

Informe Económico Mensual



USAL
UNIVERSIDAD
DEL SALVADOR

Instituto de Investigación

Nº 207 Año 22 –26 de julio de 2022

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

EL DATO DEL MES

Tipo de cambio. El dólar llegó en el mercado paralelo al récord histórico de \$350 el 22 de julio, con una brecha de 156% respecto del tipo de cambio oficial.

LO QUE HAY QUE SABER

Argentina en otra crisis cambiaria. La crisis interna del Gobierno continúa aun después de las renuncias de los ministros de Economía y de Desarrollo Productivo. Las restricciones a la compra de dólares exacerbaron la huida de pesos y de deuda pública a dólares. La aceleración de la inflación y la suba del tipo de cambio paralelo y del riesgo país indican que credibilidad en el Gobierno sigue siendo baja.

Dólar fuerte y suba de tasas en EE.UU. En el mes de julio el agravamiento de la crisis energética en Europa, profundizó la depreciación del euro que, después de 20 años, volvió a cotizar a 1 dólar tras 20 años. En EE.UU., la inflación de junio volvió a sorprender al alza, poniendo más presión para que la Reserva Federal acelere la suba de tasas, que podría llegar a 100 pb en la reunión del 27 de julio, aunque la baja de precios de commodities brinda cierto alivio.

Ecuador en crisis. Tras varias semanas de violentas protestas, el gobierno y los grupos indígenas opositores llegaron a un acuerdo. El gobierno se comprometió a una rebaja de 15 centavos en el precio de los combustibles, Sin embargo, los grupos opositores amenazan con volver a bloquear rutas si no ven resultados concretos en 90 días.

LO QUE VIENE







Argentina en crisis. Se esperan modificaciones en el régimen cambiario, sin incurrir en una megadevaluación, para que el BCRA recupere reservas internacionales y pueda evitar una nueva corrida cambiaria.

Chile en riesgo. La calificadora de riesgo Fitch observó que el déficit de cuenta corriente de 2022 treparía a 6,4% del PBI, y que el gobierno de Boric enfrentará dificultades para financiar sus promesas de mayor gasto social con nuevos impuestos, cualquiera sea el resultado del plebiscito constitucional del 4 de septiembre.

Europa hacia la recesión. La suba del costo de la energía y los combustibles continuaría en los próximos meses, dado que no se espera que la guerra en Ucrania finalice en este año. Ya para julio se espera que la fuerte suba de costos impacte negativamente en la actividad industrial en Alemania, España, Italia, Reino Unido y Países Bajos.

PBI mundial. Para el 2º semestre se espera una desaceleración del crecimiento económico mundial. Las políticas monetarias restrictivas de los bancos centrales de los países industrializados y cierta mayor aversión al riesgo asociada a la volatilidad de los precios internacionales de commodities y de los tipos de cambio, pueden complicar la colocación de deuda de gobiernos y empresas de países emergentes.

PRINCIPALES INDICADORES HASTA FIN DE JUNIO DE 2022

		2022 Marzo	Abril	Mayo	Junio	Tendencia hasta junio 2022
IPC Var. % mensual		6,7%	6,0%	5,1%	5,3%	
IPC Var. % interanual		55,1%	58,0%	60,7%	64,0%	
Industria % uso capacidad instalada		67,1%	67,5%	68,4%	s.d.	

