad de Buenos Aires y de la Universidad de Tres de Febrero en nuestro país, y las designaciones como profesor honorario en la Universidad de Trento y decano honorario en la Facultad de Economía de la Universidad de Estrasburgo.

En su obituario, el presidente de la Fundación Nacional para las Ciencias Políticas, Laurence Dorléac, y el director de *Sciences Po*, Mathias Vicherat, destacaron que Fitoussi “siempre quiso poner la investigación económica más rigurosa y los estudios sólidamente fundamentados al servicio no sólo de la política económica sino sobre todo a los ciudadanos, que **en la actualidad no pueden ejercer plenamente su soberanía son lo que pudiera llamarse una “cultura económica general”**. Fitoussi promovió doblemente esta cultura económica general, tanto en los auditorios de *Sciences Po* como en la vida pública”. También destacaron que Fitoussi “**sabía que no hay nada más importante para el conocimiento y para las sociedades abiertas que la democratización del acceso a las instituciones de educación superior**”.

Siempre fue un defensor del intervencionismo estatal de inspiración keynesiana, fuerte crítico del liberalismo, y sobre todo de la emergencia de los partidos extremistas europeos. En los últimos meses se había manifestado a favor de Emmanuel Macron para las pasadas elecciones presidenciales, y varias advertencias sobre las consecuencias recesivas para Europa de la guerra en Ucrania.

Autor de numerosos trabajos de investigación, las siguientes citas son apenas una pequeña muestra de su productividad y vigor intelectual:

- Fitoussi, Jean-Paul y Edmond Malinvaud, (1980). “Macroeconomic Rationing of Employment”, en E. Malinvaud y J.P. Fitoussi (eds.), *Unemployment in Western Countries. Proceedings of a Conference held by the International Economic Association at Bischofsberg, France*. Palgrave, Macmillan.
- Fitoussi, Jean-Paul (1983). *Modern Macroeconomic Theory*. Basil Blackwell.
- Fitoussi, Jean-Paul y Marcello de Cecco (eds.) (1987): *Monetary Theory and Economic Institutions: Proceedings of a Conference held by the International Economic Association at Fiesole, Florence, Italy*. Palgrave, Macmillan.
- Fitoussi, Jean-Paul y Edmund S. Phelps (1988). *The Slump in Europe: Open Economy Theory Reconstructed*. Basil Blackwell.
- Fitoussi, Jean-Paul, Olivier Blanchard, Tony Atkinson, Robert Solow y Edmund S. Phelps (1993). *Competitive Disinflation: The Mark and Budgetary Politics in Europe*. Oxford University Press.
- Fitoussi, Jean-Paul (1994). “Wage Distribution and Unemployment: The French Experience”. *American Economic Review* 84(2), 59-64.
- Fitoussi, Jean-Paul (1997). *Il Dibattito Proibito*. Il Mulino.
- Fitoussi, Jean-Paul (1997). *Il Dittatore Benevolo*. Il Mulino.
- Fitoussi, Jean-Paul y Pierre Rosanvallon (1998). *Le Nouvel Âge des Inégalités*. En español: *La Nueva Era de las Desigualdades*. Ediciones Manantial. Buenos Aires, 2003.
- Fitoussi, Jean-Paul; Jagdish Bhagwati y Martín Varsavsky, Martín (2003). *¿Qué Podemos Esperar de ...? Economía*. Círculo de Lectores. Barcelona.
- Fitoussi, Jean-Paul y Patrick Savidan (2003): *Comprendre les Inégalités*. Presses Universitaires de France.
- Fitoussi, Jean-Paul (2004). *La démocratie et le marché*. Grasset.
- Fitoussi, Jean-Paul y Fiorella Kostoris Padoa-Schioppa (2005). *Report on the State of the European Union. Vol. 1*. Palgrave, MacMillan.
- Fitoussi, Jean-Paul y Jacques Le Cacheux (eds.) (2007). *Report on the State of the European Union. Vol. 2. Reforming the European Union*. Palgrave, MacMillan.
- Fitoussi, Jean-Paul y Francesco Saraceno (2008). “Fiscal Discipline as a Social Norm: The European Stability Pact”. *Journal of Economic Theory* 10(6), 1143-1168.
- Fitoussi, Jean-Paul y Jacques Le Cacheux (eds.) (2010). *Report on the State of the European Union. Vol. 3. Crisis in the EU Economic Governance*. Palgrave, MacMillan.
- Fitoussi, Jean-Paul, Edmund S. Phelps y Christopher Pissarides (2010). *After the Crisis, the Way Ahead*. Luiss University Press.
- Fitoussi, Jean-Paul, Amartya Sen, Joseph E. Stiglitz y Eamon Kircher-Allen (2010). *Mismeasuring Our Lives: Why GDP Doesn't Add Up*. The New Press.
- Fitoussi, Jean-Paul, Franklin Allen, Masakiko Aoki, Nobuhiro Kiyotaki, Roger Gordon y Joseph E. Stiglitz (eds.) (2010). *The Global Macroeconomy and Finance*. International Economic Association Series.
- Fitoussi, Jean-Paul (2013). *Il Teorema del Campione. O come Mettere Fine alla Sofferenza Sociale*. Einaudi.
- Fitoussi, Jean-Paul (2020). *Comme on Nous Parle: L'emprise de la Novlangue sur nos Sociétés*. Liens Libèrent. En español: *Como nos Hablan. La Neolengua en Nuestra Sociedad*. Editorial de la Universidad de Tres de Febrero (EDUNTREF). Febrero de 2022.

