

Informe Económico Mensual



USAL
UNIVERSIDAD
DEL SALVADOR

Instituto de Investigación

Nº 215. Año 23 – 20 de abril de 2023

Escriben: Adolfo Bosch, Leandro Marcarian, Jorge Riaboi, Héctor Rubini y Jorge Viñas.

EL DATO DEL MES

Dólar. El 20 de abril el dólar CCL llegó al máximo histórico de \$ 440.

LO QUE HAY QUE SABER

Argentina: al borde del abismo. La ola de inseguridad, la inflación y la suba del tipo de cambio parecen escapar el control del gobierno. Las perspectivas de una caída de la actividad con inflación a la suba, expectativas de una aceleración inflacionaria y de una devaluación del peso, coexisten con una creciente incertidumbre sobre el resultado de las próximas elecciones presidenciales y qué podrá hacer un probable gobierno no kirchnerista.

Estados Unidos: panorama incierto. La rápida reacción de la Fed contuvo la crisis desatada tras la quiebra del Silicon Valley Bank en EE.UU., que se había extendido a Europa con la caída del Credit Suisse. Los mercados accionarios rebotaron con fuerza, pero la crisis bancaria ha reavivado los temores por una futura recesión.

LO QUE VIENE

Suba de tasas. Ante la nueva suba de la inflación en marzo, y la corrida cambiaria en curso se espera para esta semana un incremento de la tasa de política monetaria del BCRA.

Ajuste de tarifas eléctricas. Para el mes de mayo se espera un aumento de tarifas eléctricas entre 85% y 90% para los usuarios particulares que no gocen de tarifa subsidiada. Las tarifas para los usuarios comerciales tendrán un incremento de 31%.

Nueva crisis en Bolivia. Ante el deterioro de las cuentas externas y fiscales y la pérdida de reservas internacionales se ha acelerado el retiro de depósitos y la compra de dólares. La suspensión de la devolución de depósitos de un banco de Santa Cruz de la Sierra torna inminente alguna definición del gobierno para evitar una doble crisis, cambiaria y bancaria.

PRINCIPALES INDICADORES HASTA FIN DE MARZO DE 2023

	2022 Diciembre	2023 Enero	Febrero	Marzo	Tendencia hasta marzo 2023
IPC Var. % mensual 	5,1%	6,0%	6,6%	7,7%	
IPC Var. % interanual 	94,8%	98,8%	102,5%	105,3%	
Industria % uso capacidad instalada	63,8%	62,0%	65,0%	s.d.	
	2022 Diciembre	2023 Enero	Febrero	Marzo	Tendencia hasta marzo 2023
LELIQ	75,0%	75,0%	75,0%	78,0%	estable
EMBI Arg. Riesgo país en puntos básicos al último día del mes	2.213	1.817	1.965	2.276	
IVA DGI Recaudación Mensual Var. % interanual.	114,9%	133,1%	138,0%	157,4%	
Dólar \$/U\$S mayorista promedio bancos al último día del mes	177,1	186,9	197,2	209,0	
Depósitos en pesos Sector privado Var. % mensual de saldos promedios mensuales	9,9%	5,5%	5,2%	5,6%	
Depósitos en dólares Sector privado Var. % mensual de saldos promedios mensuales	3,4%	3,5%	0,7%	-0,3%	estable

PRECIOS, ACTIVIDAD Y COMERCIO EXTERIOR

INDICADORES MÁS RECIENTES

Adolfo Bosch

I. PRECIOS

VARIABLE		FUENTE	Periodo	Unidad	Valor	Periodo anterior		
PRECIOS	IPC Nacional	INDEC	Marzo 23	Var. % mensual	7,7%	6,6%		
				Var.% interanual	104,3%	102,5%		
	IPC G.B.A		Marzo 23	Var. % mensual	7,8%	6,7%		
				Var.% interanual	105,3%	103,1%		
	IPC C.A.B.A		Dirección General de Estadística y Censos. GCBA	Marzo 23	Var. % mensual	7,1%	6,0%	
					Var.% interanual	105,5%	103,1%	

II. ACTIVIDAD

VARIABLE		FUENTE	Periodo	Unidad	Valor	Periodo anterior	
DEMANDA INTERNA	Ventas en Shoppings	INDEC	Enero 2023	Var. % i.a. acumulado vs. acum. año anterior a precios constantes	22,1%	35,2%	
	Ventas en Supermercados		Enero 2023	Var. % i.a. acumulado vs. acum. año anterior a precios constantes	0,8%	1,6%	
	Patentamiento autos 0 Km	ACARA	Marzo 2023	Var.%interanual	14,2%	-40,2%	
ACTIVIDAD	Estimador Mensual de Actividad Económica	INDEC	Enero 2023	Var.% mensual (sin estacionalidad)	0,3%	-1,0%	
				Var.% interanual	2,9%	-1,2%	
PBI	4 to Trimestre 2022		Var. % oct-dic '22 vs oct-dic '21	1,9%	5,9%		
			Febrero 2023	Var.% interanual	-1,4%	6,3%	
ACTIVIDAD INDUSTRIAL	Uso capacidad instalada		Febrero 2023	% uso capacidad instalada	65,0%	62,0%	
CONSTRUCCIÓN	Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción		Febrero 2023	Var.% interanual	-6,3%	2,6%	
INGRESOS TRIBUTARIOS RELACIONADOS CON LA ACTIVIDAD INTERNA	IVA DGI (Bruto)	AFIP	Marzo 2023	Var % mensual	12,3%	-3,2%	
				Var. interanual	157,4%	138,0%	
	Var % mensual			7,0%	-17,3%		
	Var. interanual			113,0%	103,2%		
	Sistema Seguridad Social			Var % mensual	11,0%	0,9%	
Créditos y Débitos en Cta.Cte.	Var. interanual	112,1%	101,1%				

III. COMERCIO EXTERIOR

VARIABLE		FUENTE	Periodo	Unidad	Valor	Periodo anterior	
COMERCIO EXTERIOR	Exportaciones	INDEC	Febrero 2023	Nivel (US\$ M)	5.230	4.900	
				Var. % interanual	-18,9%	-11,7%	
	Importaciones			Nivel (US\$ M)	5.048	5.384	
				Var. % interanual	-10,4%	2,5%	
	Saldo balanza comercial			Nivel (US\$ M)	182	-484	

PANORAMA DE ARGENTINA

¿AL BORDE DEL ABISMO?

Héctor Rubini

La ola de inseguridad, la inflación y la suba del tipo de cambio parecen escapar el control del gobierno. Las perspectivas de una caída de la actividad con inflación a la suba con las expectativas de una aceleración inflacionaria y de una devaluación del peso, coexisten con una creciente incertidumbre sobre el resultado de las próximas elecciones presidenciales y qué podrá hacer un probable gobierno no kirchnerista.

1. La paciencia con el Gobierno parece haberse terminado

El 27 de marzo el asesinato de un chofer de colectivos el 27 de marzo dio lugar a una huelga de choferes con corte de la avenida Gral. Paz, en el límite entre la Ciudad de Buenos Aires y el partido de La Matanza. Allí concurrió el ministro de Seguridad de la provincia de Buenos Aires, Sergio Berni, donde fue atacado con piedras y botellas, y debió luego ser rescatado por la policía de la Ciudad, con lesiones y heridas en su rostro. El episodio mostró los políticos que es más que visible el hartazgo de la población con un gobierno sin respuesta a las demandas de estabilidad económica y seguridad física.

Como es de esperar, las encuestas de opinión de los últimos dos meses muestran que los problemas que más preocupan a la población son: a) la inflación, b) la inseguridad física, c) la pobreza, y d) la corrupción. De ahí que el discurso anti-establishment (“anti casta”) del libertario Javier Milei sume creciente aceptación. Ya no sólo entre jóvenes menores de 25 años, sino en los votantes de más de 40 años, y especialmente de ingresos medios y bajos. La mayoría de las encuestadoras muestran que el “piso” de votos para el frente de Milei (La Libertad Avanza) ya supera el 20% y mantendría su persistente ascenso hasta las elecciones generales de octubre. Un nivel de votos superior al 25% lo ubicaría en las primarias de agosto en un triple empate con el oficialismo y el frente “Cambiamos” del expresidente Macri, con posibilidades de llegar al segundo lugar en las elecciones de octubre. Esta ha generado no poca inquietud entre políticos y empresarios de diversas provincias que perciben como una amenaza a las propuestas del candidato liberal de reducir drásticamente el Estado, desregular mercados y promover una rápida dolarización de la economía.

La evolución de las preferencias electorales y de las expectativas económicas irá variando hasta fin de año a partir del conocimiento de las listas de candidatos hacia fines de junio. A posteriori, el año se puede dividir en los siguientes períodos:

- 1) Desde el 24 de junio (cierre de listas de candidatos) hasta las elecciones Primarias Abiertas Simultáneas y Obligatorias (“PASO”) del 13 de agosto -7 semanas-;
- 2) Desde el 14 de agosto hasta las elecciones generales del 22 de octubre -10 semanas-;
- 3) Desde el 23 de octubre hasta el ballotage del 19 de noviembre -4 semanas-
- 4) Desde el 20 de noviembre hasta la asunción del nuevo gobierno el 10 de diciembre -3 semanas-
- 5) Desde el 11 de diciembre hasta fin de año -3 semanas-

Al menos hasta la asunción del nuevo gobierno, la política económica estará limitada hasta entonces a oscilar ente la presión del Ejecutivo para emitir dinero y deuda, y el cumplimiento de las metas (bastante “light”) acordadas con el FMI. Los objetivos son básicamente dos: a) evitar una brusca devaluación de la moneda nacional, y b) evitar un agravamiento de las protestas sociales. Algo **bastante difícil con un Tesoro con escasez de pesos, y un Banco Central sin dólares, y bajo presión para emitir más pesos y deuda remunerada a ser pagada (o reestructurada) por el próximo gobierno.** En materia de política económica los potenciales ganadores de las elecciones están dando a entender lineamientos de política **bastante genéricos, aunque ninguno ha especificado qué hará con precisión ni cómo.** Las propuestas en líneas generales parecieran estar en torno de los siguientes cursos de acción:

- a) **Frente de Todos (oficialismo kirchnerista):** mantener el actual modelo de política económica dirigista, con control de cambios, de capitales, del comercio interior y exterior, y de precios, priorizando el gasto público asistencial. El financiamiento del fisco se mantendría sin cambios, con permanente aumento de la emisión de dinero y de la deuda interna del Tesoro y del BCRA, con tasas de interés reales activas cada vez más altas, y tasas de interés reales pasivas (depósitos) negativas.
- b) **Juntos por el Cambio (oposición macrista-radical):** anunciar desde el inicio de gestión un programa de desmantelamiento gradual de los controles vigentes, de reducción del gasto público y cierta apertura comercial. Se limitaría la emisión de dinero y de deuda del BCRA, y en caso de dificultades de financiamiento se optaría por

alguna forma de reprogramación de la deuda pública bajo legislación argentina. No habría un levantamiento inmediato de los controles de cambios y de capitales, ni reformas estructurales.

- c) **La Libertad Avanza (oposición liberal):** eliminación de los controles de mercados del gobierno actual, reducción drástica del déficit fiscal, reforma del Estado, reforma financiera (adopción de sistema de banca Simons o un régimen offshore), liberación cambiaria y del movimiento de capitales, dolarización, y desregulación de mercados.

2. La demanda de dólares no cede

El escenario económico no se modificó respecto de lo que se venía observando en los dos primeros meses del año. La inflación junto a la caída de la liquidación de divisas provenientes del agro agudizó la tendencia hacia un ya permanente exceso de oferta de dinero (presente y esperado para los próximos meses) y de demanda de divisas (también presente y esperado). La limitada oferta de agrodivisas y el aumento de la demanda de importaciones incrementó la demanda de dólares y la cotización de la divisa estadounidense en los mercados paralelos “MEP”, “CCL” y “Blue”, y en el mercado oficial, el ajuste no fue por tipo de cambio, sino por cantidades. Desde el 6 de marzo el BCRA debió salir a vender dólares todos los días sin excepción, **en buena medida por el vencimiento de los plazos para que la autoridad monetaria entregue divisas para pagar importaciones con retraso de 60 a 180 días según los permisos restrictivos de la Secretaría de Comercio conocidos como “SIRA”.**

Frente al inevitable incumplimiento de la meta de acumulación de reservas internacionales acordada con el FMI, el Ministerio de Economía dejó trascender una nueva medida puesta en vigencia vía el Decreto de Necesidad y Urgencia **164/2023** del 22 de marzo. que a través de un decreto los organismos del gobierno debían pasar a vender sus tenencias de títulos públicos en dólares y sustituirlas por títulos en pesos. La medida, apunta a concentrar en el Tesoro y el BCRA el stock de deuda en dólares para comprar y vender diariamente, tratando de controlar el tipo de cambio “CCL”.

CUADRO 1: TÍTULOS PÚBLICOS COMPRENDIDOS EN EL CANJE DE DEUDA INTRA-ESTADO

“Grupo 1”:

Títulos de deuda en dólares a ser vendidos por todas las jurisdicciones, entidades y fondos del Sector Público Nacional

AL29: Bonos de la República Argentina en U\$S AI 1% 2029' (Bono USD 2029 1% L.A.)

AL30: Bonos de la República Argentina en U\$S Step Up 2030 – Ley Argentina' (Bono USD 2030 L.A.)

AL35: Bonos de la República Argentina en U\$S Step Up 2035 – Ley Argentina' (Bono USD 2035 L.A.)

AE38: Bonos de la República Argentina en U\$S Step Up 2038 – Ley Argentina' (Bono USD 2038 L.A.)

AL41: Bonos de la República Argentina en U\$S Step Up 2041 – Ley Argentina' (Bono USD 2041 L.A.)

El 70% del producido de estas ventas debe ser destinado a la compra de bonos en pesos a ser emitidos por el Tesoro Nacional.

“Grupo 2”

Títulos pagaderos en dólares a ser entregados en canje al Tesoro por nuevos títulos públicos en pesos a ser emitidos

Bono de la Nación Argentina en moneda dual vencimiento 2036.

GD29: Bonos Globales de la República Argentina amortizables en U\$S 1% 2029

GD30: Bonos Globales de la República Argentina amortizables en U\$S step up 2030

GD35: Bonos Globales de la República Argentina amortizables en U\$S step up 2035

GD38: Bonos Globales de la República Argentina amortizables en U\$S step up 2038

GD41: Bonos Globales de la República Argentina amortizables en U\$S step up 2041

GD46: Bonos Globales de la República Argentina amortizables en U\$S step up 2046.

Fuente: elaboración propia en base al Decreto 164/2023

El objetivo fue el de influir de manera sobre los tipos de cambio CCL y MEP, y tratar de reducir sus brechas respecto del oficial. El Tesoro y el mercado privado se harían títulos bajo legislación argentina en dólares (genéricamente conocidos como “Bonares”) por aproximadamente **U\$S 4.000 M** (unos U\$S 3.500 M vendidos por el Fondo de Garantía de Sustentabilidad de la ANSES, FGS-ANSES). Si bien los economistas del macrismo han sostenido que esto implica una descapitalización del principal tenedor de títulos públicos, el Fondo de Garantía de Sustentabilidad de la ANSES (FGS-ANSES), no es fácil cuantificar tal pérdida. En principio se supone que estarían vendiendo al Tesoro deuda a 30% (aproximado) de valor nominal que habrían comprado meses o años atrás a precios más altos, pero en realidad se trata de un swap por nueva deuda en moneda nacional. Algo difícil de cuantificar con precisión, ya que **desde el 27 de julio del año pasado, el FGS-ANSES ha dejado de publicar las actas del Comité Ejecutivo a cargo de las inversiones de dicho fondo**¹.