		2022 Marzo	Abril	Mayo	Junio	Tendencia hasta junio 2022
LELIQ Tasa % nominal anual en \$ al último día del mes		44,5%	47,0%	49,0%	52,0%	
EMBI Arg. Riesgo país en puntos básicos al último día del mes		1.718	1.801	1.918	2.428	
Dólar \$/U\$S mayorista promedio bancos al último día del mes		110,9	115,3	120,2	125,2	
IVA DGI Recaudación Mensual Var. % interanual.		49,8%	65,8%	66,3%	78,7%	
Depósitos en pesos Sector privado Var. % mensual de saldos promedios mensuales		3,2%	4,6%	6,1%	8,1%	
Depósitos en dólares Sector privado Var. % mensual de saldos promedios mensuales		-0,1%	0,6%	0,3%	1,3%	

PRECIOS, ACTIVIDAD Y COMERCIO EXTERIOR

INDICADORES MÁS RECIENTES

Adolfo Bosch

I. PRECIOS

VARIABLE		FUENTE	Período	Unidad	Valor	Periodo anterior	
PRECIOS	IPC Nacional	INDEC	Junio 2022	Var. % mensual	5,3%	5,1%	
				Var.% interanual	64,0%	60,7%	
	IPC G.B.A		Junio 2022	Var. % mensual	5,5%	4,8%	
				Var.% interanual	66,9%	61,2%	
	IPC C.A.B.A	Dirección General de Estadística y Censos. GCBA	Junio 2022	Var. % mensual	5,1%	5,5%	
				Var.% interanual	61,8%	58,8%	

II. ACTIVIDAD

VARIABLE		FUENTE	Período	Unidad	Valor	Periodo anterior	
DEMANDA INTERNA	Ventas en Shoppings	INDEC	Mayo 2022	Var. % i.a. acumulado vs. acum. año anterior a precios constantes	284,0%	100,2%	
	Ventas en Supermercados		Mayo 2022	Var. % i.a. acumulado vs. acum. año anterior a precios constantes	-0,6%	3,1%	
	Patentamiento autos 0 Km	ACARA	Junio 2022	Var.% interanual	-8,7%	53,0%	
ACTIVIDAD	Estimador Mensual de Actividad Economica PBI	INDEC	Mayo 2022	Var.% mensual (sin estacionalidad)	0,3%	0,5%	
				Var.% interanual	7,4%	5,4%	
1er trim. 2022	Var. % ene-mar '22 vs ene-mar '21		6,0%	8,6%			
ACTIVIDAD INDUSTRIAL	IPI Manufacturero		Mayo 2022	Var.% interanual	11,9%	4,7%	
	Uso capacidad instalada		Mayo 2022	% uso capacidad instalada	68,4%	67,5%	
CONSTRUCCIÓN	Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción		Mayo 2022	Var.% interanual	19,9%	8,8%	
INGRESOS TRIBUTARIOS RELACIONADOS CON LA ACTIVIDAD INTERNA	IVA DGI (Bruto)	AFIP	Junio 2022	Var % mensual	10,7%	-7,8%	
				Var. interanual	78,7%	66,3%	
	Sistema Seguridad Social			Var % mensual	4,2%	4,3%	
				Var. interanual	83,2%	75,8%	
	Créditos y Débitos en Cta.Cte.			Var % mensual	20,8%	-1,2%	
				Var. interanual	90,7%	58,6%	

III. COMERCIO EXTERIOR

VARIABLE		FUENTE	Período	Unidad	Valor	Periodo anterior	
COMERCIO EXTERIOR	Exportaciones	INDEC	Junio 2022	Nivel (U\$S M)	8.432	8.254	
				Var. % interanual	20,3%	21,2%	
	Importaciones			Nivel (U\$S M)	8.547	7.886	
				Var. % interanual	44,6%	53,4%	
	Saldo balanza comercial			Nivel (U\$S M)	-115	368	

PANORAMA DE ARGENTINA

ARGENTINA EN UNA NUEVA CRISIS DE BALANZA DE PAGOS

Héctor Rubini

La crisis interna del Gobierno continúa aun después de las renunciaciones de los ministros de Economía y de Desarrollo Productivo. Las restricciones a la compra de dólares exacerbaron la desconfianza y la huida de pesos y de la deuda pública a dólares. La aceleración de la inflación y la suba del tipo de cambio paralelo y del riesgo país indican que sigue siendo baja la baja credibilidad en el Gobierno.