Sobre la obra de Fitoussi:

- Vellupillai, Kumaraswamy Vela (ed.) (2004): *Macroeconomic Theory and Economic Policy: Essays in Honour of Jean-Paul Fitoussi*. (Routledge Frontiers on Political Economy, 59). Routledge.
- Laurent, Eloi, y Jacques Le Cacheux (2015): *Fruitful Economics. Papers in Honor of and by Jean-Paul Fitoussi*. Palgrave Macmillan.

PRÓXIMOS INDICADORES Y EVENTOS

2022		abril				
LUNES	MARTES	MIÉRCOLES	JUEVES	VIERNES	SÁBADO	DOMINGO
18	19	20	21	22	23	24
	<u>INDEC</u> : Utilización de la capacidad instalada en la industria (UCII). Febrero de 2022.	<u>INDEC</u> : Índice del costo de la construcción (ICC). Marzo de 2022. Sistema de índices de precios mayoristas. Marzo de 2022.	<u>INDEC</u> : Variación mensual de la canasta alimentaria y de la canasta básica total. Marzo de 2022. Estimador mensual de actividad económica (EMAE). Febrero de 2022.			
25	26	27	28	29	30	01
	<u>INDEC</u> : Encuesta de supermercados y autoservicios mayoristas. Febrero de 2022. Encuesta nacional de centros de compras. Febrero de 2022.	<u>Banco de Japón</u> . Reunión de Política Monetaria.	<u>Banco de Japón</u> . Reunión de Política Monetaria. <u>Bureau of Labor Analysis</u> (EE UU): Avance PBI 1er cuatrimestre de 2022.	<u>INDEC</u> : Índice de salarios. Febrero de 2022		

2022		mayo				
LUNES	MARTES	MIÉRCOLES	JUEVES	VIERNES	SÁBADO	DOMINGO
02	03	04	05	06	07	08
	<u>Reserva Federal</u> (EE UU). Reunión del Comité de Mercado Abierto (FOMC). <u>Banco Central de Brasil</u> . Reunión de Comité de Política Monetaria. <u>IBGE</u> (Brasil). Encuesta de Producción Industrial. Marzo de 2022.	<u>INDEC</u> : Índices de precios y cantidades del comercio exterior. 1º trimestre de 2022. <u>Reserva Federal</u> (EE UU). Reunión del Comité de Mercado Abierto (FOMC). <u>Banco Central de Brasil</u> . Reunión de Comité de Política Monetaria. <u>Bureau of Labor Analysis</u> (EE UU): Comercio Internacional de Bienes y Servicios. Marzo de 2022.	<u>INDEC</u> : Índice de producción industrial manufacturero (IPI manufacturero). Marzo de 2022. Indicadores de coyuntura de la actividad de la construcción. Marzo de 2022. <u>Banco de Inglaterra</u> . Reunión de Política Monetaria.	<u>Bureau of Labor Statistics</u> (EE UU): Situación del Empleo. Abril de 2022.		
09	10	11	12	13	14	15
	<u>INDEC</u> : Índice de salarios. Marzo de 2020.	<u>Bureau of Labor Statistics</u> (EE UU): IPC Abril de 2022. <u>IBGE</u> (Brasil). IPC. Abril de 2022.	<u>INDEC</u> : Índice de precios al consumidor (IPC). Abril de 2022. <u>Bureau of Labor Statistics</u> (EE UU): Índice de Precios al Productor Abril de 2022.			