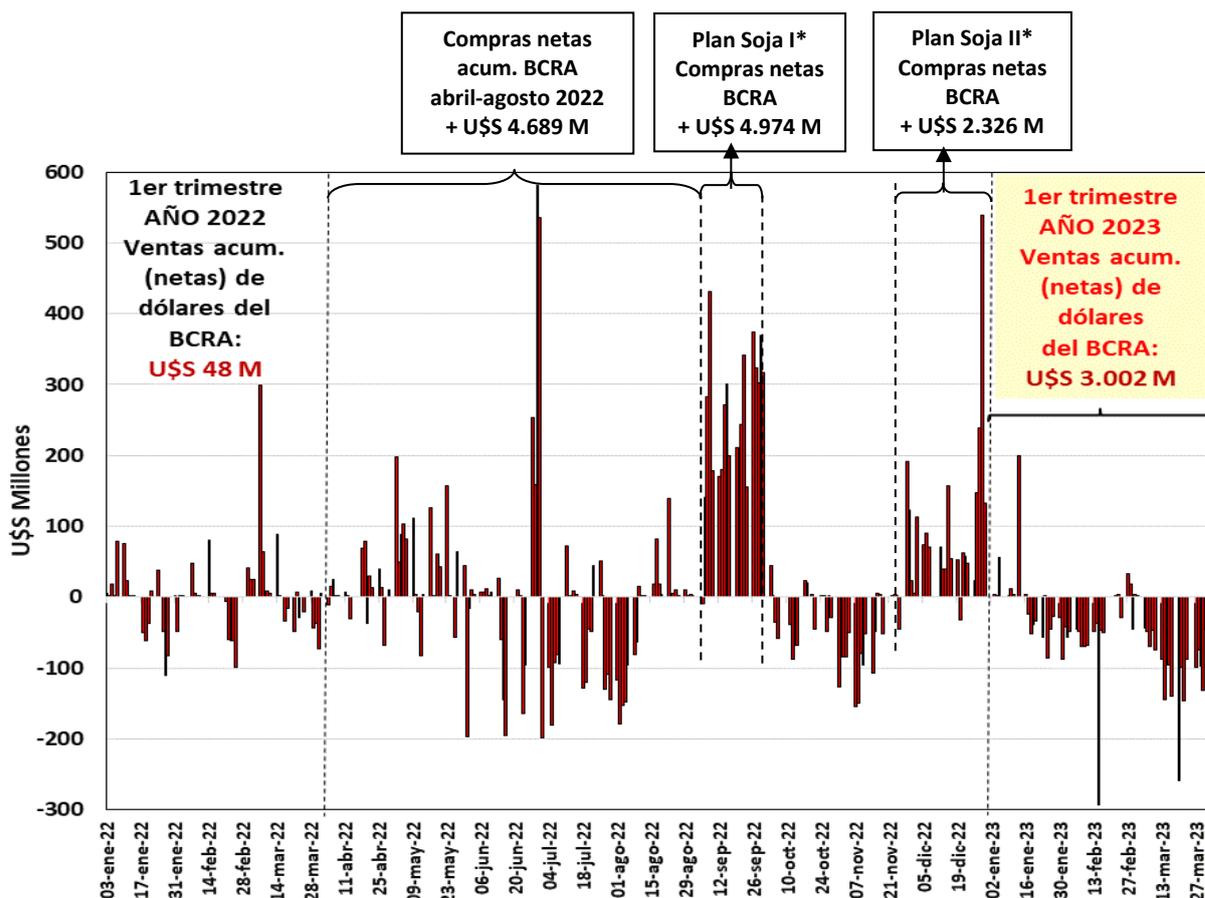
¹ Por otra parte, y ya desde los primeros años posteriores a la reforma previsional de fines de 2008 el FGS-ANSES ha procedido a publicar parcialmente dichas actas, ya que las que se presentan en el sitio web <http://fgs.anses.gob.ar/subseccion/actas-del-comite-ejecutivo-2> carecen de las páginas correspondientes a los anexos donde se pueden visualizar las transacciones diarias y realizar un seguimiento transparente de la administración de esa cartera de activos.

La medida fue acompañada por la **Resolución 953/2003 de la Comisión Nacional de Valores** que dejó sin efecto las limitaciones que el art. 5° del Cap. V del Título XVIII (“Disposiciones Transitorias”) de las normas de la CNV imponía a los Agentes de Liquidación y Compensación (ALyCs) para operar con “Bonares” por cuenta propia, y así comprar y vender dólares en los mercados CCL y MEP.

Luego, con varios días de demora, el 10 de abril la CNV emitió la Resolución 957/2003 que por un lado redujo de 2 días a 1 día el período mínimo de inmovilización entre la fecha de compra y la de posterior venta de Bonares. Por otro, incrementó dicho plazo de inmovilización de 2 a 3 días entre la fecha de compra con pesos de títulos en dólares bajo legislación Nueva York y su posterior venta a cambio de dólares. Algo de alcance bastante limitado ante síntomas de una inequívoca percepción de atraso del tipo de cambio real y de expectativas de una (¿inevitable?) devaluación del peso:

- a) En marzo la brecha entre los dólares CCL, MEP y “blue” respecto del oficial se mantuvo oscilando entre 85% y 95%.
- b) **Las ventas de dólares del BCRA al sector privado pasaron de U\$S 192 M en enero a U\$S 890 M en febrero y luego a U\$S 1.890 M en marzo.**
- c) El stock de reservas netas líquidas “propias” del BCRA a fin de marzo eran negativa (- U\$S 1.677 M), mientras que las disponibles (“no propias”), antes de netear el pasivo en dólares por pasajes con entidades bancarias y los encajes sobre depósitos en dólares, era de U\$S 12.133 M, saldo levemente superior al de fin de febrero.
- d) Si se resta el ingreso de fondos del FMI el 31 de marzo (U\$S 2.661 M) la variación del stock de reservas brutas del mes pasa del incremento publicado de U\$S 351 M a una **caída de U\$S 2.310 M.**
- e) **Con respecto a fin de 2022, la posición a fin de marzo de reservas internacionales acumuló una caída de las reservas líquidas disponibles de U\$S 5.631 M, un descenso de las reservas líquidas “propias” del BCRA por U\$S 5.712 M y una baja de las reservas brutas por U\$S 5.538 M. En este último caso, si se sustrae el aporte del FMI al 31 de marzo, la caída “verdadera” acumulada en 3 meses fue por nada menos que U\$S 8.199 M.**

GRÁFICO 1: COMPRAVENTAS DE DIVISAS DEL BCRA (2022-23)



* 6 de septiembre al 30 de septiembre de 2022. Cotización dólar para exportaciones de soja: \$ 200.

** 28 de noviembre a 31 de diciembre de 2022. Cotización dólar para exportaciones de soja: \$ 230.

Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA.

3. Plan Soja III: mal arranque e inicio de corrida cambiaria

La tendencia fundamental es **compradora** de dólares, y no sólo por fines especulativos sino por la mencionada acumulación de compromisos por importaciones de 2, 3, 6 meses atrás (vencimiento de las primeras "SIRA"), y por la escasez de agrodivisas resultante de la aguda sequía y las altas temperaturas de febrero y marzo. Frente a ese escenario el ministro de Economía anunció un tipo de cambio diferencial de \$300 para exportaciones de soja y de algunos productos regionales agroexportaciones con el **"Programa de Incremento Exportador" del Decreto 194/2023 del pasado 9 de abril. El art. 19 de esa norma autoriza al Ministerio de Economía a hacerse de esas divisas entregando al BCRA una nueva Letra del Tesoro denominada en dólares, con plazo hasta el vencimiento por 10 años.** Para evitar un shock inflacionario se excluyeron del programa las exportaciones de maíz y trigo y sus derivados. De ahí que informalmente se lo llame "plan soja III".

Esta medida, vigente entre el 8 de abril y el 31 de mayo para tratar de incentivar ventas y exportaciones de productos primarios por **U\$S 15.000 M.. Algo más que necesario para el BCRA que en el 1^{er} trimestre de este año acumuló ventas netas de U\$S 3.002 M, cifra notablemente superior a las ventas netas del mismo período del año pasado, por U\$S 48 M.** En caso de ser exitoso, el programa tendría como contrapartida de esa liquidación de divisas una emisión de billetes y monedas a ser absorbidos vía colocación de letras y pases (deuda del BCRA a pagar con futura emisión monetaria).

El programa no incentiva las ventas de soja. El nuevo tipo de cambio para estas liquidaciones (**\$ 300**) es notablemente **insuficiente para los productores, frente a un tipo de cambio futuro a 30 días no inferior a \$ 350 y el costo de insumos importados con un tipo de cambio efectivo mayor a \$ 400.** Por otro lado, el precio de la tonelada de soja en el mercado interno al inicio del programa estaba en torno de \$90.000, inferior a las cotizaciones de casi todo diciembre de 2022, bajo el plan Soja II. Recién hacia el 11 de abril empezaban a superar los \$ 100.000, pero ante la suba del tipo de cambio y con el ajuste hacia arriba de las expectativas de inflación, no es una suba suficiente como para incentivar ventas de productores.

También hubo un problema inicial con este programa. El art. 17 del Decreto establece que la liquidación de divisas por esta operatoria **debe depositarse en cuentas "dólar linked"**. La intención oficial fue la de evitar que las cerealeras utilicen esos fondos para compras de divisas presionando a la suba los tipos de cambio paralelos (principalmente el "CCL"). Sin embargo, a diferencia del "Plan Soja I" del año pasado **las exportadoras no están autorizadas a operar en el mercado de cambios.** Las demoras al inicio de la semana pasada para la liquidación de divisas por dicho motivo forzaron al BCRA a emitir la **Com. "B" 12.511** que habilita a las exportadoras de cereales a depositar los dólares ingresados en una "cuenta especial para titulares con actividad agrícola" o en una cuenta a la vista. Luego, la **Resolución 138/2023** de la Secretaría de Agricultura, Ganadería y Pesca, del 15 de abril, estableció que para exportadores de productos regionales², el acceso al programa sólo es posible sólo si las empresas cumplen estos criterios de elegibilidad (no exentos de discrecionalidades varias):

- a. Haber exportado en algún momento de los 18 meses inmediatos anteriores a la entrada en vigencia del Decreto 194/2023.
- b. Asumir el compromiso de mantener o incrementar la cantidad de puestos de trabajo registrados bajo su dependencia durante la vigencia del programa.
- c. Asumir el compromiso de abastecer el mercado local debiendo mantener o incrementar los volúmenes de abastecimiento.
- d. Cumplir los acuerdos de precios para el mercado local que al respecto establezca la Secretaría de Comercio.

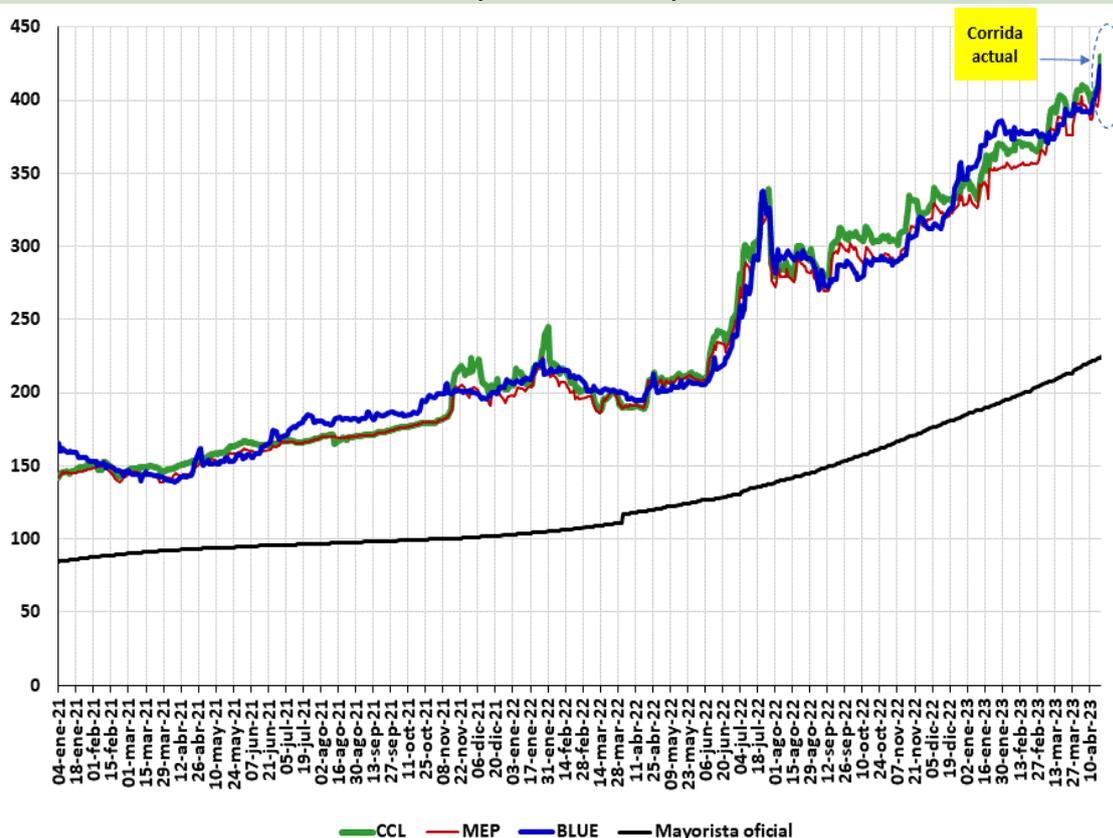
Posteriormente, el 17 de abril la Secretaría de Comercio publicó la **Resolución 466/2003** por la cual los productores de economías regionales pueden acceder este programa si acuerdan con el gobierno vender su producción al mercado interno según cómo encuadren dentro de 4 categorías con condiciones específicas para acceder al programa. Las mismas constan de diversos límites para incrementar los precios de venta al público según topes entre 1% y 3% respecto de abril. Algo **totalmente desalineado de la real inflación promedio actual, ya de 7,7% para el IPC de marzo y de 9,7% para alimentos y bebidas no alcohólicas.** Por consiguiente, el atractivo para quienes exporten otros productos aparte de soja, en mínimo, de modo que **no luce nada factible que el gobierno logre acumular divisas por U\$S 15.000 M.** En el mejor de los casos podría aspirar a **U\$S 7.000 M por soja hasta fin de mayo y unos U\$S 2.000 M por exportaciones de productos regionales hasta fin de junio, pero eso sería, en todo caso la hipótesis más optimista bajo las actuales condiciones del programa**

En la primera semana de vigencia efectiva del régimen el BCRA recién mostró compras netas de dólares a partir del martes 11 de abril (+U\$S 2 M) y del miércoles 11 (+ U\$S 1 M). El esquema recién empezó a mostrar ventas significativas de las exportadoras a partir del jueves 12. Hasta el lunes 17 de abril habían liquidado U\$S 861 M. Pero a partir de la resolución del 17

² Según el Anexo de la Resolución, son productos provenientes de los sectores pesquero, forestal, apícola, lanas, olivícola, vitivinícola, maíz pisingallo, girasol confitero, frutas específicas (ciruelas, arándanos, cerezas, limones), legumbres, té, ajo, maní y tabaco.

de abril, la situación cambió drásticamente. El martes 18 arreciaron desde el inicio de la jornada los **rumores del reemplazo del ministro Massa por el jefe de asesores del Presidente, Antonio Aracre** a quien se sigue atribuyendo hoy un supuesto plan económico alternativo con una devaluación de la moneda incentivaron retiros de depósitos en dólares y compras de dólares. Según versiones periodísticas, hasta ahora no desmentidas, el asesor Aracre habría elaborado un nuevo plan económico remitido al Presidente. Los rumores en los mercados financieros coincidían en señalar que “se venía” una devaluación del 30%. También circuló la versión de que el equipo del FMI para Argentina habría requerido, o al menos recomendado, un aumento sustancial del tipo de cambio oficial. Resultado: el BCRA sólo pudo comprar \$ 1 M, mientras el tipo de cambio “blue” llegó al récord histórico de \$418 y Aracre debió renunciar.

GRÁFICO 2: EVOLUCIÓN DIARIA DE TIPOS DE CAMBIO (PESOS POR DÓLAR) 2021-23



Fuente: datos de bancos privados locales

La situación se agravó el 19 de abril, con compras de dólares y retiro de depósitos en dólares, junto a la no liquidación de divisas dentro del programa “soja III”, se dispararon las compras que algunos medios atribuyen (junto al cese de liquidación de cerealeras) al difundirse el rumor de que a pesar de la renuncia de Aracre era posible la implementación de dos supuestas propuestas del funcionario renunciado que otras versiones sostenían que se trataba de un **desdoblamiento cambiario con un salto del dólar oficial del 60%**. Resultado: cesó la liquidación de divisas de exportadoras, y el BCRA debió vender dólares para contener el nuevo salto de la demanda de divisas. Peor aún sobre el cierre de la jornada el Gobierno debió vender títulos públicos cuyas paridades cayeron a 22% de su valor nominal.

En los primeros tres días de esta semana, la cotización del dólar oficial subió \$ 2,78 a \$224,6, el dólar MEP aumentó \$ 11,15 hasta \$408,8, el dólar “blue” \$18 hasta \$418, y el Contado con Liquidación (“CCL”) \$24,8 a \$429,65. Esos valores de cierre del 19 de abril acusaron la intervención del gobierno, ya que hasta pocos minutos antes el CCL había llegado a \$ 436 y el dólar MEP a \$ 428,7. La plaza sigue lejos de tranquilizarse. El 20 de abril el dólar MEP abrió a \$419,6, el dólar CCL a \$ 435,5, mientras que el dólar “blue”, **inició la jornada a \$429 y luego saltó al récord histórico de \$440**. Si bien se espera que el BCRA incremente las tasas de interés en pesos, **al gobierno se lo ve “flojo” de dólares líquidos y de credibilidad para evitar una devaluación**.