La remoción del ministro de Desarrollo Productivo no fue suficiente para contener el conflicto entre el presidente y la vice. Esto fue generando la percepción de creciente pérdida de capacidad del ex – ministro Guzmán para corregir el expansionismo fiscal y monetario. Mientras los inversores privados locales y del exterior seguían desarmando carteras en bonos del gobierno (salvo para compras en pesos y reventa en dólares para obtener saldos en divisas), las autoridades no abandonaron el sesgo expansivo de la política fiscal y la monetaria ni la intención de aplicar un nuevo impuesto a rentas “inesperadas”.

La inflación no se desaceleró significativamente y la perspectiva de subas de tarifas generó mayor frecuencia de las protestas en las calles en demanda de mayor asistencia social. A su vez, la vicepresidente se expresó el 21 de junio con un discurso crítico contra los titulares del BCRA y de la AFIP, y sugerencias que generaron inquietud sobre el futuro del respeto del secreto bancario, del secreto fiscal y del secreto bursátil. Esto exacerbó la desconfianza y se empezaron a formar expectativas a futuro muy desfavorables:

1. Eventual incumplimiento de las metas comprometidas de incremento de reservas del FMI por la escasez de divisas para pagos por importaciones de electricidad y gas licuado.
2. Incentivos a una reestructuración de la deuda pública interna, dada la caída pronunciada de la demanda y de los precios de mercado de los títulos públicos.
3. Restricciones a las importaciones para evitar una devaluación con impacto inflacionario, pero que agravaría el desabastecimiento de productos terminados y semiterminados.
4. Mayor inflación ante las subas anunciadas para las tarifas públicas.
5. Riesgo de recesión en el 2º semestre de este año por la eventual combinación de los factores anteriores con una economía internacional con signos inequívocos de desaceleración.

El sector privado interpretó que este escenario conduciría tarde o temprano a una devaluación de la moneda, lo que aceleró las compras de dólares en los segmentos Contado con Liquidación (“CCL”) y Mercado Electrónico de Pagos (“MEP”). Al aumentar la brecha, incentiva también la postergación y subfacturación de exportaciones, y la sobrefacturación de importaciones. El BCRA observó que las restricciones a la compra de divisas aplicadas en mayo **no lograron que las exportaciones agropecuarias compensen o superen la salida de divisas por importaciones de energía.**

La sucesión de episodios a partir de las dificultades para el “rollover” de vencimientos de deuda del Tesoro en pesos marcaron el “contagio” de una incipiente crisis de la deuda a una crisis cambiaria o de balanza de pagos, y bajo la superficie, una feroz crisis política que muestra a la vicepresidente con el real control del poder, lo cual genera aún mayor incertidumbre:

- **22 de junio:** el Ministerio de Economía adelanta la cancelación de letras (LEDER y LECER) que vencían la semana siguiente con títulos a 6 meses por casi U\$S 358.000 M con el BCRA, el FGS ANSES y bancos estatales.
- **23 de junio:** trasciende en los medios que en las últimas dos semanas el BCRA trató de sostener la cotización de la deuda en pesos del Tesoro comprando títulos públicos por casi \$ 400.000 M.
- **27 de junio:** el BCRA emite la Com. “A” 7532 que posterga el acceso a divisas en el mercado oficial para importaciones de bienes por 180 días, salvo que no se superen límites determinados por las importaciones declaradas en 2021 más 5% o de 2020 más 20%. En las dos semanas previas las reservas brutas del BCRA tuvieron una caída de U\$S 3.620 M.
- **30 de junio:** el Ministerio de Economía completa el pago de resto de letras que vencían esa semana (\$ 280.000 M) con nueva deuda en pesos. En la última semana de junio el BCRA compró bonos del gobierno en pesos por \$ 379.000 M.
- **1º de julio:** la semana cierra con un salto de las reservas brutas del BCRA por U\$S 4.352 M, de los cuales U\$S 3965 M son por el ingreso de U\$S 4.005 M del FMI. En dicha semana el sector privado sólo ingresó divisas por U\$S 388 M.