INDICADORES

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

Indicador	Mar-21	Abr-21	May-21	Jun-21	Jul-21	Ago-21	Sep-21	Oct-21	Nov-21	Dic-21	Ene-22	Feb-22	Mar-22
Confianza del Consumidor (UTDT)													
Indice	38,2	35,3	35,4	34,6	37,9	39,8	40,5	40,2	39,7	37,8	40,1	39,4	36,9
Var. % m/m	1,3%	-7,5%	0,2%	-2,1%	9,3%	5,0%	1,9%	-0,8%	-1,3%	-4,9%	6,3%	-1,8%	-6,4%
Var. % a/a	-7,4%	-10,0%	-7,9%	-12,2%	-0,8%	-3,8%	0,5%	3,6%	-2,9%	-3,9%	5,1%	4,6%	-3,4%
Indicadores de Actividad													
EMAE (INDEC) Var. % a/a	13,3%	29,5%	14,4%	11,7%	11,8%	12,8%	11,3%	6,7%	9,3%	9,8%	5,4%	s/d	s/d
Var m/m, sin estacionalidad	0,8%	-1,3%	-1,0%	2,6%	1,4%	1,4%	0,9%	-0,9%	1,7%	0,9%	-0,5%	s/d	s/d
Venta de autos O Km (ADEFA) Var. % a/a	71,0%	297,7%	39,9%	18,6%	8,4%	-8,0%	-26,7%	-24,1%	-11,5%	-16,1%	-26,2%	-4,7%	4,5%
Var m/m, con estacionalidad	21,3%	-7,7%	-6,2%	0,6%	-13,6%	7,0%	5,5%	-1,6%	10,0%	17,7%	-38,4%	26,2%	33,0%
Producción Industrial (FIEL) Var. % a/a	29,2%	58,5%	33,1%	23,1%	13,8%	12,9%	8,9%	5,2%	7,6%	8,0%	0,1%	9,7%	s/d
Var m/m, desest.	3,0%	0,3%	-1,7%	0,8%	-2,8%	-0,1%	-0,5%	-1,8%	1,7%	1,1%	-0,3%	2,3%	s/d
Producción Industrial (INDEC) Var. % a/a	33,4%	56,1%	30,4%	19,5%	12,7%	13,9%	10,1%	4,4%	9,9%	10,3%	-0,8%	8,7%	s/d
ISAC (INDEC) Var. % a/a	97,7%	322,0%	70,4%	28,4%	19,8%	22,7%	12,4%	7,8%	7,7%	4,5%	-5,0%	8,6%	s/d
Construcción (Grupo Construya) Var. % a/a	103,7%	366,7%	58,9%	29,3%	7,4%	11,3%	5,5%	-5,0%	6,6%	15,4%	3,9%	10,5%	9,2%
Var. % m/m, desest.	-5,1%	6,4%	-0,4%	6,5%	1,1%	-2,5%	-4,6%	7,5%	-1,3%	-6,7%	-5,0%	11,2%	3,7%
Despachos de Cemento (AFCP) Var. % a/a	93,5%	134,6%	50,5%	20,6%	21,4%	18,8%	7,4%	6,1%	1,5%	4,1%	-2,0%	15,7%	7,6%
Indicadores del Sector Externo													
Exportaciones en USD	5.720	6.143	6.813	7.010	7.252	8.099	7.570	6.863	6.191	6.587	5.547	6.443	s/d
Var. % a/a	30,5%	41,3%	34,2%	46,5%	47,1%	63,5%	60,1%	46,8%	37,6%	85,9%	12,9%	34,9%	s/d
Importaciones en USD	5.320	4.673	5.141	5.909	5.715	5.754	5.886	5.247	5.767	6.216	5.251	5.634	s/d
Var. % a/a	68,7%	61,5%	62,4%	79,1%	65,6%	64,0%	42,6%	31,0%	40,1%	59,1%	36,6%	51,7%	s/d
Saldo Comercial en USD	400	1.470	1.672	1.101	1.537	2.345	1.684	1.616	424	371	296	809	s/d
Precios Materias Primas BCRA (dic 2001=100)	283,3	294,3	300,1	311,8	297,9	293,3	279,6	281,7	292,6	295,8	313,9	333,8	371,5
Var. % a/a	43,8%	60,0%	63,1%	64,2%	52,0%	47,0%	32,2%	24,6%	22,4%	19,0%	15,2%	19,0%	31,1%