Por el lado de la oferta de dólares, habrá que ver cómo seguirá el **comportamiento del clima para la campaña del trigo y el de las restricciones a las importaciones**. Si el régimen actual se torna más duro, no es de descartar una mayor escasez de semillas, agroquímicos y diversos insumos importados. **Y esto podría conducir a una nueva contracción de la oferta de materias primas agrícolas y de insumos para la producción de alimentos y bebidas**. Mientras tanto, las reservas internacionales “propias”

del BCRA siguen con un **saldo neto negativo**, mientras sus pasivos (monetario y sobre todo las letras y pases) no dejan de crecer. El primer trimestre del año (ver Cuadro 1) muestra una dinámica **que lleva a esperar una aceleración de la inflación y una crisis cambiaria**:

- I: Variación acumulada reservas internacionales brutas del BCRA: - U\$S 5.538 M (-12,4%)
- II: Variación acumulada reservas internacionales líquidas disponibles del BCRA: - U\$S 5.631 M (-31,4%)
- III: Variación acumulada reservas internacionales líquidas netas del BCRA: - U\$S 5.712 M ⁽³⁾
- IV: Variación acumulada base monetaria + pasivos remunerados del BCRA: + \$ 2,55 Bn (+14,4%)

CUADRO 2: INDICADORES MONETARIOS SEMANALES (1ER TRIMESTRE DE 2023)

Unidad	Concepto	31-dic-22	07-ene-23	15-ene-23	23-ene-23	31-ene-23	07-feb-23	15-feb-23	23-feb-23	28-feb-23	07-mar-23	15-mar-23	23-mar-23	31-mar-23	Var. acum. 1er trim. 2023	
US\$ M	Reservas Internacionales Brutas	44.598	44.432	43.115	42.659	41.417	40.287	39.561	39.183	38.709	38.323	37.783	37.606	39.060	-5.538	-12,4%
	<i>Var. semanal</i>	1.129	-166	-1.317	-456	-1.242	-1.130	-726	-378	-474	-387	-539	-177	1.454		
	Swap China	130.000	130.000	130.000	130.000	130.000	130.000	130.000	130.000	130.000	130.000	130.000	130.000	130.000		
US\$ M	Swap China	6.89822	6.84266	6.70285	6.78460	6.75494	6.77905	6.85115	6.89422	6.93713	6.97032	6.90259	6.87781	6.86912		
US\$ M	Préstamo BIS	18.845	18.998	19.395	19.161	19.245	19.177	18.975	18.856	18.740	18.651	18.834	18.901	18.925		
US\$ M	DEG FMI 2021	3.246	3.247	3.247	3.248	3.249	3.249	3.250	3.251	3.251	3.252	3.253	3.253	3.254		
US\$ M	DEG FMI 2022	424	422	429	430	429	426	426	424	423	424	424	429	428		
US\$ M	DEG FMI 2022	4.140	4.140	4.140	4.140	4.140	4.140	4.140	4.140	4.140	4.140	4.140	4.140	4.140		
US\$ M	Reservas líquidas disponibles (a)	17.943	17.625	15.904	15.680	14.354	13.295	12.771	12.513	12.156	11.857	11.134	10.883	12.313	-5.631	-31,4%
US\$ M	Encajes dep. en U\$S	12.064	12.234	12.695	12.818	12.867	12.943	13.334	13.365	12.931	12.855	12.758	12.304	12.116		
US\$ M	Pases pasivos en U\$S con Boos.	1.845	1.843	1.837	1.803	1.809	1.809	1.808	1.813	1.815	1.819	1.824	1.897	1.874		
US\$ M	Rvas. líquidas propias netas (b)	4.034	3.547	1.372	1.060	-321	-1.456	-2.371	-2.666	-2.591	-2.817	-3.449	-3.318	-1.677	-5.712	
	<i>Var. semanal</i>	922	-487	-2.176	-312	-1.381	-1.135	-295	-75	-226	-632	131	1.640			
	<i>De org. internac.</i>	-5	-1	8	1	0	-2	0	-1	0	1	1	6	0		
	<i>Resto</i>	927	-487	-2.183	-313	-1.381	-1.132	-293	-75	-227	-633	125	1.640		-5.724	
	Item de memorandum: stock de oro BCRA	3.618	3.695	3.803	3.817	3.828	3.735	3.640	3.614	3.629	3.605	3.818	3.965	3.905	287	7,9%
	Precio onza oro	52	77	108	14	11	-93	-94	-27	16	-24	213	148	-60		
	Onzas	1.813,8	1.852,2	1.907,5	1.914,9	1.923,9	1.870,7	1.831,2	1.824,3	1.827,7	1.813,5	1.919,6	1.978,0	1.979,7	166	9,1%
	Kg.	1.994.747	1.995.037	1.993.861	1.993.588	1.989.678	1.996.391	1.987.901	1.980.785	1.985.767	1.987.875	1.988.717	2.004.783	1.972.741	-22.006	-1,1%
	<i>Var. semanal</i>	62,0	62,1	62,0	62,0	61,9	62,1	61,8	61,8	61,8	61,9	62,4	61,4	-0,68	-1,1%	
	<i>Resto</i>	0,5	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,2	-0,3	-0,2	0,2	0,1	0,0	0,5	-1,0	-0,7	
\$ / US\$	Dólar CCL	333,2	338,9	349,3	363,2	367,4	366,2	368,5	367,0	366,4	375,7	397,1	391,0	406,5		22,0%
\$ / US\$	Dólar MEP	325,7	329,9	340,2	352,2	354,8	353,2	356,2	356,2	357,5	367,0	383,3	375,7	397,4		22,0%
\$ / US\$	Dólar Blue	346,0	354,0	369,0	376,0	383,0	377,0	379,0	377,0	377,0	372,0	377,0	391,0	393,0		13,6%
\$ / US\$	Dólar oficial mayorista	177,1	179,2	181,3	184,7	186,9	189,5	192,4	195,4	197,2	199,7	202,5	205,8	209,0		18,0%
	Brecha CCL vs. oficial	88,1%	89,1%	92,7%	96,6%	96,6%	93,3%	91,6%	87,9%	85,9%	88,2%	96,1%	90,0%	94,5%		
	Brecha MEP vs. oficial	83,9%	84,1%	87,7%	90,7%	89,9%	86,4%	85,2%	82,4%	81,3%	83,8%	89,3%	82,6%	90,1%		
	Brecha Blue vs. oficial	95,3%	97,5%	103,6%	103,6%	104,9%	99,0%	97,0%	93,0%	91,2%	86,3%	86,2%	90,0%	88,0%		
\$ M	Base monetaria (c)	5.203.751	5.228.618	5.319.259	5.364.495	5.316.722	5.232.434	5.265.604	5.253.090	5.219.956	5.172.826	5.225.696	5.107.022	5.369.482	165.731	3,2%
\$ M	Letras BCRA y pases pas. en \$ BCRA (d)	12.514.725	12.749.466	12.569.532	12.900.742	13.468.069	13.707.559	13.690.193	14.150.745	14.263.874	15.088.632	14.900.775	14.895.299	14.901.152	2.386.427	19,1%
\$ / US\$	Pasivos BCRA/Reservas disp. [(c) + (d)]/(a)	987	1.020	1.125	1.165	1.309	1.425	1.484	1.551	1.603	1.709	1.808	1.838	1.646		
\$ / US\$	Base Monetaria/Reservas disp. (c)/(a)	290	297	334	342	370	394	412	420	429	436	469	469	436		
	Pasivos BCRA/Rvas. propias netas [(c) + (d)]/(b)	4.392	5.068	13.043	17.235	-58.476	-13.010	-7.996	-7.279	-7.520	-7.194	-5.836	-6.029	-12.084		
	Base Monetaria/Rvas. propias netas (c)/(b)	1.290	1.474	3.878	5.062	-16.551	-3.594	-2.221	-1.971	-2.015	-1.837	-1.515	-1.539	-3.201		
\$ M	Var. stock títulos públicos negociables del BCRA (\$ M) (e)	121.583	-145.574	69.147	126.814	166.191	-10.554	-11.257	137.726	-88	47.187	754.337	41.646	311.544	1.487.118	
	Var. total títulos públicos negociables en pesos del BCRA (\$ M)	121.611	-145.700	68.545	125.833	166.002	-10.308	-11.073	137.693	-327	47.429	755.156	41.811	310.885	1.485.945	
	Var. stock letras intransferibles en cartera del BCRA (\$ M) (f)	314.494	146.470	129.879	194.184	158.370	163.221	184.208	187.846	115.615	158.469	180.516	206.336	202.143	2.027.258	
	Var. stock letras intransferibles en cartera del BCRA (U\$S M)	993	88	21	15	19	18	18	18	20	12	19	18	18	283	
	Var total stock títulos públicos en cartera del BCRA (\$ M) (e) + (f)	436.076	896	199.026	320.998	324.561	152.666	172.951	325.572	115.527	205.656	934.853	247.982	513.686		
p.b.	Riesgo país (EMBI Arg.) en p.b.	2.213	2.094	1.980	1.843	1.817	1.907	1.997	1.974	1.965	2.044	2.397	2.497	2.276		

Fuentes: BCRA y datos de bancos privados locales.

Las dificultades para recuperar reservas internacionales van a continuar. La Bolsa de Comercio de Rosario redujo el 12 de abril la estimación para la cosecha en curso de maíz de 35 a 32 M de ton. y la de soja de 27 a 23 M de ton. A esto se suma la acumulación ya señalada de pagos por importaciones que torna imposible una reversión de la insuficiencia de divisas, al menos hasta fin de año. A esto se han sumado otros nubarrones provenientes de juicios en el exterior contra el Gobierno:

- a) El 31 de marzo la jueza Loretta Preska del distrito Sur de Nueva York falló en contra del Estado argentino en una demanda judicial promovida por los fondos de inversión Burford y Eton Park. Ambos habían adquirido el reclamo de unos accionistas minoritarios (dos empresas del grupo Petersen) contra YPF. En su demanda, alegaron que al reestatizarse la empresa ofreció la venta del 51% del paquete accionario, no una Oferta Pública de Acciones (IPO en

3 El stock neto a fin de marzo de 2023 era inferior a cero: - U\$S 1.677 M, mientras que a fin de 2022 era de U\$S 4.034 M

inglés) sobre el total, como preveía el estatuto de la empresa, siendo así perjudicados esos accionistas que no recibieron ninguna oferta. La jueza no pudo determinar la fecha precisa de activación de la obligación de lanzar la oferta, de modo que las partes deberán determinar en un nuevo litigio el monto a pagar por el gobierno argentino, no por YPF, que -sujeto a los tiempos de futuros trámites legales y acumulación de intereses- oscilaría entre **U\$S 5.500 M y U\$S 19.000 M**.

- b) El 4 de abril el Tribunal Superior de Londres falló en contra del gobierno argentino en una causa promovida por cuatro fondos de inversión que reclamaron una compensación por la manipulación de las estadísticas de cálculo del PBI del INDEC que les causó una pérdida injustificada (una forma de default) sobre sus tenencias de bonos cupón PBI⁴. El cambio metodológico señalado se produjo en 2014, pero afectó el cálculo de la renta de esos bonos a partir de 2013. El Estado Nacional deberá abonar a los ganadores del juicio unos 643 M de euros más intereses, resultando un pago total de 1.330 M de euros (**casi U\$S 1.500 M**). Si bien el fallo será apelado por el Gobierno Nacional, se descuenta que la sentencia contra la Argentina quedará firme.
- c) El 12 de abril YPF y Repsol acordaron en el juzgado de Delaware (EE.UU.) el pago de **U\$S 287,5 M** c/u al Fideicomiso de Liquidación de la ex petrolera estadounidense Maxus, desestimándose el reclamo de U\$S 14.000 M, para el pago a su vez al Estado de Nueva Jersey por la contaminación del río Passaic, a 10 km. de Nueva York.

Para tratar de compensar la tendencia a la baja de las reservas y aliviar la presión del FMI, el Gobierno logró obtener créditos del Banco de Desarrollo de América Latina (CAF) para financiar gasoductos. La semana pasada el ministro Massa emprendió una fugaz gira por EE.UU. donde en principio habría acordado con los técnicos del FMI una revisión de las metas fiscales y monetarias que podría confirmarse hacia fines de esta semana. Por otro lado, consiguió de varias fuentes nuevos créditos para nuestro país. El aumento de la deuda externa resulta de la suma de estos nuevos préstamos:

- a) U\$S 500 M del Fondo Soberano Saudita, con destino a financiar obras públicas.
- b) U\$S 600 M del Banco Interamericano de Desarrollo, a cancelar en 7 años (con 3 de gracia) para financiar gasto en salud y obras de infraestructura.
- c) U\$S 950 M del Banco Mundial para gasto social y obras públicas

4. Precios internos: ¿entre la alta inflación y el preámbulo a una hiperinflación?

A esto complicado escenario cambiario contribuyó el negativo impacto de la aceleración del IPC. En marzo registró una suba que superó el **histórico umbral del 7% mensual, e incluso a la inflación de Venezuela en el mes (4,2%)**.

Los indicadores parciales de consultoras privadas no auguran ningún alivio en abril. Sus estimaciones para la inflación promedio de alimentos indican subas superiores al 6% ya en la primera semana del mes, lo que **preanuncia para abril una suba del IPC no inferior al 7%**.

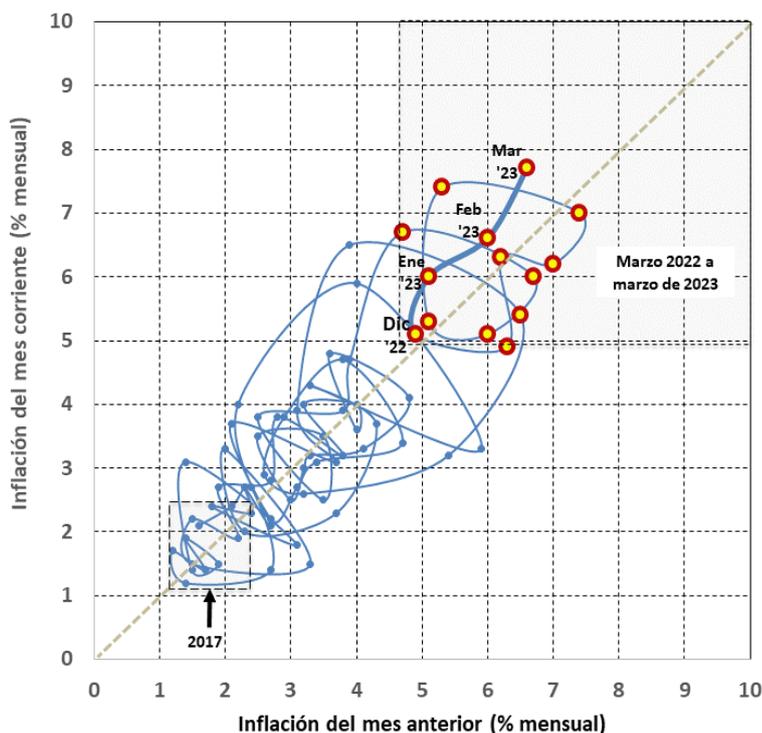
Para mayo la situación asoma más difícil. En los primeros días del mes se aplicará un **incremento de tarifas eléctricas entre 85% y 90% para los 5 millones de usuarios domiciliarios no beneficiados por subsidios**. A esto se sumará el impacto de la suba del dólar en este mes que parece escapar al control de las autoridades, la suba de tasas de interés esperada para esta semana, impulsando aún más hacia arriba el stock de la deuda remunerada del BCRA y las expectativas de inflación.

Lo que se viene es, inequívocamente, un panorama recesivo, con inflación lejos de la intención oficial de 3% mensual y a la baja, y expectativas de suba del tipo de cambio. En general parece consolidarse la percepción de que hasta fin de año podría acelerarse la inflación, no descartándose un giro hacia una peligrosa dinámica hiperinflacionaria

Mientras tanto, las subas de precios regulados (no sólo la energía), y de alimentos, van a sostenerse, y realimentarse con la presión alcista del tipo de cambio. Algo inevitable ya frente a la **permanente falta de divisas del Gobierno** con un BCRA que no deja de incrementar sus pasivos remunerados para esterilizar la emisión de dinero, sea para compra de dólares, sea para financiar al Tesoro. Y este es un punto demasiado débil cuando se opta (como se hizo en diciembre de 2019) por centralizar en el Estado del manejo de las divisas apelando a controles de precios, de cambios, de capitales, del comercio exterior y del comercio interior. **Otro fracaso que deja prácticamente a casi el 50% de la población hundida en la pobreza, reduce los márgenes de maniobra para políticas fiscales y monetarias expansivas para el próximo Presidente, y que puede dar lugar a nuevas perturbaciones bastante antes del cambio del gobierno del próximo 10 de diciembre.**

⁴ La acción contra el estado argentino, promovida por los hedge funds HBK Master Fund LP, Virtual Emerald International Ltd., Hirsch Group LLC, y Palladian Partners LP, fue iniciada en el año 2019.

GRÁFICO 3: INFLACIÓN MENSUAL (VAR. % MENSUAL IPC)

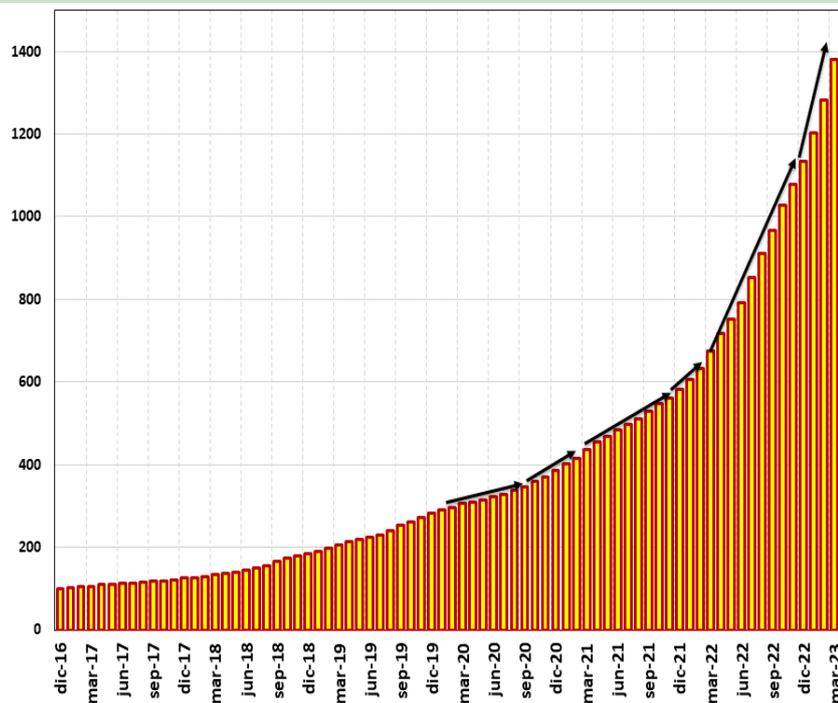


Período	Var % anual acumulada
Año 2017	20,4%
Año 2028	47,6%
Año 2019	53,8%
Año 2020	36,1%
Año 2021	50,9%
Año 2022	94,8%

Período	Variación %	
	Mensual	Mensual anualizada
Enero 2022	3,9%	57,8%
Febrero	4,7%	73,4%
Marzo	6,7%	118,5%
Abril	6,0%	102,3%
Mayo	5,1%	80,6%
Junio	5,3%	85,7%
Julio	7,4%	135,7%
Agosto	7,0%	124,5%
Septiembre	6,2%	105,0%
Octubre	6,3%	109,3%
Noviembre	4,9%	77,9%
Diciembre	5,1%	82,2%
Enero 2023	6,0%	101,9%
Febrero	6,6%	116,0%
Marzo	7,7%	142,9%

Fuente: INDEC.