- **2 de julio:** nuevo discurso de Cristina Fernández de Kirchner contra la política económica y el gobierno de Alberto Fernández. Martín Guzmán renuncia al ministerio de Economía. Al día siguiente es nombrada en su reemplazo Silvina Batakis, ex ministra de Economía de la provincia de Buenos Aires cuando fue gobernador Daniel Scioli (2011-2015).

La gestión Guzmán en números

	Al inicio	Al final
PBI trim. (var. % i.a. desest.)	- 4,8% (I trim. '20)	+ 6,1% (I trim. '22)
Deuda pública bruta (U\$S M)	323.065	378.518
Resultado fiscal mensual (\$ M)	-90.818 (ene '20)	-242.425 (mayo '22)
Desocupación (% P.E.A.)	8,9% (I trim. '20)	7,7% (I trim. '22)
Índice empleo privado (Ago '01 + 100)	130,0 (enero '20)	130,5 (mayo '22)
% personas bajo la línea de pobreza	35,5%	37,3%
% personas indigentes	8,0%	8,2%
Res. Internac. Brutas (U\$S M)	66.042	42.358
Base monetaria (\$ M)	1.722.205	4.165.267
Pasivos remunerados BCRA (\$ M)	1.092.660	6.604.390
Inflación (var. % mensual IPC)	2,9% (enero '20)	5,3% (junio '22)
Tipo de cambio oficial \$/U\$S	59,9	125,4
Tipo de cambio paralelo \$/U\$S	69,5	239,0
Riesgo país (EMBI Argentina)	2.165	2.344

Fuente: Ministerio de Economía, BCRA, INDEC y bancos privados.

- **4 de julio:** Batakis anuncia un incipiente ajuste fiscal relativamente bien recibido por el mercado financiero, y rechazado por agrupaciones piqueteras y movimientos sociales.
- **6 de julio:** se conoce un informe del Bank of America donde advierte que una mayor intervención del BCRA en el mercado de divisas podría agotar las reservas internacionales, poniendo en riesgo los desembolsos del FMI, aumentando la probabilidad de un evento de default.
- **7 de julio:** el BCRA emitió la Com. "A" 7535 por la cual dispuso la prohibición a intermediarios financieros y proveedores no financieros de crédito a financiar en cuotas las compras de pasajes al exterior, servicios turísticos en el exterior, compras de productos en tiendas libres de impuestos y bienes importados recibidos vía envíos postales sin finalidad comercial.
- **12 de julio:** el BCRA anuncia que venderá opciones de venta (*puts*) americanas sobre títulos públicos con vencimiento hasta el 31 de diciembre de 2023.
- **13 de julio:** la AFIP emitió la Resolución General N° 5232/2002 que incrementó de 35% a 45% la percepción a cuenta de Impuesto a las Ganancias o a los Bienes Personales por compras con tarjetas en el exterior.
- **14 de julio:** el BCRA anuncia que fijará la tasa de política monetaria (LELIQs a 28 días) dentro de un "corredor" limitado por la tasa de pases del BCRA como límite inferior y la de Letras del Tesoro como límite superior apuntando a que las tasas de interés sean positivas en términos reales. También anunció que reduce de 180 a 60 días el plazo para acceder a divisas para importaciones de energía, e insumos para la producción de fertilizantes, fitosanitarios y para la producción y exportación del sector automotriz.
- **19 de julio:** varias sociedades de bolsa revelan que recibieron llamadas de la Comisión Nacional de Valores para suspender por 24 hs. la operatoria de la especie "C" de títulos públicos para liquidarlos en el exterior y cerrar así la compra de dólares en el segmento "Contado con Liquidación".
- **21 de julio:** El BCRA emite las Com. "A" 7551, 7552 y 7553 para el mercado de cambios. La "A" 7551 establece que los turistas extranjeros pueden vender hasta U\$S 5.000 en el mercado MEP previa presentación de una declaración jurada por la cual manifiesten que no realizaron en los 30 días previos operaciones por montos mayores a U\$S 5.000. La "A" 7552 establece que quienes compran divisas en el mercado oficial no pueden tener en cartera CEDEARS por más de U\$S 100.000, y que no se opere con estos instrumentos en los 90 días anteriores ni en los 90 posteriores al acceso al mercado oficial. La medida apunta a reducir la demanda de dólares en el segmento CCL operando con CEDEARS. Además quienes hayan accedido al mercado oficial no podrán realizar compraventas de criptoactivos en los 90 días anteriores ni en los posteriores. La "A" 7553, a su vez, flexibilizó un poco las restricciones para acceder a divisas en el mercado oficial para pago de insumos en tránsito ya embarcados en origen hasta el pasado 27 de junio y para algunos insumos importados de la industria química y para la construcción de obras de infraestructura contratadas por el gobierno nacional.