Indicador	Mar-21	Abr-21	May-21	Jun-21	Jul-21	Ago-21	Sep-21	Oct-21	Nov-21	Dic-21	Ene-22	Feb-22	Mar-22
Indicadores Monetarios (saldos promedios mensuales)													
Base Monetaria (\$ M.M.)	2.524	2.546	2.540	2.702	2.864	2.933	2.931	3.033	3.152	3.383	3.702	3.767	3.663
Circulante	1.816	1.801	1.831	1.935	2.091	2.139	2.165	2.215	2.291	2.504	2.677	2.685	2.674
Otros pasivos BCRA en mon. local: (a) + (b) + (c)	4.184	4.500	4.813	4.847	4.892	5.320	5.572	5.719	5.870	6.103	6.368	6.328	6.563
(a) Deuda Remun (LELIQ+NOCOM)	1.883	1.980	2.049	2.028	2.015	2.078	2.144	2.159	2.125	2.134	2.906	3.701	4.153
(b) Pasivos netos por pases	1.177	1.350	1.542	1.562	1.572	1.896	2.032	2.106	2.234	2.368	1.781	930	650
(c) Depósitos del Gobierno	1.123	1.170	1.222	1.257	1.305	1.346	1.397	1.453	1.511	1.601	1.680	1.697	1.759
Reservas intern. brutas (U\$S M.M.)	40	40	41	42	43	43	45	43	42	41	39	37	39
Dep. en mon.ext. en BCRA (U\$S M.M.)	11	11	10	11	11	11	12	19	19	18	19	18	18
(BaseMon.+ Pas.noMon.)/(Rvas.Int.Brut - Dep.en U\$S en BCRA)	236	240	238	237	241	255	255	366	380	424	497	537	507
Tipo de cambio mayorista bancos (\$ / U\$S)	91,1	92,9	94,1	95,3	96,2	97,2	98,3	99,2	100,3	101,9	103,9	106,3	109,5
Depósitos bancarios (saldos promedios mensuales)													
Total depósitos (\$ M.M.)	8.420	8.738	9.093	9.341	9.649	9.923	10.223	10.610	10.949	11.467	12.028	12.130	12.567
Sector privado	6.843	7.035	7.264	7.527	7.868	8.095	8.334	8.634	8.859	9.297	9.671	9.854	10.154
Sector público	1.577	1.703	1.830	1.813	1.781	1.828	1.889	1.976	2.090	2.170	2.357	2.277	2.413
En moneda local (\$ M.M.)	6.739	7.018	7.331	7.544	7.832	8.077	8.364	8.721	9.067	9.609	10.080	10.168	10.554
Sector privado	5.400	5.555	5.750	5.980	6.301	6.502	6.727	7.019	7.264	7.743	8.056	8.232	8.488
Sector público	1.338	1.464	1.581	1.564	1.532	1.574	1.637	1.702	1.803	1.866	2.024	1.935	2.067
En moneda extranjera (\$ M.M.)	1.682	1.720	1.762	1.797	1.817	1.846	1.860	1.889	1.881	1.857	1.948	1.966	2.013
Sector privado	1.443	1.480	1.514	1.547	1.567	1.593	1.607	1.615	1.595	1.554	1.615	1.622	1.667
Sector público	239	239	249	249	250	253	254	274	287	303	333	344	346
En moneda extranjera (U\$S M.M.)	18,5	18,5	18,7	18,9	18,9	19,0	18,9	19,0	18,8	18,2	18,7	18,5	18,4
Sector privado	15,8	16,0	16,1	16,2	16,3	16,4	16,3	16,3	15,9	15,3	15,5	15,3	15,2
Sector público	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,8	2,9	3,0	3,2	3,2	3,2
Tasas de interés nominales													
Tasa de control monetario BCRA (% anual) Prom. mensual	38,0	38,0	38,0	38,0	38,0	38,0	38,0	38,0	38,0	38,0	39,7	40,9	43,2
Tasas activas (% anual)													
Call en pesos entre bancos privados	29,2	29,7	29,6	29,2	29,6	28,6	29,0	29,0	28,5	28,6	28,7	29,4	31,2
Adel. cta.cte. en pesos a empresas no financ. por \$ 10 M o más, con acuerdo, de 1 a 7 días	36,1	36,5	35,9	35,8	35,8	35,5	35,7	35,2	35,2	35,4	35,7	36	37,2
Préstamos personales	56,0	55,4	54,6	52,6	53,8	53,1	53,6	52,8	51,8	52,9	54,9	55,8	55,9
Tasas pasivas (% anual)													
BADLAR	33,3	33,1	33,3	33,4	33,4	33,3	33,3	33,4	33,4	33,4	36,0	37,3	39,5
Plazo fijo en \$ hasta \$ 100.000	36,1	36,1	36,0	36,1	36,1	36,0	36,0	36,1	36,0	36,0	37,8	39,0	41,2
Plazo fijo en \$ más de \$ 1.000.000	32,7	32,8	32,4	32,9	32,9	32,7	32,9	33,0	32,7	32,9	35,6	36,7	38,9