GRÁFICO 4: NIVEL DEL IPC MENSUAL (DIC. 2016 A MARZO 2023)



Marzo 2023	Variación %	
	Mensual	Mensual anualizada
Alimentos y bebidas no alcohólicas	9,3%	106,6%
Bebidas alcohólicas y tabaco	8,3%	113,4%
Prendas de vestir y calzado	9,4%	118,8%
Vivienda, agua, elec., gas y otros combust.	6,5%	93,1%
Eq. y mantenimiento del hogar	5,8%	105,2%
Salud	5,7%	96,9%
Transporte	5,3%	91,5%
Comunicación	1,9%	76,5%
Recreación y cultura	4,4%	100,8%
Educación	29,1%	96,0%
Restaurantes y hoteles	7,9%	121,4%
Bienes y serv. varios	6,3%	108,3%

Fuente: INDEC

PANORAMA INTERNACIONAL

ESCENARIO GLOBAL: LA CRISIS BANCARIA SE FRENÓ, PERO REAVIVÓ EL RIESGO DE RECESIÓN

Jorge Viñas

La rápida reacción de la Fed contuvo la crisis desatada tras la quiebra del Silicon Valley Bank en EE.UU., que se había extendido a Europa con la caída del Credit Suisse. Los mercados accionarios rebotaron con fuerza, pero las secuelas potenciales de la crisis bancaria han reavivado los temores por una futura recesión.

La rápida intervención oficial para contener la crisis bancaria, iniciada con la quiebra del Silicon Valley Bank (SBV) en EE.UU., y que tuvo fuertes repercusiones en Europa con la caída del Credit Suisse, representó un alivio para los mercados financieros. En efecto, los principales índices de acciones a nivel mundial, que habían sufrido importantes pérdidas en los primeros días de la crisis bancaria desatada el 6 de marzo con el colapso del SBV, tocaron piso entre el 13 y el 15 de marzo y desde entonces comenzaron una recuperación que los llevó a cerrar marzo en terreno positivo, aproximándose nuevamente a los máximos del año alcanzados a principios de febrero.

Las medidas adoptadas tras la quiebra del SBV, que era el decimosexto banco más grande de EE.UU., a la que se sumaron el Silvergate Bank y el Signature Bank, incluyeron la extensión de la garantía federal de depósitos del FDIC⁵ a todos los depósitos del SBV que no estaban cubiertos por exceder U\$S 250.000⁶, y el anuncio de la Fed de un nuevo programa de financiamiento a un año de plazo (*Bank Term Funding Program -BTFP-*) para que los bancos devuelvan depósitos.

Los bancos que reciban asistencia a través de este programa deberán entregar en garantía bonos del Tesoro de EE.UU. que serán tomados al 100% de su valor nominal, a pesar de que su valor de mercado se ubica por debajo del valor nominal debido a la fuerte suba de rendimientos que han experimentado en el último año como consecuencia del rápido proceso de suba de tasas que llevó a cabo la Fed. La caída del valor de mercado de los bonos del Tesoro, que componen una proporción importante del activo de los bancos, es uno de los factores principales del debilitamiento de los bancos que llevó a la actual crisis. Adicionalmente, para frenar la corrida sobre el First Republic Bank, se coordinó un préstamo de U\$S 30.000 M entre los principales bancos de EE.UU., liderados por el JPMorgan.

El gráfico 5 presenta la evolución del índice S&P 500, que engloba a las 500 empresas de mayor capitalización de mercado de EE.UU., en lo que va del año 2023. En el mismo se puede apreciar la caída al inicio de la crisis bancaria, de un 4,8% entre el 6 y el 13 de marzo, junto con la posterior recuperación, que alcanzó 6,6% entre el 13 y el 31 de marzo, cerrando el mes con un balance positivo del 3,5%.

El cierre de marzo se ubicó sólo 1,8% por debajo del máximo del año, alcanzado el 2 de febrero. Al ser los bancos el epicentro de la crisis, las acciones del sector financiero fueron las más castigadas, con el subíndice del sector financiero del S&P500 acumulando una baja máxima del 14% desde el 6 de marzo. También es el sector que menos se recuperó, cerrando marzo con una caída del 9,7%. En el otro extremo se encuentra el sector tecnológico, que mostró una recuperación del 10% en marzo, beneficiado por el descenso general del nivel de tasas de interés de mercado que repercutió positivamente en las valuaciones de las grandes empresas tecnológicas.

El aumento del riesgo para la economía global asociado a una crisis bancaria en la principal economía del mundo se trasladó al resto de los mercados accionarios, en especial cuando la crisis bancaria se propagó a Europa tras la caída del Credit Suisse, unos de los principales bancos de Suiza. En general, los índices del resto del mundo siguieron un patrón de caída y recuperación similar al del S&P 500, aunque tocaron piso un par de días después que el mercado de EE.UU., alrededor del 15 de marzo.

⁵ El FDIC (*Federal Deposit Insurance Corporation*) es el ente que administra la garantía federal de depósitos, que cubre a todos los depósitos de hasta U\$S 250.000, financiada con aportes de los bancos. Antes de la quiebra del SVB, el fondo de reserva del FDIC ascendía a U\$S 128.000 millones. De acuerdo a los datos oficiales a fines de 2022, el total de depósitos en el sistema bancario de EE.UU. cubiertos por la garantía ascendía a U\$S 7,4 billones, mientras que el monto no cubierto por la garantía era de U\$S 10,5 billones. Al principio, se insinuó que la garantía para depósitos superiores a U\$S 250.000 no alcanzaría solo a los depositantes del SVB sino que se extendería a todas las entidades en problemas, pero Janet Yellen, Secretaria del Tesoro, se encargó de aclarar que no habría extensión automática de la garantía, que por otra parte sería excesivamente oneroso para el FDIC, teniendo en cuenta que hacer frente a la totalidad de depósitos del SVB representó para el FDIC una erogación neta (luego de liquidar los activos líquidos del SVB) de U\$S 20.000 millones, equivalente al 15% de sus reservas.

⁶ Alrededor del 95% de los depósitos del SBV no estaban cubiertos por la garantía, eran depósitos institucionales correspondientes principalmente a empresas tecnológicas.

GRÁFICO 5. EE.UU. EVOLUCIÓN DEL ÍNDICE S&P500 EN 2023 E IMPACTO SECTORIAL DE LA CRISIS BANCARIA

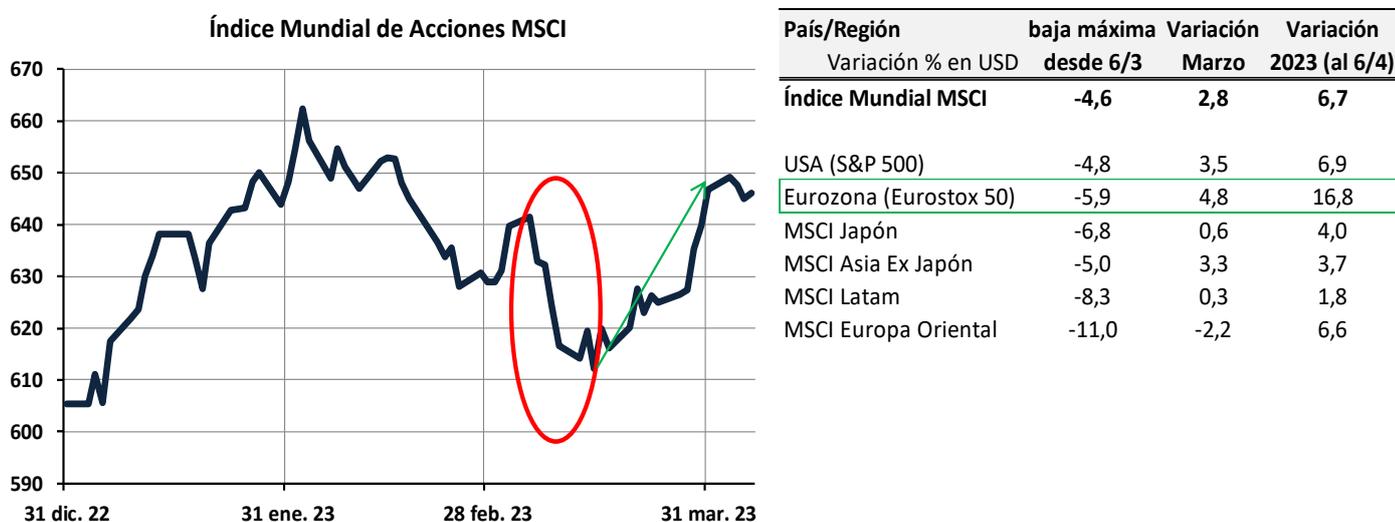


Fuente: Bloomberg

La percepción de que el riesgo de una crisis bancaria global a gran escala estaba siendo neutralizado recién empezó a consolidarse durante el fin de semana del 18 y 19 de marzo, cuando se definió la compra del Credit Suisse por parte de UBS, otra de las principales instituciones bancarias suizas por U\$S 3.200 millones. La operación incluyó garantías por U\$S 9.000 M del gobierno suizo y préstamos de hasta U\$S 100.000 M de parte del banco central de Suiza⁷. Adicionalmente, ese domingo los principales bancos centrales del mundo anunciaron una acción coordinada para incrementar la provisión de liquidez a través de las líneas existentes de swaps de dólares.

El gráfico 6 presenta la información del impacto de la crisis y las variaciones de marzo para el índice mundial de acciones y los principales índices regionales que elabora MSCI. En general, los índices de mercados desarrollados tuvieron una mejor reacción que los de mercados emergentes, sobresaliendo el caso de la Eurozona que ya se ubica en los máximos del año.

GRÁFICO 6. EVOLUCIÓN DEL ÍNDICE MUNDIAL DE ACCIONES MSCI EN 2023 E IMPACTO REGIONAL DE LA CRISIS BANCARIA



Fuente: Bloomberg

Si bien la reacción rápida de las autoridades logró contener la onda expansiva de la crisis bancaria, el evento ha provocado cambios significativos en el panorama financiero y sus secuelas aun son inciertas y potencialmente peligrosas. En primer lugar, se ha producido un traslado de depósitos institucionales, pertenecientes a corporaciones que típicamente superan los U\$S 250.000 y no tienen garantía, hacia los bancos más grandes, considerados más seguros por ser más sólidos o por

⁷ La adquisición del Credit Suisse por parte de UBS, articulada y avalada por las autoridades suizas, presenta una particularidad muy peligrosa para la estructura de capital de los bancos. Si bien los accionistas de Credit Suisse lograron recuperar parte de su inversión (los U\$S 3.200 millones de la operación), a los tenedores de bonos convertibles, conocidos como AT1, que tenían jerarquía superior a los accionistas y por lo tanto prioridad de cobro, no se les reconoció ni un centavo, provocándoles una pérdida de U\$S 17.000 millones. Esto provocó el derrumbe de los CoCos europeos, bonos convertibles contingentes muy extendidos como vehículo de provisión de capital para los bancos europeos. El BCE tuvo que salir a aclarar que en la Eurozona, los CoCos tienen prioridad de cobro sobre los accionistas, pero el daño reputacional ha sido grave.

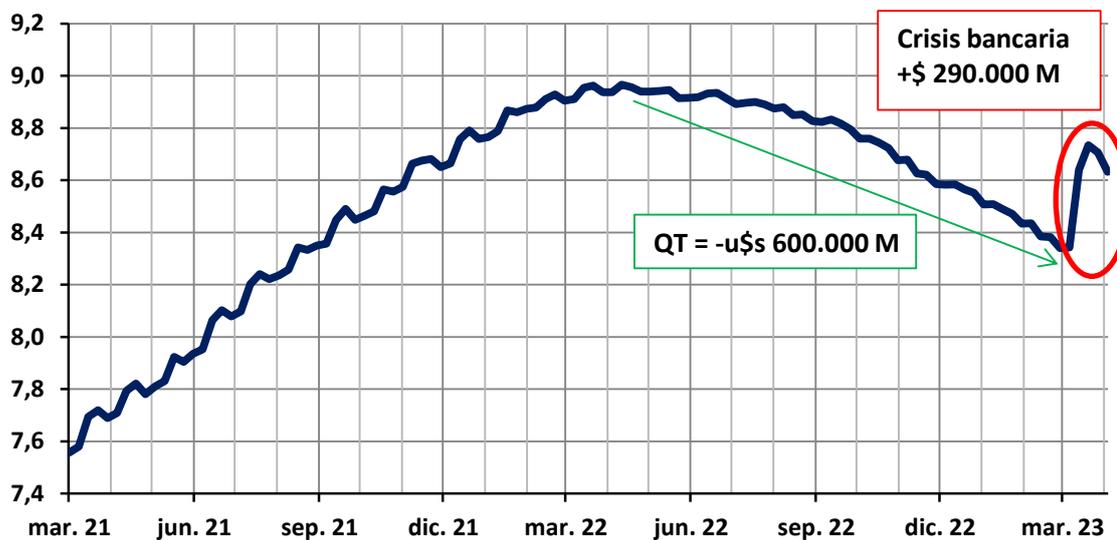
percibirse que tienen la garantía implícita por ser entidades sistémicamente significativas, y hacia los fondos de Money Market, que invierten en títulos del Tesoro de EE.UU. de corto plazo, que ofrecen mayor rendimiento que los depósitos bancarios y son percibidos como más seguros. Entre el 10 de marzo y el 6 de abril, los fondos institucionales de Money Market recibieron suscripciones por U\$S 280.000 millones, el mayor flujo desde la pandemia, aumentando su patrimonio a U\$S 3,35 billones. El total administrado por la industria de fondos de Money Market, sumando fondos institucionales y de individuos, asciende a U\$S 5,1 billones, superando el máximo de U\$S 4,8 billones alcanzado en 2020 durante la pandemia.

Los grandes perdedores son los bancos regionales que, en forma similar al SVB o al First Republic, sus balances se han visto resentidos por el impacto negativo de la suba de rendimientos de los bonos del Tesoro, y que no cuentan con la ventaja del carácter sistémico de los bancos grandes. Esto se ha visto reflejado en la fuerte pérdida en la capitalización de mercado que han sufrido las acciones de los bancos regionales desde el comienzo de la crisis. Desde el 10 de marzo, el índice de bancos regionales se ha derrumbado un 30% y no muestra signos de recuperación, habiendo tocado un nuevo mínimo el 5 de abril. Esto es una señal de que para este grupo de bancos la crisis dista de estar superada, y podrían volver a ser fuente de volatilidad para los mercados financieros en algún momento.

Un factor que podría gatillar otro episodio de stress financiero con foco en este grupo de bancos, es su exposición al sector inmobiliario comercial. Este segmento particular del mercado inmobiliario, en el que se especializan muchos bancos regionales por el conocimiento específico del mercado que requiere, está mostrando crecientes dificultades, debido a que no han logrado recuperar los niveles de ocupación de oficinas pre-pandemia, ya que los hábitos de trabajo hacia una mayor incidencia del trabajo a distancia se han transformado en forma permanente. Estas condiciones adversas se enfrentan además con un contexto de tasas más elevadas y con menor disponibilidad de crédito por la caída de depósitos en los bancos especializados en el segmento.

La contrapartida de la salida de depósitos es la asistencia financiera que ha debido inyectar la Fed a través de la ventanilla tradicional de redescuentos y del nuevo BTFP, que entre el 8 y el 22 de marzo ascendió a U\$S 390.000 M. Esto representó en la práctica la reversión de la política de reducción gradual de activos del balance de la Fed (conocida como *Quantitative Tightening* o QT) que venía ejecutando desde principios de 2022. En efecto, desde el máximo de U\$S 9 billones alcanzando el 4 de abril de 2022 hasta el 8 de marzo de 2023, el activo total del balance de la Fed se había reducido en U\$S 600.000 millones, por lo que en sólo 2 semanas se revirtió el equivalente a dos tercios de dicho monto (véase el gráfico 7). El aspecto positivo es que lo peor de la salida de depósitos parece haber quedado atrás y en las últimas dos semanas, entre el 22 de marzo y el 5 de abril, los bancos han empezado a devolver parte de los fondos, por lo que el aumento acumulado de activos en el balance de la Fed desde el 8 de marzo se ha reducido a U\$S 290.000 M.