- **26 de julio:** el BCRA anunció un régimen para incentivar la liquidación de divisas del agro. Por el mismo se permite que que el 70% de divisas por la venta de granos se deposite en un plazo fijo ajustado por tipo de cambio, y por el 30% pudieran comprar dólares de libre disponibilidad pagando tipo de cambio oficial más retenciones impositivas.

La progresiva represión cambiaria, junto a la crisis interna del gobierno y la creciente desconfianza del mercado, exacerbó la huida de pesos y activos en pesos a dólares. Las cotizaciones paralelas del dólar (CCL, MEP y del mercado informal o "blue") no dejaron de subir, al igual que la prima de riesgo de la deuda soberana, que es la contracara del derrumbe de la cotización de los títulos públicos hacia aproximadamente el 20% de su valor facial. Algo que las masivas compras del BCRA no pudieron evitar.

El cuadro muestra que la huida de deuda en pesos iniciada el 9 de junio junto a la crisis política y el cambio de ministros desataron una crisis cambiaria ya desde una posición inicial de saldo negativo de reservas líquidas netas propias del BCRA. Todo indicaría que el BCRA estaría utilizando parte de los dólares de los encajes bancarios en esa moneda para intervenir en el mercado de cambios, **junto a ventas de dólar futuro, que según estimaciones privadas ya estarían superando los U\$S 7.300 M.** Todo resultado de la baja credibilidad en las autoridades y en sus decisiones de política, que junto a la percepción de vacío de poder, futura aceleración de la inflación y eventual devaluación del peso, lo racional es huir de pesos y activos en pesos a bienes y dólares. **De no detenerse esta dinámica, y sin alguna ayuda extra del exterior, el resto del ajuste será vía una contracción de la actividad y empleo que conduciría a una conflictividad social y política cuyo manejo y solución requiere un gobierno que no esté debilitado por grietas internas.**