GRÁFICO 7. EVOLUCIÓN DEL TOTAL DE ACTIVOS DEL BALANCE DE LA FED – U\$S BILLONES



Fuente: Bloomberg

Además, la crisis bancaria provocó un cambio profundo en las expectativas respecto a la trayectoria futura de la política monetaria de la Fed, lo que se traduce en un desplazamiento hacia abajo en la curva de rendimientos de los bonos del Tesoro de EE.UU. A pesar de la crisis bancaria, la Fed subió 25 p.b. la tasa de Fondos Federales en la reunión del 22 de marzo, a un rango de 4,75-5%, para mantener firme su compromiso de lucha contra la inflación, dado que la inflación interanual (6,0%

según el último dato de febrero) se mantiene claramente por encima de la meta oficial del 2%. Por el mismo motivo, no se descarta que pueda realizar una suba más de 25 p.b. en la próxima reunión del 3 de mayo. Sin embargo, se ha producido una baja abrupta en las expectativas respecto a la trayectoria de la tasa de Fondos Federales para el segundo semestre de 2023. De acuerdo a las valuaciones implícitas en los futuros de tasa de Fondos Federales, hasta principios de marzo se esperaba que la tasa terminara 2023 en el rango 5,25-5,5%, mientras que al 10 de abril la proyección apunta a que termine en 4,25-4,5%, una reducción de 100 p.b. en sólo un mes. Esto se tradujo en una baja de rendimientos a lo largo de la curva de bonos del Tesoro. La tasa del bono a 2 años bajó de 5,07% a 4% entre el 8 de marzo y el 10 de abril. En el mismo lapso, la tasa a 10 años bajó de 4% a 3,4%. Este relajamiento de las tasas de mercado contribuyó al rebote del mercado accionario, especialmente a los sectores que habían sido más castigados por la suba de tasas acumulada hasta principios de marzo, sobre todo el sector tecnológico.

Existen diversas explicaciones para el ajuste abrupto de expectativas. Una explicación apunta a que la Fed va a privilegiar el objetivo de estabilidad del sistema financiero por sobre el combate a la inflación, por lo que empezará a bajar tasas agresivamente aun si la inflación aun no muestra convergencia a la meta de 2%. La otra, que las secuelas de la crisis bancaria provocarán una contracción crediticia de tal magnitud que llevará la economía a la recesión, lo que acelerará la baja de la inflación y la reducción de tasas de la Fed. El riesgo radica en que la inflación no ceda y la Fed se enfrente al dilema de forzar una contracción crediticia abrupta o tolerar un nivel de inflación superior a la meta, al costo de perder su reputación.

La posibilidad de que la crisis bancaria, aun habiendo sido contenida en forma rápida por las autoridades, provoque una contracción del crédito significativa ha vuelto a poner el foco en el riesgo de recesión, que había prácticamente desaparecido de los pronósticos de consenso. Algunos datos recientes, como las encuestas nacionales actividad ISM de la industria manufacturera y de servicios, que mostraron tendencia a la baja, sirvieron para avivar aun más el riesgo de recesión. Pero el reporte de empleo de abril, con una creación de 236.000 nuevos puestos de trabajo y la tasa de desempleo volviendo a caer al 3,5%, muestra que el mercado laboral se mantiene firme. En este contexto, los datos de inflación de marzo que se publican el 12 de abril serán importantes para determinar si se empieza a consolidar una tendencia hacia la desaceleración, lo que le daría algo de margen a la Fed para poner en pausa el proceso de suba de tasas, o si por el contrario muestra resistencia a la baja, lo que pondría a la Fed frente al dilema de seguir subiendo tasas con un sistema bancario debilitado.

La decisión de la OPEC de reducir la cuota de producción del cártel en 1,15 millones de barriles diarios, presiona al alza los precios del petróleo, complicando el escenario inflacionario de corto plazo. El precio del WTI, que a principios de la crisis bancaria había tocado un mínimo de U\$S 64 por barril, saltó por encima de los U\$S 80 por barril tras el anuncio. La tendencia a la baja del precio del crudo desde tocar un máximo de U\$S 120 por barril en junio de 2022, había contribuido al incipiente proceso de desinflación del segundo semestre de 2022. Desde esta perspectiva, la decisión de la OPEC juega en contra de la continuidad de este proceso. Sin embargo, los precios en torno a U\$S 80 todavía se encuentran por debajo de los niveles prevalecientes el año anterior (el promedio de los últimos 12 meses arroja U\$S 89), como para alterar en forma significativa la tendencia inflacionaria. Por otra parte, si bien la restricción adicional de la oferta decretada por la OPEC puede presionar los precios al alza, la demanda global no se muestra pujante, lo que pone un límite a las subas.

El cambio de expectativas respecto a las tasas de interés y el riesgo de recesión impactan negativamente en el USD, que desde el comienzo de la crisis bancaria ha retomado la tendencia bajista frente a las principales divisas. Desde el 8 de marzo el Dollar Index, que mide la evolución del dólar frente a una canasta de las principales divisas ponderadas por su participación en el comercio exterior de EE.UU., se depreció un 4%, volviendo a aproximarse a los mínimos de principios de febrero. Otra manifestación del debilitamiento del USD es la suba del oro, que subió 12% desde el 8 de marzo y superó la barrera de U\$S 2.000 por onza. El USD no sólo se ha depreciado frente a las divisas de los países desarrollados, sino que también se está reactivando el denominado "carry-trade"⁸ para las principales monedas de los países emergentes. Un índice de "carry-trade" que elabora Bloomberg con una canasta de 8 de las principales monedas de países emergentes⁹ frente al USD, acumula una ganancia de 4,2% desde el 8 de marzo, que se incrementa al 11,2% desde los mínimos que tocó en octubre de 2022 (véase el gráfico 8). Con una perspectiva de mediano y largo plazo, este índice tuvo su época dorada entre 2002 y 2011 (período en el que acumuló ganancias de 167%), para luego entrar en tendencia negativa, que ahora está haciendo un nuevo intento por quebrarla. El principal riesgo para el "carry-trade", así como para el resto de las inversiones en mercados emergentes, es que se perpetúe el escenario estanflacionario y que la Fed se vea obligada a seguir subiendo las tasas de interés.

⁸ Estrategia financiera con monedas que consiste en tomar prestado en la moneda que ofrece la menor tasa de interés y colocarse en depósitos de corto plazo en las monedas que ofrecen tasas de interés más elevadas, buscando beneficiarse tanto del diferencial de tasas de interés como de la potencial apreciación de la moneda en la que se está haciendo la colocación.

⁹ La canasta está compuesta por: Real Brasileño (BRL), Peso Mexicano (MXN), Rupia India (INR), Rupia Indonesia (IDR), Rand Sudafricano (ZAR), Lira Turca (TRY), Florín Húngaro (HUF) y Zloty Polaco (PLN)

GRÁFICO 8. INDICE DE "CARRY-TRADE" DE MERCADOS EMERGENTES DE BLOOMBERG EN EL ÚLTIMO AÑO - ÍNDICE 1999 = 100



Monedas incluidas en la canasta: BRL, MXN, INR, IDR, ZAR, TRY, HUF, PLN
Fuente: Bloomberg

PARAGUAY RUMBO A LAS ELECCIONES, CON LA ECONOMÍA ESTABILIZADA

Leandro Marcarian

El 30 de abril hay elecciones presidenciales en Paraguay. Las últimas encuestas dan un empate técnico entre el oficialista Peña y el principal opositor. Al no haber segunda vuelta, la división del voto opositor puede ser la clave. En materia económica, las buenas administraciones pasadas ofrecen una solidez que le brindará mayor holgura monetaria y fiscal a cualquiera que gane.

1. Escenario político

El próximo 30 de abril, en Paraguay, se celebrarán elecciones presidenciales. Existen 43 agrupaciones políticas que se presentarán. Aunque existen dos partidos que se disputan el poder: Concentración Nacional y Partido Colorado. El candidato oficialista, del Partido Colorado es Santiago Peña, hombre del expresidente Horacio Cartes. La fórmula conformada por Santiago Peña y Pedro Alliana consiguió el 51,7% de los votos en las primarias. Peña fue ministro de Hacienda y también miembro del directorio del Banco Central de Paraguay. Aunque las internas afectaron al Partido Colorado, junto con las denuncias de los EE.UU. sobre Cartes y el actual vicepresidente, Hugo Velázquez, quienes fueron sancionados por su "implicación en una corrupción sistemática que ha socavado las instituciones democráticas en Paraguay.

Por el lado de la oposición se encuentra Efraín Alegre, presentándose por tercera vez. Alegre, candidato por Concertación Nacional, muestra una ventaja mínima en la última encuesta realizada por Atlas, entre el 1 y el 4 de abril. En ella, Alegre se ubica con 38 puntos, contra 36 de Peña, lo que, según los parámetros de la encuesta, califica como empate técnico. De todos modos, cuando se abre la pregunta y no se discuten candidatos, sino el rumbo político del país, la encuesta muestra que el 55% de los encuestados se revelan a favor de la alternancia en el poder, es decir, una victoria de la Concentración Nacional por sobre el Partido Colorado, mientras que solo un 36% prefiere la permanencia de los Colorados en el poder.

Este punto es clave, y puede terminar jugando a favor del oficialismo. Dado que en Paraguay no hay segunda vuelta, en caso de que el voto opositor se diluya entre varios candidatos, el beneficiario final de dicho proceso será sin lugar a duda, Peña. Este es un riesgo muy presente para la candidatura de Alegre, ya que, en una encuesta reciente, de fines de marzo, realizada por Multitarget, Alegre aparecía tercero, detrás del candidato del Partido Cruzada Nacional, Payo Cubas. Más allá de que en dicha encuesta Peña era el ganador, para Alegre, la licuación del voto opositor puede llegar a ser un problema más importante que la candidatura misma del candidato oficialista.

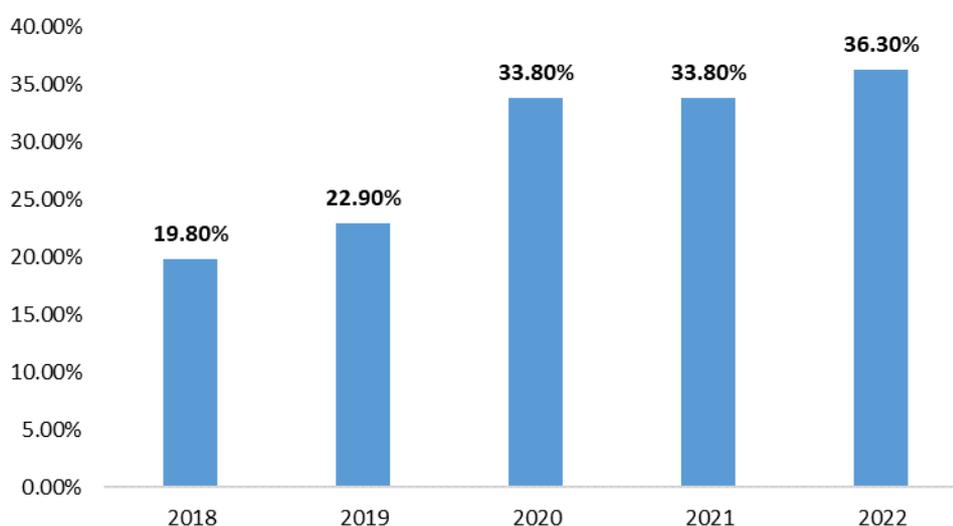
2. Panorama económico.

Paraguay ha mostrado una solidez económica durante los últimos 20 años, que le brindan a cualquiera que gane previsibilidad hacia adelante. No se observan cambios de políticas que echen por tierra lo logrado hasta ahora. El crecimiento económico de Paraguay se explica tanto por la suba de los precios de las commodities como por reformas estructurales que brindan estabilidad macroeconómica, como metas de inflación y responsabilidad fiscal.

En 2013 el gobierno de Paraguay sancionó una Ley de Responsabilidad Fiscal en la que el Ejecutivo tiene la responsabilidad de elaborar los Presupuestos del Estado sin contar con aprobación del Congreso. Es decir, el Ejecutivo tiene la potestad de elaborar los presupuestos sin contar con el aval del Legislativo. Esta ley rige desde el año 2015 y, entre otras medidas, establece para 2023 un límite de 2,3% del PIB al déficit del gobierno central. Ese monto puede alcanzar los US\$1.000 millones si el producto interior bruto (PIB) llega al estimado de US\$43.000 millones.

La política fiscal prudente adoptada durante la suba de los precios de commodities entre 2004 a 2011 le permitió al país crecer de forma sostenida. El crecimiento del PBI fue del 4% promedio en los últimos 20 años, con un crecimiento del PBI per cápita del 3% y una reducción de 25 puntos porcentuales (pp.) de los niveles de pobreza. Paraguay demostró disciplina fiscal inclusive en épocas en las que los shocks exógenos lo forzaban a una mayor holgura fiscal para amortiguar el impacto; sosteniendo la inversión pública y el empleo. La deuda pública cayó en 30 pp. en los últimos 20 años. Hoy es una de las más bajas de la región, representando el 36,3% del PBI, por debajo de la media de los países que cuentan con la misma calificación crediticia. De hecho, esa mayor cintura fiscal fue lo que le permitió, en un contexto internacional adverso, un paquete fiscal, en mitad de la pandemia, que superaba en 2pp. al promedio de la región.

GRÁFICO 9. DEUDA DEL SECTOR PÚBLICO EN % DEL PBI. PARAGUAY. 2018-2022



Fuente: elaboración propia en base a BCP

Según el BCP, se espera que Paraguay crezca un 4,5% este año, desde el 0,1% de crecimiento del 2022. Cabe remarcar que de 2019 a 2022, el crecimiento del PBI se desaceleró al 0,7% promedio en los últimos tres años. Esto se debió a las condiciones climáticas que terminaron afectando exportaciones agrícolas y energía hidroeléctrica, junto con la desaceleración del crecimiento económico de sus principales socios comerciales.

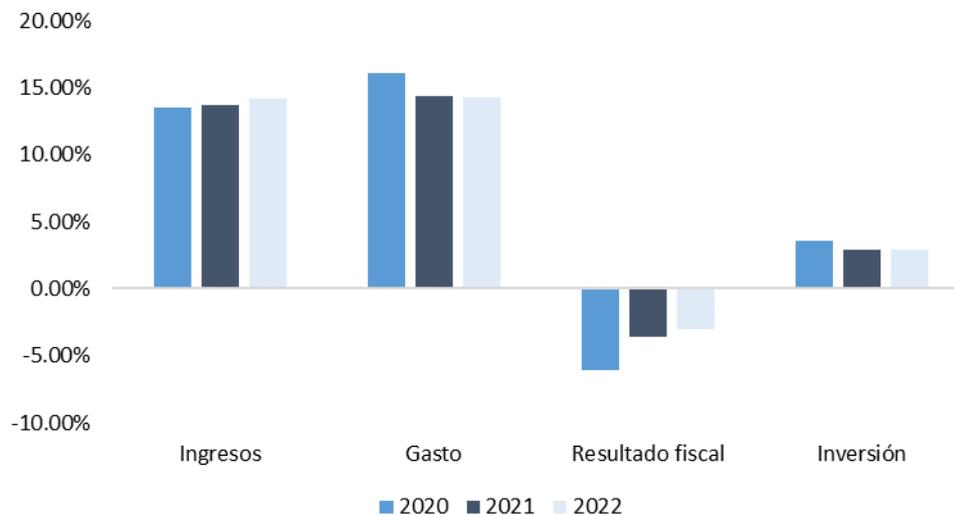
La actividad económica está mostrando una expansión económica por el lado de la agricultura, generación de energía, servicios y ganadería. La economía paraguaya en el 2022 se vio afectada, fundamentalmente, por la sequía a comienzos del año, revirtiéndose hacia una mejora en las condiciones climáticas a partir del tercer trimestre del año. De acuerdo a los indicadores de actividad económica, se observaron caídas interanuales en todo el primer semestre del 2022, a partir del segundo semestre empieza a revertirse por los factores mencionados anteriormente.

Por otro lado, el Estimador de Cifras de Negocios (ECN), que muestra la evolución de las ventas en las principales actividades económicas de forma agregada, registró resultados negativos a partir del mes de marzo hasta julio, revirtiéndose la tendencia en el tercer trimestre; aunque con caídas en el último trimestre por el lado de la construcción y la industria manufacturera.

Desde el comercio exterior, en 2022 las exportaciones cayeron en un 1,5%. La exportación de productos primarios anotó una caída del 24,9%, resultado de la caída en la exportación de los granos de soja con una variación negativa a diciembre del 70,3% en el 2022. Por su parte, las exportaciones de combustibles y energía aumentaron en 3,0% en el acumulado anual. Las exportaciones de manufacturas tanto de origen agropecuario como de origen industrial anotaron crecimientos acumulados del

2,1% y 19,8% respectivamente. Las importaciones, por su lado, marcaron una suba del 16,1% en todo el 2022. Se registran incrementos tanto para la importación de bienes de consumo, intermedios y de capital. Aunque con mayor incidencia el de importaciones de intermedios. El resultado de la balanza comercial en el año 2022 fue de un déficit de US\$ 1.316,4 millones, a diferencia del superávit de US\$ 1.004,4 millones registrado en el 2021. Fue el primer déficit comercial en 35 años.

GRÁFICO 10. INGRESOS, GASTOS, RESULTADO FISCAL, INVERSIÓN EN % DEL PBI. PARAGUAY. 2020-2022



Fuente: elaboración propia en base a BCP

Por el lado de la inflación, se observaron presiones en los precios de los alimentos y los combustibles, resultado del aumento de los precios de commodities a nivel internacional que generaron un cambio de precios relativos en la economía local. Además, la política monetaria más expansiva terminó acelerando la inflación. La inflación en el 2022 fue del 8,1%, 2,3 pp. superior al del 2021 y por encima del rango de meta establecido del 4% con una desviación de +/-2%. Bajo este contexto la tasa de interés se fue incrementando hasta ubicarse en un 8,5% para finales de 2022.

Con relación al tipo de cambio, se depreció en un 3,1% en todo el 2022. Aunque todavía sigue siendo una de las monedas estables de la región. La pobreza volvió a sus niveles prepandemia (19%), aunque la sequía y aceleración de la inflación provocaron que la pobreza extrema se incrementara en 1pp. en todo el 2022. Por último, desde el punto de vista fiscal, los ingresos fiscales se han incrementado a lo largo de todo el 2022, al igual que los gastos. Los ingresos mostraron un avance del 11% anual y los gastos un 6%.

3. Perspectivas

La economía paraguaya está sujeta a una serie de riesgos de origen externo:

- i) desaceleración del crecimiento mundial por elevada inflación;
- ii) aumento de tasas de interés, que impacta negativamente sobre mercados emergentes;
- iii) contracción de las inversiones
- iv) (inestabilidad financiera global y tensiones geopolíticas como la guerra entre Rusia y Ucrania).

En la economía local, los cambios en las condiciones climáticas pueden afectar al sector agroexportador. Más precisamente, estimaciones del Banco Mundial sugieren que los eventos meteorológicos sean más frecuentes e intensos, por lo que podría impactar sobre el crecimiento económico potencial

El BCP, proyectó para 2023 un crecimiento del 4,5% por la recuperación del sector primario y buenos desempeños en los sectores manufactureros, electricidad, gas, agua y servicios. Se espera un crecimiento de más del 20% del sector primario, en dónde la agricultura muestre un crecimiento del 30% por la recuperación esperada en la cosecha de soja para la campaña agrícola 2022/2023 y de la ganadería del 2,3%, después de la recuperación de los principales destinos de exportación. En el sector secundario se espera un crecimiento del 2,2% por la expansión del sector manufacturero (2,0%), en especial por los sectores relacionados con el agro y electricidad y agua por la mejora en las condiciones climáticas. En el sector de la construcción se

espera una menor dinámica por la meta fiscal, mencionada anteriormente. Por último, el sector terciario es de esperarse un crecimiento del 3,2% por comercio, restaurantes y hoteles, servicios de gobierno y transporte.

Con relación a la inflación, se espera que en 2023 la inflación se ubique en un 4,1%, convergiendo a la meta a finales de 2023. Con respecto al tipo de cambio se espera una depreciación del 1,7%. Por el lado de los ingresos fiscales se estima un aumento del 7,5% de la recaudación y del 8,9% de los gastos.

En definitiva, a diferencia de una gran mayoría de países de la región, el candidato que asuma el gobierno en Paraguay recibirá una economía muy ordenada. Todavía queda por delante un ordenamiento macroeconómico post- pandemia y sequía con un sendero de disciplina fiscal. Siempre y cuando no haya saltos abruptos de las variables macroeconómicas, la economía volverá a crecer a tasas del 4% anual. No obstante, Paraguay, al igual que el resto de la región, se enfrenta a un contexto internacional en el que el clima se convierte en el mayor riesgo.

NOTAS ESPECIALES

EL REALISMO MÁGICO Y LA CRÓNICA ESCASEZ DE DIVISAS

Jorge Riaboi

1. *Las necesarias exportaciones*

Aunque pocos conocen las recetas que llegarán a la Casa Rosada tras el resultado de la futura contienda presidencial, existe la sospecha de que el nuevo gobierno dará más prioridad a recuperar la estabilidad económica que a concebir un plan de desarrollo sostenible. Esa mirada no coincide con las ideas que circulan en el planeta, ni parece suficiente para resolver la crónica escasez de divisas que mantiene en terapia intensiva la economía del país. Y si bien la gente del oficio no ignora el papel de la exportación como motor del crecimiento, es difícil creer que la férrea e indispensable prolijidad monetaria y fiscal bastará para ver la luz al final del túnel. Tampoco aportan un buen palenque quienes auspician un proyecto económico experimental, con cuyo músculo esperan neutralizar los enormes faltantes de divisas que hoy impiden crecer, pagar la deuda externa y encarar las reformas estructurales pendientes.

Tales enfoques no calmarán la ansiedad de quienes sabemos **que en los últimos ochenta años las naciones prósperas no son las que otorgan un papel secundario al comercio exterior o dejan librada, a la buena de Dios, la suerte de las exportaciones.** La experiencia indica que una política cambiaria sin vectores casi nunca es neutra. Aún si los futuros planteos sirvieran para atraer un gran volumen de capitales retornables como los que buscan ganancias rápidas y elevadas, esa “bendición” casi siempre infla artificialmente el valor de la divisa, con el efecto colateral de subsidiar la competencia importada y dañar a los productores y exportadores dotados de razonable capacidad competitiva. Quienes condujeron al hoy ninguneado milagro chileno, solían frenar al acceso de capital especulativo de corto plazo con la explícita finalidad de cerrar el paso a tales distorsiones.

La enorme legión de gobiernos que asisten y respaldan virtuosamente los intereses de sus exportadores, son conscientes de que no pueden violar los límites que definen las reglas multilaterales de política comercial. Claro que, para no olvidar una regla, primero es necesario conocer su existencia. En nuestro país, los productores y exportadores están tan golpeados, que habrán de sentir enorme alivio si el Estado empieza por no chantajear, sabotear o maltratar a quienes cultivan la insolente ambición de trabajar en paz.

Durante el reinado de la Convertibilidad cambiaria se logró estabilizar la economía por unos cuantos años, pero sus líderes nunca concretaron las reformas que son necesarias para instalar la capacidad competitiva. El uno a uno comenzó a tambalear cuando el tipo de cambio devino en otro de los tantos ensayos orientados a lograr la estabilidad económica mediante la imposición de precio político al dólar. Inclusive remiendos parciales, como la precoz adopción de los Organismos Genéticamente Modificados (OGM's), surgieron de una pirueta experimental destinada a bajar los costos de producción en alrededor del 18%, **“éxito” que nos dejó ante un severo y eterno conflicto con los mercados que anteponen “la religión verde” a la ciencia.**

En casi toda Europa está prohibida la producción con OGM's y el objetivo de esa región es eliminar, a cualquier costo, las importaciones de materias primas y sustancias proteicas derivadas de dichas tecnologías (ver el Programa del Productor al Consumidor y el móvil concepto de Autonomía Estratégica). Al respecto, es indispensable recordar dos cosas: a) la soja es una sustancia proteica; y b) si bien hoy esa pelea es menos sonora, nunca perdió intensidad o vigencia.

Ambos enfoques, el nuestro y el europeo, deberían ir al psiquiatra. Ninguna de las visiones está genuinamente amparada por principios y evidencias científicas, algo llamativamente anormal, además de ilegal, tras veintiocho años de controversia. Por otro lado, **deberíamos preguntarnos cuánto y cómo nos sirve disponer de la más eficiente y mágica de las tecnologías, si con ella no logramos doblegar los reparos de mercados compradores notoriamente proteccionistas y supersticiosos.** La misma lucha pírrica fue librada por Estados Unidos cuando trató de exportar a la ex CEE, y actual UE, la carne elaborada con hormonas promotoras de crecimiento: **si bien Washington ganó la batalla científica y legal en la OMC, esas carnes nunca entraron al mercado europeo. En estos días, la única verdad es el relato, no la tangible realidad ni la regla de la Ley, el pilar básico del antiguo Occidente.**

Un veterano ex presidente de nuestro Banco Central solía decir que, cuando las fuerzas políticas toman el gobierno por asalto, el Estado deviene en la escuela más cara del país. Ante la variedad y gravedad de estos divagues, uno se pregunta hasta dónde conocen las reglas escritas y no escritas de acceso al mercado internacional, quienes hoy reivindicán el perogrullesco mantra de que es necesario exportar, sin definir el cómo ni con quién. **Hernán Büchi, el autor del milagro chileno solía enfatizar, con reconocida autoridad, que “la apertura económica, sin promoción de exportaciones, es una apuesta sin futuro”. Amén.**

Los economistas no siempre recuerdan que la promoción de exportaciones obliga a desarrollar una sólida capacidad competitiva, un talento que surge de alinear la política económica, la infraestructura, la educación, la cultura, la ciencia y la tecnología, las herramientas financieras (como los créditos al comercio exterior, incluido el comercio agrícola) y la sana coexistencia social, con el propósito de alcanzar tal objetivo. Ninguna de las recetas adquiere valor práctico sin una precisa noción de la oferta exportable que se desea promover. Tampoco se puede llegar muy lejos sin convocar y coordinar una rigurosa versión profesional de los recursos humanos que son necesarios para impulsar la política de comercio exterior, un área que sin duda cubre tres de la media docena de conflictos que hoy tensan las relaciones políticas del planeta. En las últimas décadas, el Estado argentino se desprendió de los planteles creados para gestionar los intereses económicos y comerciales del país, tarea que inevitablemente requiere el dominio de las reglas y dogmas de la época.

El nudo de estos esfuerzos consiste en responder las preguntas que surgen de la realidad y las preguntas que no se formulan por obvio desconocimiento de esa realidad. Las etéreas propuestas de muchos candidatos electorales no permiten establecer si tanto ellos, como sus equipos, están al día con los enfoques que hoy sustituyen el dialecto, los objetivos y las reglas del difunto Consenso de Washington. O si perciben cuál de los conceptos de “desarrollo sostenible” debe contar con nuestro consentimiento.

El hecho de que centros como el Instituto CATO de Washington rindan homenaje ceremonial a economistas de la talla de Ludwig von Mises, Friedrich Hayek o Milton Friedman, no supone que la actual clase política, o las organizaciones de la sociedad civil, valoran, predicán y aplican seriamente tales doctrinas. En el mundo orquestado por líderes como Bill Clinton, Donald Trump, Joe Biden, los regentes europeos del Pacto Verde o la China de Xi Jinping, prevalece la noción de que liberalizar la economía es una tesis desactualizada y piantavotos. En algunas de esas potencias, o en países emergentes que cortejan a esas potencias, se registra una **clara y creciente adhesión a los enfoques del mercantilismo populista y al neodesarrollismo.**

A principios de 2023, era dable notar la escasa participación de líderes influyentes en el Foro Económico Mundial de Davos (WEF en inglés). También dejaron de sorprender las heterodoxas reglas que contienen los nuevos Acuerdos de Libre Comercio, las insípidas Declaraciones que emite el G20 o los vuelos sin radar del Fondo Monetario y la OMC, todos síntomas de que el planeta optó por cambiar de página, temario y agenda. Si uno repasa el nuevo NAFTA (ahora llamado USMCA o TMEC), confirma que Estados Unidos impuso un repertorio de reglas y compromisos orientados a rebanar, por vía reglamentaria, el eterno superávit del comercio regional que favorece a México. De ahí a que las maniobras de Washington surtan el efecto que sus autores tuvieron in mente, hay un largo camino por recorrer. Los países hegemónicos del Occidente tradicional hoy promueven el masivo éxodo de las inversiones establecidas en China y otras naciones asiáticas, con la intención de desplazar y reconstruir las originales cadenas de valor en territorios menos hostiles al tambaleante e irreconocible capitalismo.

La actual prioridad de los inversores no consiste en aumentar ganancias buscando sólo menores costos salariales, energéticos, ambientales y lógica disponibilidad de insumos. Uno de los pilares de este redespigüe es adicionar la geopolítica de Washington, y los objetivos de la OTAN, al determinar cuáles son las economías donde conviene aterrizar. El razonamiento que inspiró el USMCA fue bastante simple: Donald Trump le dijo al presidente Andrés Manuel López Obrador (AMLO) que su gobierno debía aceptar cambios orientados a reducir el eterno superávit comercial de México con los Estados Unidos, o despedirse del NAFTA. El nuevo ALC recién vio la luz cuando “los tres amigos” de América del Norte aceptaron que Washington no podía equilibrar, sin muletas económicas y manipulación político-laboral, las cuentas del intercambio. **AMLO y sus negociadores no presentaron seria batalla ante el leonino (e ilegal) pliego de condiciones que puso sobre la mesa el país que absorbe más del 80 por ciento de sus exportaciones y permite el envío de fondos a las familias de muchos de los 37 millones de individuos que rehicieron su vida al Norte del Río Bravo.**

Durante el regateo de estilo, la Casa Blanca no trató de disciplinar a los grupos automotrices multinacionales que generan una parte sustancial del déficit de intercambio. Esos grupos tienen casa matriz en Estados Unidos, Europa, Japón o Corea del Sur, y una ventajosa presencia industrial en tierra azteca. Trump les bajó los impuestos para regenerar la industria en Estados Unidos, sin mayor éxito. **Algún fugaz Secretario de Comercio de nuestro país, jamás se dio cuenta que México es la cuarta y más moderna potencia automotriz del planeta, así como el lugar que acaba de escoger Elon Musk para invertir 10.000 millones de dólares en una nueva planta con tecnología de punta.**

Por otra parte, el ciclo Trump-Biden no es el único que desoyó la opinión masiva y sensata de sus economistas. En los 30's, unos 1.100 profesionales solicitaron a la clase política que no adopte la enmienda proteccionista Smoot-Hawley, un aumento de aranceles a la importación que paralizó en semanas el comercio mundial y propagó la crisis económico-social que facilitó el lanzamiento de la Segunda Guerra Mundial. Occidente tampoco salió fortalecido cuando en 2014, tras la Crisis Financiera, Alimentaria y Energética de 2008/11, los poderes legislativos de ambas orillas del Atlántico Norte decidieron recuperar las facultades que de hecho habían delegado en sus respectivos Poderes Ejecutivos (la Casa Blanca y el Consejo Europeo) con el objeto de administrar la iniciativa política. En la actualidad no hay acuerdo de valor estratégico, o de significativa influencia económica, que pueda eludir el minucioso control de gestión que ejercen los foros Parlamentarios.

El pasado 2 de marzo, Martin Wolf, Jefe de Economía del matutino británico Financial Times, publicó un nuevo libro titulado la *Crisis del Capitalismo Democrático*. Su mensaje alega **que el mundo actual se divide entre “quienes sostienen que el capitalismo sin democracia funciona mejor” y quienes “aseguran que la democracia sin capitalismo” es la verdadera maravilla**. Una notable versión de tal dicotomía, bautizada como **marea rosa (pink tide)** se instaló en América Latina a fines del Siglo pasado. Esa tendencia fue liderada por gobiernos de izquierda o centro izquierda que ejercieron el poder con malos resultados y, en muchos casos, con sísmicos niveles de corrupción. Tampoco son dignas de orgullo las gestiones de la nueva derecha, ni ciertas variantes del mercantilismo populista como las que impulsaron, entre otros, Donald Trump, Jair Bolsonaro, Sebastián Piñera, Mauricio Macri y gran parte de la clase política del Viejo Continente. China aprovechó el caos y el desconcierto global, para reforzar la presencia de su Partido Comunista y “ennoblecen” sus épicas manipulaciones de la denominada economía socialista de mercado. El más nuevo de los virajes pendulares se corporizó en el retorno del presidente Lula da Silva a la sede de Planalto. Wolf empleó unas 470 páginas para explicar que tanto el capitalismo como la democracia no pueden subsistir por separado, algo que ya enternece a nuestra fogosa juventud.

2. *El disenso desarrollista, el refuerzo proteccionista*

Lo cierto es que hoy las potencias hegemónicas fueron sustituyendo la noción de economía social de mercado por diferentes versiones de desarrollismo económico, idea recostada en un frondoso menú de políticas industriales. Tal giro se fundamenta en la voluntad de promover las actividades económicas concebidas para mitigar y combatir el cambio climático, recuperar competitividad y restablecer su liderazgo en el mundo de la tecnología, en particular en el sector de la inteligencia artificial. Al mismo tiempo, esa voltereta hizo retroceder ochenta años las políticas económicas, hoy inspiradas en modelos de forzada industrialización como las que estuvieron de moda durante la Segunda Postguerra Mundial.

Tal paquete es coherente con la sustitución “selectiva” de importaciones (como la que se plantea en el complejo paquete de Autonomía Estratégica adoptado por la UE), el cierre y reserva explícita de mercados tanto públicos como “estratégicos”; el visible sabotaje a los pilares del multilateralismo, un reaccionario y falaz concepto de “autosuficiencia o soberanía alimentaria”, la resurrección de las guerras comerciales y la imposición de subsidios verdes. A pesar de estos anárquicos revoltijos, el diálogo entre Estados Unidos y la UE sólo define como problemático el tratamiento de las políticas asiáticas que no responden a la antigua configuración de economía social de mercado (identificadas como las Non Market Economies, en una lista que encabeza China).

Va de suyo que el inventario no tiene cerebro si se excluye el monumental aparato de proteccionismo regulatorio que surge del empleo de normas sanitarias, técnicas, de calidad, ambientales, climáticas, de propiedad intelectual o las destinadas a universalizar, como dogma religioso, un cierto prototipo de desarrollo sostenible.

En política comercial existe una frontera legal bien demarcada entre las medidas no arancelarias y las restricciones no arancelarias al comercio (exportaciones e importaciones), ya que estas últimas se hallan taxativamente prohibidas por las reglas globales que rigen desde 1947. Lo anterior no es un rechazo al concepto de desarrollo sostenible, sino un intento por reconocer la diferencia entre política ambiental y los burdos maquillajes proteccionistas.

No menos llamativo es el hecho de que nuestros amigos de la UE decidieran incluir a la “agricultura y la alimentación; la tierra y el agua; y el clima y la sostenibilidad” en el contexto de la Autonomía Estratégica (AE) como parte del Grupo (cluster)

sobre las políticas y decisiones Ambientales. Una visible criatura de esas piruetas legales y diplomáticas fue la excusa empleada por Bruselas para congelar, unilateralmente, el proyecto de Acuerdo de Libre Comercio (ALC) entre la UE y el Mercosur, una decisión que se justificó como respuesta a la salvaje desertificación y la subsecuente extensión de la frontera agrícola que se registró en la Selva Amazónica brasileña. La UE evaluó esos hechos como si el territorio soberano de ocho países sudamericanos y un territorio de ultramar europeo instalado en la misma región (la Guayana Francesa), fuesen parte de los Global Commons.