CUADRO 1. RESERVAS DEL BCRA, AGREGADOS MONETARIOS, TIPO DE CAMBIO Y RIESGO PAÍS

Unidad	Concepto	31-may-22	7-jun-22	15-jun-22	23-jun-22	30-jun-22	7-jul-22	15-jul-22	22-jul-22	Var. 22 jul vs. 31 mayo
I	US\$ M Reservas Brutas	41.561	41.642	41.096	38.084	42.787	42.211	40.147	39.689	
	<i>Var. semanal</i>		81	-545	-3.012	4.702	-576	-2.064	-458	-1.953
II	US\$ M Swap China	19.492	19.538	19.298	19.382	19.404	19.399	19.239	19.256	
III	US\$ M Préstamo BIS	3.706	3.706	3.706	3.706	3.706	3.707	3.707	3.707	
IV	US\$ M DEG FMI 2021	523	523	523	523	523	523	523	523	
V	US\$ M DEG FMI 2022	4.305	4.305	4.305	4.305	4.305	4.305	4.305	4.305	
VI = I - (II + III + IV + V)	US\$ M Reservas disponibles (a)	13.535	13.570	13.265	10.168	14.849	14.277	12.373	11.898	-1.637
VII	US\$ M Encajes dep. en U\$S	12.072	12.186	12.196	12.150	11.494	11.845	12.054	11.964	
VIII	US\$ M Pases en U\$S a Bcos	1.759	1.714	1.822	1.787	1.769	1.770	1.784	1.780	
IX = VI - VII - VIII	US\$ M Reservas propias netas (b)	-295	-331	-753	-3.770	1.585	662	-1.465	-1.846	
	<i>Var. semanal</i>		-36	-422	-3.017	5.355	-923	-2.128	-381	-1.515
	<i>De org. internac.</i>		-7	-93	-2.687	4.005	-7	-1.286	-7	-75
	<i>Resto</i>		-29	-329	-330	1.350	-916	-842	-374	-1.440
\$ / U\$S	Dólar CCL	210,5	210,2	238,3	237,3	252,7	296,3	301,5	326,5	55,1%
\$ / U\$S	Dólar MEP	207,4	208,7	229,8	232,2	249,6	284,3	292,5	315,5	52,2%
\$ / U\$S	Dólar Blue	206,0	206,0	217,0	224,0	238,0	257,0	293,0	338,0	64,1%
\$ / U\$S	Dólar oficial mayorista	120,2	121,3	122,7	124,0	125,2	126,6	128,2	129,8	8,0%
	Brecha CCL vs. oficial	75,2%	73,3%	94,2%	91,3%	101,8%	134,1%	135,1%	151,6%	101,6%
	Brecha MEP vs. oficial	72,6%	72,1%	87,3%	87,2%	99,3%	124,6%	128,1%	143,1%	97,3%
	Brecha Blue vs. oficial	71,4%	69,9%	76,9%	80,6%	90,1%	103,0%	128,5%	160,5%	124,7%
\$ M	Base monetaria (c)	3.767.809	3.831.449	3.933.648	3.878.247	3.981.921	4.197.586	4.123.504	4.248.800	480.991
\$ M	Letras y pases pasivos BCRA (d)	5.681.885	5.791.063	6.047.547	6.238.130	6.762.788	7.008.969	7.076.875	6.960.218	1.278.332
\$ / U\$S	Pasivos BCRA/Reservas disp. [(c) + (d)]/(a)	698	709	752	995	724	785	905	942	34,9%
\$ / U\$S	Base Monetaria/Reservas disp. (c)/(a)	278	282	297	381	268	294	333	357	28,3%
\$ M	Var. stock títulos públicos en pesos en cartera del BCRA	82.163	29.004	288.989	106.707	379.197	475.454	259.415	s.d.	
p.b.	Riesgo país (EMBI Arg.)	1.918	1.930	2.111	2.285	2.428	2.641	2.754	2.890	972

Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA y de bancos privados.

El escenario de crisis es evidente ante el fuerte aumento en menos de dos meses de las brechas respecto del tipo de cambio oficial, del riesgo país y de las relaciones base monetaria/reservas disponibles y pasivos monetarios y remunerados del Banco Central/reservas disponibles. El agravamiento posterior a la renuncia de Guzmán en julio se refleja en la caída de reservas propias netas del BCRA. **Al incremento de las reservas propias del BCRA por U\$S 5.355 M en la última semana de junio (U\$S 4.005 M girados por el FMI), siguió en las tres primeras semanas de julio una pérdida de reservas propias por U\$S 3.432 M (el 64% del ingreso citado).** Resultado básicamente de pagos al exterior de casi U\$S 1.300 M a organismos internacionales, importaciones netas e intervenciones en el mercado de cambios por otros U\$S 950 M, y el resto por ventas de dólares al Tesoro

por algo más de U\$S 860 M, pases y otros conceptos. **Junto a la demanda sostenida de dólares, se fue retrayendo la oferta de divisas del sector privado, a la expectativa de futuras subas del tipo de cambio.**