Sería irresponsable cerrar la nueva versión del proyecto de Acuerdo de ALC birregional, si es que finalmente habrá tal versión, sin renegociar las humillantes concesiones de acceso al mercado, crear disciplinas regionales sobre subsidios (en especial subsidios agrícolas) y desmalezar las innecesarias restricciones reglamentarias incluidas en el texto alcanzado en junio de 2019. Sugestivamente, el Wilson Center sostuvo que el país que realmente puede considerarse afectado por la desertificación brasileña es China, no Europa. Todos son conscientes de que las importaciones de carnes rojas del Viejo Continente que provienen del Mercosur, son de poco efecto contaminante y relevancia comercial si se las compara con el volumen que absorbe esa nación asiática (acotación técnicamente correcta). Va de suyo que la Argentina tampoco debería ser sujeto pasivo de las negociaciones sobre desarrollo sostenible con la UE, porque el enfoque que en última instancia se apruebe sobre este futuro capítulo del ALC entre la UE y el Mercosur (cuyo texto original ya contenía reglas sobre desarrollo sostenible), podrá extenderse a nuestro Chaco y al manejo de las reservas naturales de agua dulce del Acuífero Guaraní (asunto que fuera explícitamente mencionado en el paper de 2020 elaborado por el Staff del Parlamento Europeo titulado “Brasil y la Selva Amazónica”).

Por otra parte, Washington y Bruselas también se están sacando chispas por la tóxica sanción de los subsidios verdes, del tipo que acaba de aprobar el Congreso de Estados Unidos con la Ley de Reducción de la Inflación (Inflation Reduction Act ó IRA) donde se define, por ejemplo, el explícito deseo de estimular en forma discriminatoria la venta de autos eléctricos de producción doméstica mediante sustanciales reintegros monetarios a los compradores. El antedicho “paquete verde” también incluye una ampliación de las normas de la Ley del Compre Nacional de Estados Unidos (Buy American Act de 1933) la que obliga a usar insumos locales (como el acero y el aluminio estadounidense) para acceder a determinadas operaciones de aprovisionamiento.

Bajo tal perspectiva, un relato fidedigno exige recordar que fue en marzo de 2018, antes de la pandemia del COVID-19, y de la invasión a Ucrania, el momento en que resurgieron las guerras del comercio global con medidas iniciales orientadas a reducir la importación estadounidense de acero y aluminio provenientes de doce países, entre los que figuraron Canadá, México, Brasil y la Argentina. **Recién en estos días, muchos economistas comenzaron a entender que la inflación de costos originada por decisiones de política comercial, no siempre se pueden neutralizar con medidas de política monetaria.**

3. *La autonomía estratégica de la UE*

El precedente análisis no estaría completo sin dedicar algunos comentarios al concepto de Autonomía Estratégica (AE) que, desde 2013, es una pieza clave y móvil de la política económica y exterior de la UE. Según un breve informe de Mario Damen emitido en julio de 2022 por el plantel de monitoreo sobre Autonomía Estratégica del Euro Parlamento (AE-UE), los gobiernos de la región aún debaten si ese concepto debe o no llamarse Autonomía Estratégica Abierta. El texto aclara que utiliza las expresiones AE y Soberanía Estratégica (SE) como conceptos y términos equivalentes, una observación que el lector no debe olvidar al imponerse del texto que sigue.

A juicio de muchos, el nombre de la AE no altera el carácter de “fortaleza aislada y soberana” que reclama el Viejo Continente en todos los foros y acuerdos que suscribe en los últimos tiempos (inclusive en el proyecto UE-Mercosur). La Autonomía Estratégica de la UE (AE-UE) se refiere a la capacidad de actuar en forma autónoma, sin dependencia ni obligaciones legales hacia terceros países, al definir importantes políticas globales o sectoriales. Ese criterio empezó por abarcar la política en las áreas de defensa, pero en la actualidad se extiende a cuestiones políticas como el respaldo y reforma de los valores democráticos, los derechos humanos o la reacción a las diversas facetas de la invasión de Rusia a Ucrania.

Entre 2013 y 2016 la AE-EU se aplicó esencialmente al área de Defensa, por la simple razón de que sus gobiernos empezaron a prever la necesidad de la autodefensa regional con o sin la NATO. Los observadores de temas militares son conscientes de que la obligación de invertir anualmente el 2 % del PBI en gastos de seguridad y protección con el fin de implementar las decisiones de la NATO, hizo notar que Washington quiere ser un socio relevante, pero no el gran financista de la defensa Occidental, cosa que el presidente Biden endulzó un poquito.

Entre 2017 y 2019, la integridad europea se sintió atacada por el desafío de concretar la ríspida salida del Reino Unido, el Brexit, en un marco de fuerte disidencias y presiones surgidas por la llegada de Donald Trump a la Casa Blanca y el acelerado destete económico de China con Occidente. Tampoco fue gratuito el rechazo a considerar que China no calificaba como una economía de mercado en el contexto de la OMC. A partir de 2020, la incidencia del COVID-19, la inseguridad alimentaria y

energética, la novedosa y asertiva conducta del gobierno chino y la Invasión Rusa a Ucrania, indujeron a extender el concepto europeo de “fortaleza autónoma” a casi todos los ramos de decisión comunitaria.

Nada de esto fue inocente. Cuando el Viejo Continente observó el temerario acercamiento de Donald Trump a Putin, el concepto de “América Primero” y el nuevo “Compre en Estados Unidos”, endureció su convicción de que la AE-UE no era una previsión, sino una perentoria necesidad. Esa la vio venir Ángela Merkel mucho antes que los demás Miembros de la UE. Con el tiempo, y contra lo que era deseable, **el presidente Joe Biden generó una notable confusión en el diálogo encaminado a restaurar la tradicional Alianza entre Washington y Bruselas, a pesar de la reapertura del diálogo bilateral.**

Según esta lectura, Europa se comenzó a preguntar, o mejor dicho volvió a preguntarse, hasta qué punto era posible depender del abastecimiento global en las áreas sanitaria, militar, energética y alimentaria. Esos son los mismos argumentos que Europa esgrime, con ciertas variantes, desde la firma del Tratado de Roma, la cuna de la integración del Viejo Continente. **La UE siempre alegó que debía tener una agricultura hiper protegida, por la existencia de fallas de mercado que someten a grandes riesgos su seguridad alimentaria.** El contraargumento a esta visión no es muy complejo. Se requiere tener una mirada muy cortita para no entender que, si el mensaje de los importadores a los exportadores de materias primas, insumos, agro alimentos y biocombustibles reside en afirmar que el mundo está obligado a concretar una antieconómica y costosa autosuficiencia, y que el comercio de esos productos es una actividad moribunda, sin futuro, éstos se verán obligados a dejar el mercado y a perder capacidad de respuesta.

En ese **punto las naciones “autosuficientes” se van a lamentar toda la vida al notar que, por la falta de opciones sistémicas de abastecimiento, o cuando haya grave cuellos de botella energéticos, como los que en los últimos meses generó la invasión rusa, dejarán de existir quienes habitualmente vienen cubriendo los faltantes y son garantes de la seguridad alimentaria y energética.** En ese momento se verá sin velos explicativos, que el comercio es parte de la seguridad alimentaria y energética, no una ornamental rueda de auxilio. Al vulnerar esa línea roja, las fallas de mercado serán fruto de una profecía autocumplida.

Lo peor es que las tesis europeas dieron aliento a las naciones en desarrollo que no tienen oferta para ser autosuficientes, ni adecuado poder de compra para hacer gigantescas adquisiciones en el mercado internacional. **Prueba de ello es la reciente Declaración de Dakar Sobre Soberanía Alimentaria y Resiliencia, emitida en enero pasado.** Estas reflexiones, que son rutinarias entre quienes tuvieron el privilegio de foguearse en el muy exigente tinglado de la OMC, donde uno opera con bienes y servicios o realidades conceptuales como los derechos de propiedad intelectual, suenan a tierra extraña o ignota entre quienes imaginan que la indispensable prolijidad monetaria y fiscal, sirve de elixir para curar todas las enfermedades económico-sociales.

Ojalá que algún día aprendamos a escuchar. Ojalá que no sea demasiado tarde.

VÍCTOR JORGE ELÍAS (1937-2023)

Héctor Rubini

El pasado 10 de marzo nos sorprendió lamentablemente el fallecimiento de Víctor Jorge Elías, uno de los economistas argentinos más destacados de los últimos 50 años.

Hijo de padres sirios, había nacido en San Miguel de Tucumán el 21 de julio de 1937. Estudió en la Universidad Nacional de Tucumán donde también trabajó inicialmente en el Instituto de Economía. Su director, Adolfo Diz, lo recomendó para cursar estudios en el exterior, y con una beca de la Organización de los Estados Americanos ingresó a la Universidad de Chicago en 1961. Allí completó la maestría en Economía en 1964 y regresó a Tucumán, asumiendo la dirección del Instituto de Investigaciones Económicas, cargo que ocupó entre agosto de 1965 y marzo de 1970. Desde mediados de los '60 realizó las investigaciones empíricas para su proyecto de tesis doctoral, obteniendo el Ph. D. in Economics de la Universidad de Chicago en 1969. Luego revalidó su título como Doctor en Economía en la Universidad Nacional de Tucumán en 1972. En 2016 recibió el doctorado Honoris Causa de la Universidad del CEMA.

Fue profesor titular de Econometría y Comercio Internacional en la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Nacional de Tucumán, director de la maestría en Economía e investigador del Instituto de Investigaciones Económicas de dicha casa de estudios. La tradición académica de la Universidad de Chicago pasó a ser marcadamente predominante acorde a las líneas de investigación y publicaciones de Elías y de sus colegas Manuel Codomí, Raúl Soria, Carlos Pucci y Valeriano García. Fue además miembro de la Academia Nacional de Ciencias Económicas, presidente de la Asociación Argentina de Economía Política en 1970-82 y 1978-80, profesor visitante en las universidades de Harvard y Stanford y presidente del Comité Permanente Latinoamericano de la Econometric Society. Fue miembro del comité editorial de las revistas *Económica* (de la Universidad

Nacional de La Plata), Estudios Económicos (Universidad Nacional del Sur) y Economía y Estadística (Universidad Nacional de Córdoba).

En 1981 obtuvo el premio Mención Especial del concurso anual ADEBA, en 1996 el Premio Konex (Diploma al Mérito) 1996 en el capítulo Desarrollo Económico y en 2003 el Premio Anita Harberger de la Fundación Marroquín en Los Ángeles. En 2017 fue declarado Ciudadano Ilustre de San Miguel de Tucumán.

Sus investigaciones se concentraron en el campo de la contabilidad del crecimiento económico de Argentina y América Latina. Se trata de la identificación empírica y medición de las fuentes de crecimiento de largo plazo de una economía. Una tarea que exige métodos econométricos para detectar y validar esas fuentes de crecimiento, relaciones causa-efecto permanentes, cuantificarlas con parámetros confiables con modelos libres de problemas asociados a falta de variables explicativas, autocorrelaciones, correlaciones cruzadas, escasez de datos históricos. Y previo a todo eso, un análisis cuidadoso de los datos agregados y desagregados disponibles, su confiabilidad y las metodologías aplicadas para su medición. De ahí que el problema de la contabilidad del crecimiento exige un doble esfuerzo: por un lado, el desarrollo y testeo econométrico de modelos de crecimiento económico, y por el otro un cuidadoso análisis de las cuentas nacionales y subnacionales disponibles, particularmente de las metodologías para su construcción y aplicación, así como también de la calidad de las series históricas y de las metodologías de recolección y presentación de la información estadística disponible.

Elías fue uno de los pioneros en América Latina y hombre de referencia y consulta directa en Argentina y en la región sobre temas de crecimiento económico y contabilidad del crecimiento. Además, su tarea en el Instituto de Investigaciones Económicas y en la maestría y licenciatura en economía de la Universidad de Tucumán implicó una dedicación a la formación de profesionales y una permanente atención y apoyo a los egresados de dicha casa de estudios para iniciar programas de posgrado de excelencia fuera del país. En ese sentido, el profesor Elías (o “el turco” como muchos lo llamaban dentro y fuera del ámbito académico) se ganó la amistad y el cariño de decenas de destacados economistas que han seguido vinculados al profesor Elías durante años. De hecho, durante toda su vida ha estado prestando atención a la carrera profesional y publicaciones de sus ex-alumnos. Algunas de sus publicaciones son las siguientes:

- Elías, Víctor J., 1968. Requerimientos de Matemática, Estadística e Historia en la Formación de un Economista. *Revista de Economía y Estadística*, 12 (3-4): 45-58.
- , 1969. *Estimation of Value Added Capital and Labor in Argentine Manufacturing, 1935-1963*. Doctoral dissertation. University of Chicago, Department of Economics.
- , 1969. Cambios en la Calidad de los Bienes. Una Forma de Estimarlos. *Económica-La Plata*, 15 (3): 283-290.
- , 1971. Una Nota sobre la Distribución Funcional del Ingreso. *Económica-La Plata*, 17 (2): 185-189.
- , y R. P. Mentz, 1973. *Modelos de Regresión para Estimaciones Estacionales*. Instituto de Investigaciones Estadísticas, Facultad de Ciencias Económicas- Universidad Nacional de Tucumán.
- , 1978. Sources of Economic Growth in Latin American Countries. *The Review of Economics and Statistics*, 60 (3): 362-370.
- , 1978. Productividad en el Corto y Largo Plazo en la Argentina. *Desarrollo Económico*, 18 (70): 265-274.
- , 1978. Fuentes del Crecimiento Económico Argentino 1960-1980. *Mimeo. Convenio INTI-Universidad Nacional de Tucumán*.
- , 1978. Comércio e Crescimento na América Latina. *Revista Brasileira de Economia*, 32 (2): 317-333.
- , 1979. Un Estudio Comparativo del Desarrollo Económico de Argentina, Brasil y Estados Unidos en el Período 1949-1973. *Económica-La Plata*, 25 (1-3): 43-55.
- , 1981. Government Expenditures on Agriculture in Latin America. *Research Report No. 23*. International Food Policy Research Institute.
- , 1982. El Crecimiento Económico Argentino y sus Determinantes, 1970-1980. *Ensayos Económicos N° 21*: 27-46. Banco Central de la República Argentina.
- , A. Canavese y L. Montuschi, 1983. *Sistema Financiero y Política Industrial para la Argentina en la Década de 1980*. El Cronista Comercial.
- , 1984. Una Nota sobre la Elasticidad del Ahorro con Respecto a la Tasa de Interés. *Estudios de Economía*, 21 (62): 83-89.
- , 1985. Government Expenditures on Agriculture and Agricultural Growth in Latin America. *Research Report No. 50*. International Food Policy Research Institute.
- , 1985. La Productividad del Sector Público en Argentina. *Económica-La Plata*, 31 (2-3): 135-145.
- , 1988. Productividad en el Sector Industrial Argentino 1935-1985. *Económica-La Plata*, 34 (2): 185-202.
- , 1992. *Sources of Growth: Study of Seven Latin American Economies*. ICS Press Institute for Contemporary Studies.
- , 1993. The Role of Total Productivity on Economic Growth. *Estudios de Economía*, 20 (9): 19-47.

- , 1995. Regional Economic Convergence: The Case of Latin American Economies. *Estudios de Economía*, 22 (2): 159-176.
- , 1995. La Migración Internacional como Fuente del Crecimiento Económico Argentino. *Económica-La Plata*, 41 (1): 19-32.
- , 1996. Infrastructure and Growth: The Latin American Case. *Report No. 36*, Latin America and the Caribbean Technical Department. Regional Studies Program. The World Bank.
- , y R. Fuentes, 1998. Convergence in the Southern Cone. *Estudios de Economía*, 25 (2): 179-189.
- , 1998. Una Reevaluación para Comprender la Economía Argentina. Comentario al libro de Roberto Cortés Conde "La Economía Argentina en el Largo Plazo (Siglos XIX y XX)". *Desarrollo Económico*, 38 (149): 487-490.
- , 1999. En Memoria del Profesor Dr. Rolf R. Mantel. *Económica-La Plata*, 45 (1): 1-6.
- , 2001. The Empirical Foundations of the Golden Rule. *Estudios de Economía*, 28 (1): 79-88.
- , 2006. La Calidad de la Fuerza Laboral como Fuente del Crecimiento Económico. *Seminario sobre Capitalización y Crecimiento Económico*. Fundación Banco Francés-FBBVA-IVIE-CEPAL-OCDE.
- , 2007. Investigación Aplicada: Entonces y Hoy. *Estudios Económicos*, 24 (49): 21-34.
- , J. Elías y L. Ronconi, 2010. Discrimination and Social Networks: Popularity among High School Students in Argentina, en *Discrimination in Latin America: An Economic Perspective*, ed. by H. Ñopo, A. Chong and A. Moro. Banco Interamericano de Desarrollo. Cap. 4.
- , 2012. La Desigualdad Territorial en Argentina, *Foreign Affairs Latinoamérica*, 9 (1): 63-72.
- , 2012. Fuentes del Crecimiento Económico: Progresos y Desafíos, en *Progresos en Crecimiento Económico*, ed. por Saúl Keifman. Asociación Argentina de Economía Política – EDICON Fondo Editorial Consejo: 65-104.
- , M. Alem, J. J. Elías y M. A. Mancino, 2013. Argentina's Regional Performance: 1970-2010, en *Advances in Spatial Science*, ed por M. M. Fischer, J. C. Thill, J. van Dijk y H. Westlund, Springer.
- , A. K. Alfaro y J. J. Núñez Velázquez, 2015. La Productividad de los Trabajadores por Comunidades Autónomas Españolas. Un Análisis por Nivel Educativo, en *Boletín Económico del ICE-Información Comercial Española* N° 3060: 61-75.