Estas expectativas no se van a revertir fácilmente ni en pocos días. **En algo menos de dos meses el BCRA incrementó sus pasivos monetarios y remunerados en \$ 1,7 Bn, las reservas internacionales brutas cayeron en U\$S 1.953 M, y sus reservas netas propias en U\$S 1.515 M, con un saldo negativo al 22 de julio por -U\$S 1.846 M (equivale en valor absoluto al 55% del stock de oro del BCRA).** Por otro lado, las restricciones a las importaciones conducen a la parálisis de la producción de bienes exportables, suspensión de personal, y complicaciones en las cadenas de pagos y en el mercado de crédito. Junto a una aceleración de la inflación, una caída de la actividad y el empleo precipitarían una ola de demandas de subsidios y transferencias incompatibles con las metas acordadas con el FMI.

La situación es crítica, pero nada sorprendente. Desde hace meses economistas de los más diversos enfoques coincidimos en advertir que la política económica del ex ministro Guzmán **lejos estaba de converger a una dinámica de crecimiento con estabilidad nominal, solvencia fiscal, y capacidad de generar divisas.** No se ve, aun después de su salida, real capacidad del Estado de generar fondos para financiar mayor asistencia sectorial compensatoria ante shocks adversos. En este caso se sucedieron shocks de origen externo, como el rebrote del COVID en China y el impacto de la invasión rusa a Ucrania, y de origen interno: la conflictividad política dentro del gobierno, con un sector liderado por la vicepresidente que pugna por el aumento permanente del gasto público asistencial, de la emisión de dinero y de deuda interna (del Tesoro y del Banco Central). Hasta que no se defina el alcance del real poder de la vicepresidenta será muy difícil imaginar un sendero de crecimiento con estabilidad. Tampoco que se logre mejorar el posicionamiento externo si se mantiene una política exterior alineada con China, Rusia, Irán y Venezuela. Una consecuencia de ese alineamiento ha sido la carta publicada este lunes 25 en el *Wall Street Journal* por el titular del Banco Interamericano de Desarrollo, Mauricio Claver-Carone. Allí sostuvo que luego de haber desembolsado U\$S 2.500 M para obras de infraestructura en Argentina, no liberará los U\$S 500 M que esperaba el gobierno argentino si este no cumple con las metas acordadas con el FMI. El mensaje del funcionario, enfrentado desde diciembre de 2019 con el gobierno argentino, es que **Argentina debe ayudarse a sí misma.**¹

Mientras tanto, como decía un ex titular del BCRA, la “regla” es la incertidumbre, y en ese caso, difícilmente algo cambie, sobre todo si no se opta por un cambio de enfoque y de políticas, probablemente con un cambio de Gabinete y de buena parte de funcionarios, de segunda y tercera línea, y no sólo en el ministerio de Economía. Es difícil, pero ya no habría otra forma de recuperar iniciativa y credibilidad, y de no lograrse eso, resultará lo que tanto se está tratando de evitar desde el Poder Ejecutivo: una serie de nuevas turbulencias cambiarias cuyo impacto en la inflación y en los salarios reales puede conducir a una conflictividad social muy difícil de administrar.

PANORAMA INTERNACIONAL

LA INFLACIÓN Y LA GUERRA DEBILITAN AL EURO

Jorge Viñas

En el mes de julio se profundizó la depreciación del euro, ante el agravamiento de la crisis energética en Europa, tocando el 14 de julio la paridad 1 a 1 frente al dólar tras 20 años. En EE.UU., la inflación de junio volvió a sorprender al alza, poniendo más presión para que la Fed acelere la suba de tasas, que podría llegar a 100 pb en la reunión del 27 de julio, aunque la baja de precios de commodities brinda cierto alivio.