PRÓXIMOS INDICADORES Y EVENTOS

2023 Abril

LUNES	MARTES	MIÉRCOLES	JUEVES	VIERNES	SÁBADO	DOMINGO
24	25	26	27	28	29	30
INDEC: Estimador mensual de actividad económica (EMAE). Febrero de 2023	INDEC: Encuesta de supermercados. Febrero de 2023. Encuesta de autoservicios mayoristas. Febrero de 2023. Encuesta nacional de centros de compras. Febrero de 2023.		Bureau of Economic Analysis (EE.UU.): PBI 1er trim. 2023. (primer avance) Banco de Japón: Reunión de Política Monetaria.	INDEC: Índice de Salarios. Febrero de 2023. Banco de Japón: Reunión de Política Monetaria.		

2023 Mayo

LUNES	MARTES	MIÉRCOLES	JUEVES	VIERNES	SÁBADO	DOMINGO
1	2	3	4	5	6	7
FERIADO	Reserva Federal (EE.UU.): Reunión del Comité de Mercado Abierto (FOMC). Banco Central de Brasil: Reunión de Comité de Política Monetaria (COPOM).	Reserva Federal (EE.UU.): Reunión del Comité de Mercado Abierto (FOMC). Banco Central de Brasil: Reunión de Comité de Política Monetaria (COPOM).	INDEC: Indicadores de condiciones de vida de los hogares (EPH). 2° semestre de 2022 Banco Central Europeo: Reunión de Política Monetaria.	U.S. Bureau of Labor Statistics (EE.UU.): Situación del Empleo. Abril de 2023.		Elecciones provinciales en Jujuy, Misiones y La Rioja.
LUNES	MARTES	MIÉRCOLES	JUEVES	VIERNES	SÁBADO	DOMINGO
8	9	10	11	12	13	14
	INDEC: Índice de producción industrial manufacturero (IPI manufacturero). Marzo de 2023. Indicadores de coyuntura de la actividad de la construcción. Marzo de 2023.	INDEC: Índice de Salarios. Marzo de 2023. U.S. Bureau of Labor Statistics(EE.UU.): IPC. Abril de 2023.	U.S. Bureau of Labor Statistics (EE.UU.): Índice de Precios al Productor. Abril de 2023. Banco de Inglaterra: Reunión de Comité de Política Monetaria.	INDEC: IPC Abril de 2023.		Elecciones provinciales en La Pampa, Salta, San Juan, Tierra del Fuego y Tucumán.
LUNES	MARTES	MIÉRCOLES	JUEVES	VIERNES	SÁBADO	DOMINGO
15	16	17	18	19	20	21
		INDEC: Sistema de índices de precios mayoristas (SIPM). Marzo de 2023. Índice de costo de la construcción (ICC). Marzo de 2023. Utilización de la Capacidad Instalada Industrial (UCII). Marzo de 2023	INDEC: Intercambio Comercial Argentino (ICA). Abril de 2023.			

ANEXO ESTADÍSTICO

Indicador	Mar-22	Abr-22	May-22	Jun-22	Jul-22	Ago-22	Sep-22	Oct-22	Nov-22	Dic-22	Ene-23	Feb-23	Mar-23
Precios													
IPC Nacional (INDEC) Var. % m/m	6,7%	6,0%	5,1%	5,3%	7,4%	7,0%	6,2%	6,3%	4,9%	5,1%	6,0%	6,6%	7,7%
IPC Nac. Núcleo Var. % m/m	6,4%	6,7%	5,2%	5,1%	7,3%	6,8%	5,5%	5,5%	4,8%	5,3%	5,4%	7,7%	7,2%
IPC Alim. y beb. no alc. Var. % m/m	7,2%	5,9%	4,4%	4,6%	6,0%	7,1%	6,7%	6,2%	3,5%	4,7%	6,8%	9,8%	9,3%
IPC Nacional (INDEC) Var. % a/a	55,1%	58,0%	60,7%	64,0%	71,0%	78,5%	83,0%	88,0%	92,4%	94,8%	98,8%	102,5%	104,3%
IPC Nac. Núcleo Var. % a/a	57,3%	60,5%	63,2%	65,5%	72,2%	78,4%	82,3%	86,4%	89,1%	90,6%	94,4%	100,4%	101,9%
IPC Alim. y beb. no alcohólicas Var. % a/a	59,7%	62,1%	64,2%	66,4%	70,6%	80,0%	86,6%	91,6%	94,2%	95,0%	98,4%	102,6%	106,6%
IPC GBA (INDEC) Var. % m/m	6,7%	6,2%	4,8%	5,5%	7,4%	7,0%	6,0%	6,6%	5,0%	5,3%	6,0%	6,7%	7,8%
IPC GBA Núcleo Var. % m/m	6,1%	7,0%	5,0%	5,3%	7,4%	6,9%	5,5%	5,8%	4,9%	5,6%	5,5%	7,5%	6,8%
IPCBA (CABA) Var. % m/m	5,9%	5,3%	5,5%	5,1%	7,7%	6,2%	5,6%	7,0%	5,8%	5,8%	7,3%	6,0%	7,1%
IPC GBA (INDEC) Var. % a/a	55,9%	59,0%	61,2%	66,9%	71,8%	79,1%	82,9%	87,8%	92,8%	95,2%	99,0%	103,1%	105,3%
IPC GBA Núcleo Var. % a/a	58,4%	61,8%	64,0%	66,8%	73,3%	79,8%	83,5%	87,9%	90,7%	92,5%	96,6%	102,2%	103,4%
IPCBA (CABA) Var. % a/a	54,1%	56,0%	58,8%	61,8%	69,2%	74,6%	78,4%	84,0%	89,9%	93,4%	99,4%	103,1%	105,5%
Expectativas de Inflación (UTDT)													
Mediana	50,0	50,0	50,0	50,0	60,0	50,0	60,0	70,0	80,0	70,0	70,0	80,0	80,0
Media	53,7	52,2	58,4	57,9	62,5	60,6	61,7	68,4	72,4	69,6	70,2	69,9	75,4
Indicadores Fiscales SPNF (Var. % a/a)													
Ingresos Totales	91,7%	77,9%	58,7%	64,9%	82,8%	73,3%	41,1%	94,5%	79,4%	92,0%	92,4%	85,6%	s/d
Gastos Totales	84,0%	84,6%	76,7%	74,2%	64,7%	77,4%	77,6%	60,8%	88,7%	70,6%	116,1%	109,2%	s/d
Ingr. Primarios (sin Rentas de la Prop.)	67,7%	58,9%	55,5%	57,7%	74,1%	71,3%	33,1%	95,5%	85,9%	90,2%	94,9%	83,1%	s/d
Gastos Primarios	84,9%	87,4%	88,3%	75,3%	62,0%	72,9%	78,9%	63,5%	77,9%	54,8%	111,3%	95,0%	s/d
Recursos tributarios (Var. % a/a)													
Recaudación total	62,5%	64,0%	79,9%	82,1%	87,0%	72,2%	117,9%	92,8%	88,8%	95,6%	93,4%	82,3%	88,3%
Dirección General Impositiva	49,8%	65,8%	66,3%	78,7%	122,8%	75,2%	87,5%	119,0%	113,2%	114,9%	103,1%	138,0%	157,4%
Dirección General de Aduanas	67,7%	79,7%	87,1%	73,9%	82,3%	103,4%	82,9%	86,7%	65,7%	48,9%	64,7%	45,7%	66,5%
Sistema de Seguridad Social	64,4%	72,1%	75,8%	83,2%	79,2%	81,4%	81,7%	89,7%	94,9%	96,5%	105,4%	103,2%	113,0%

Indicador	Mar-22	Abr-22	May-22	Jun-22	Jul-22	Ago-22	Sep-22	Oct-22	Nov-22	Dic-22	Ene-23	Feb-23	Mar-23
Confianza del Consumidor (UTDT)													
Indice	36,9	35,7	36,3	39,1	34,7	37,1	37,2	35,7	35,2	35,9	38,5	36,2	36,2
Var. % m/m	-6,4%	-3,2%	1,6%	7,7%	-11,1%	6,6%	0,4%	-4,1%	-1,4%	2,2%	7,3%	-6,1%	5,6%
Var. % a/a	-3,4%	1,1%	2,5%	12,8%	-8,2%	-6,8%	-8,2%	-11,3%	-11,4%	-4,9%	-4,0%	-8,2%	-2,0%
Indicadores de Actividad													
EMAE (INDEC) Var. % a/a	4,7%	5,9%	7,9%	7,0%	5,9%	6,6%	4,8%	4,5%	2,6%	-1,2%	2,9%	s/d	s/d
Var m/m, sin estacionalidad	-0,6%	0,4%	0,0%	1,1%	0,5%	0,3%	-0,1%	-0,8%	-0,8%	-0,9%	0,3%	s/d	s/d
Uso Capacidad Instalada Industria Manufacturera (INDEC)	66,7%	67,1%	68,0%	69,5%	67,9%	69,6%	68,6%	66,7%	68,9%	63,8%	62,0%	65,0%	s/d
Venta de autos O Km (ADEFA) Var. % a/a	4,5%	3,3%	20,4%	32,1%	20,8%	11,9%	34,6%	30,8%	26,6%	2,4%	9,8%	18,5%	12,6%
Var m/m, con estacionalidad	33,0%	-8,8%	9,3%	10,4%	-21,0%	-0,9%	18,6%	-4,4%	6,4%	-5,6%	-34,0%	36,2%	26,4%
Producción Industrial (FIEL) Var. % a/a	2,5%	4,2%	8,4%	5,4%	2,3%	5,5%	-0,4%	0,3%	0,2%	-3,5%	3,7%	-1,5%	s/d
Var m/m, desest.	2,3%	3,2%	-0,6%	-0,7%	-2,9%	0,0%	-3,5%	-0,5%	1,2%	-1,1%	2,4%	-1,0%	s/d
Producción Industrial (INDEC) Var. % a/a	3,3%	4,4%	11,6%	7,1%	5,3%	7,5%	3,9%	3,3%	1,0%	-2,7%	6,3%	-1,4%	s/d
ISAC (INDEC) Var. % a/a	1,9%	8,8%	20,0%	7,2%	5,2%	7,3%	5,1%	-0,9%	-1,5%	-10,6%	2,6%	-6,3%	s/d
Construcción (Grupo Construya) Var. % a/a	9,2%	8,7%	17,0%	4,9%	8,4%	12,1%	2,1%	0,0%	-5,1%	-12,7%	0,4%	-10,7%	-9,1%
Var. % m/m, desest.	3,7%	4,9%	-5,3%	3,4%	7,6%	-9,9%	-5,5%	5,3%	-9,0%	-11,5%	4,9%	8,0%	4,6%
Despachos de Cemento (AFCP) Var. % a/a	7,6%	9,8%	24,2%	14,3%	9,4%	12,3%	8,6%	-1,3%	-0,1%	-9,4%	8,9%	-5,1%	5,6%
Indicadores del Sector Externo													
Exportaciones en USD	7.354	8.337	8.254	8.432	7.773	7.537	7.407	7.901	7.089	6.119	4.900	5.230	s/d
Var. % a/a	28,6%	35,7%	21,2%	20,3%	7,2%	-6,9%	-2,2%	15,1%	14,5%	-7,1%	-11,7%	-18,9%	s/d
Importaciones en USD	7.083	6.883	7.886	8.547	8.210	7.837	6.993	6.074	5.750	5.017	5.384	5.048	s/d
Var. % a/a	33,1%	47,3%	53,4%	44,6%	43,7%	36,2%	18,8%	15,8%	-0,3%	-19,3%	2,5%	-10,4%	s/d
Saldo Comercial en USD	271	1.454	368	-115	-437	-300	414	1.827	1.339	1.102	-484	182	s/d
Precios Materias Primas BCRA (dic 2001=100)	371,5	373,4	373,5	368,8	336,5	347,7	345,9	326,4	329,9	319,9	329,2	326,9	312,6
Var. % a/a	31,1%	26,9%	24,5%	18,3%	13,0%	18,5%	23,7%	15,9%	12,7%	8,1%	4,9%	-2,1%	-15,9%

Indicador	Mar-22	Abr-22	May-22	Jun-22	Jul-22	Ago-22	Sep-22	Oct-22	Nov-22	Dic-22	Ene-23	Feb-23	Mar-23
Indicadores Monetarios (saldos promedios mensuales)													
Base Monetaria (\$ M.M.)	3.663	3.616	3.708	3.896	4.216	4.298	4.181	4.230	4.400	4.821	5.293	5.237	5.167
Circulante	2.674	2.685	2.743	2.935	3.200	3.233	3.172	3.239	3.348	3.790	4.089	4.086	4.071
Otros pasivos BCRA en mon. local: (a) + (b) + (c)	6.563	6.942	7.483	8.102	9.164	9.315	10.437	11.379	11.925	12.999	13.613	14.360	15.311
(a) Deuda Remun (LELIQ+NOCOM)	4.153	4.533	4.980	5.390	5.863	6.029	6.511	7.238	7.466	7.953	8.218	8.559	8.930
(b) Pasivos netos por pases	650	577	554	628	1.044	942	1.411	1.432	1.633	2.006	2.185	2.464	2.874
(c) Depósitos del Gobierno	1.759	1.832	1.948	2.084	2.257	2.344	2.516	2.708	2.827	3.040	3.210	3.337	3.507
Reservas intern. brutas (U\$S M.M.)	38,6	43,0	41,6	40,9	40,4	37,1	37,2	39,1	37,9	40,8	43,2	39,9	37,9
Dep. en mon.ext. en BCRA (U\$S M.M.)	18,4	18,4	18,5	18,5	18,1	17,5	17,5	17,5	18,1	18,8	19,5	19,6	19,3
(BaseMon.+ Pas.noMon.)/(Rvas.Int.Brut - Dep.en U\$S en BCRA)	506,6	430,0	483,2	536,8	600,3	694,8	739,1	723,8	823,1	808,6	800,3	965,3	1.100,9
Tipo de cambio mayorista bancos (\$ / U\$S)	109,5	113,3	117,8	122,7	128,4	135,3	143,6	152,6	162,1	172,9	182,2	191,9	203,1
Depósitos bancarios (saldos promedios mensuales)													
Total depósitos (\$ M.M.)	12.567	13.080	13.866	14.776	15.868	16.435	17.594	18.914	19.895	21.481	22.817	23.777	24.963
Sector privado	10.154	10.624	11.277	12.075	13.048	13.406	14.396	15.386	16.268	17.869	18.963	19.999	21.098
Sector público	2.413	2.456	2.589	2.701	2.820	3.029	3.198	3.529	3.627	3.612	3.854	3.778	3.865
En moneda local (\$ M.M.)	10.554	10.994	11.690	12.505	13.542	14.062	15.096	16.250	16.962	18.240	19.262	20.019	21.043
Sector privado	8.488	8.889	9.465	10.163	11.113	11.431	12.274	13.108	13.802	15.163	16.004	16.859	17.788
Sector público	2.067	2.105	2.225	2.342	2.429	2.631	2.822	3.142	3.160	3.077	3.257	3.160	3.254
En moneda extranjera (\$ M.M.)	2.013	2.086	2.177	2.271	2.326	2.373	2.498	2.665	2.933	3.240	3.555	3.758	3.921
Sector privado	1.667	1.735	1.812	1.912	1.935	1.975	2.122	2.278	2.466	2.706	2.958	3.141	3.309
Sector público	346	351	364	359	391	398	376	386	467	535	597	618	611
En moneda extranjera (U\$S M.M.)	18,4	18,4	18,5	18,5	18,1	17,5	17,5	17,5	18,1	18,8	19,5	19,6	19,3
Sector privado	15,2	15,3	15,4	15,6	15,1	14,6	14,8	15,0	15,2	15,7	16,3	16,4	16,3
Sector público	3,2	3,1	3,1	2,9	3,0	2,9	2,6	2,5	2,9	3,1	3,3	3,2	3,0
Tasas de interés nominales													
Tasa de control monetario BCRA (% anual) Prom. mensual	43,2	46,0	48,2	50,4	52,8	66,1	72,6	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	76,5
Tasas activas (% anual)													
Call en pesos entre bancos privados	31,2	32,2	34,7	36,9	41,7	52,7	60,5	59,9	62,5	64,5	64,7	63,7	64,2
Adel. cta.cte. en pesos a empresas no financ. por \$ 10 M o más, con acuerdo, de 1 a 7 días	37,2	38,9	40,6	42,5	46,7	61,8	69,6	72,4	73,9	73,3	74,4	75,1	75,0
Préstamos personales	55,9	57,9	58,9	60,2	65,7	75,3	78,2	82,7	79	81	79,4	79,6	79,6
Tasas pasivas (% anual)													
BADLAR	39,5	42,4	44,6	47,2	50,1	59,5	65,5	68,3	68,3	68,4	68,9	68,9	70,2
Plazo fijo en \$ hasta \$ 100.000	41,2	43,8	46,0	49,0	52,1	64,4	71,0	73,5	73,5	73,6	73,6	73,5	75,0
Plazo fijo en \$ más de \$ 1.000.000	38,9	41,8	43,9	46,6	49,6	58,8	64,7	67,6	67,4	67,9	68,1	68,1	69,5