1. La crisis del gas hunde al Euro.

La tendencia hacia la depreciación del Euro (EUR) frente al dólar estadounidense (USD), que ya lleva más de un año, se aceleró en el último mes, llevando la relación entre ambas monedas a la paridad (1 dólar por Euro) el día 14 de julio, por primera vez desde fines del año 2002. Al cierre del viernes 15 de 1,008 dólares, el EUR acumulaba una variación de -4,5% en lo que va de julio y de -18% en el último año en términos de USD (véase el gráfico 1).

Existen diversos factores para explicar el debilitamiento del EUR, que abarcan problemas específicos de la Eurozona, derivados especialmente de la guerra entre Rusia y Ucrania y sus consecuencias, así como cuestiones inherentes a la fortaleza global del USD.

¹ Claver-Carone, Mauricio: “To Get IDB Help, Argentina Must Help Itself”. *Wall Street Journal*, 25 de julio de 2022: https://www.wsj.com/articles/idb-inter-american-development-bank-argentina-imf-loan-commitment-11658761650?mod=Searchresults_pos1&page=1

En primer lugar, el proceso inflacionario que está afectando a la economía mundial desde la salida de la recesión de 2020 provocada por la pandemia vuelve a poner de manifiesto los problemas estructurales que arrastra la Eurozona. Desde la crisis de deuda soberana de los países periféricos europeos que tuvo su epicentro en 2010-2012, la política monetaria expansiva del Banco Central Europeo (BCE), que incluye tasas de política monetaria negativas, programas de compras de títulos públicos y de provisión de financiamiento a largo plazo para los bancos, ha sido clave para sostener la estabilidad financiera y apuntalar la recuperación económica de la región. Tales estímulos monetarios extraordinarios, resistidos por el ala más conservadora de la UE liderada por los alemanes, se justificaban en la necesidad de combatir los riesgos deflacionarios que acechaban a la Eurozona, reflejados en el hecho de que la inflación y las expectativas inflacionarias se mantenían por debajo de la meta oficial del BCE del 2% anual y peligrosamente cercanas a 0%.

GRÁFICO 1. EVOLUCIÓN DEL EURO FRENTE AL USD DESDE EL AÑO 2000 – DÓLARES POR EURO



Fuente: Bloomberg

La aceleración de la inflación del último año, cuya persistencia ha provocado la desacreditación de los argumentos de que se trataba de un fenómeno transitorio, complica significativamente el panorama para el BCE y afecta negativamente al EUR en dos aspectos. **Por un lado, el BCE tiene menor margen de maniobra que la Fed y otros bancos centrales para subir tasas de interés**, lo que lleva a que el diferencial de tasas de interés de mercado (medido por ejemplo por el diferencial entre las tasas de bonos del Tesoro de EE.UU. y Alemania) tienda a aumentar y atraiga más capitales hacia el USD. **Por otro lado, los estímulos monetarios extraordinarios ya no son compatibles con una inflación largamente por encima de la meta oficial del 2%, forzando al BCE a adelantar el final del programa de compra de títulos al 1° de julio y a subir la tasa de referencia 50 p.b.** a partir de la reunión de política monetaria del 21 de julio. Esto significa que desaparece el principal sostén de la estabilidad financiera de los países periféricos en los últimos años, dado que aun la UE no ha conseguido consolidar una mayor integración fiscal, fuera del avance que significó el programa de reconstrucción post-pandemia por € 750.000 millones financiado por deuda a nivel de la UE. El nuevo aumento del riesgo soberano de los países periféricos vuelve a arrojar dudas sobre la sustentabilidad de la unión monetaria, erosionando la confianza en el EUR.

GRÁFICO 2. EVOLUCIÓN DEL SPREAD ENTRE LOS BONOS DEL TESORO DE ITALIA Y ALEMANIA A 10 AÑOS (P.B.)



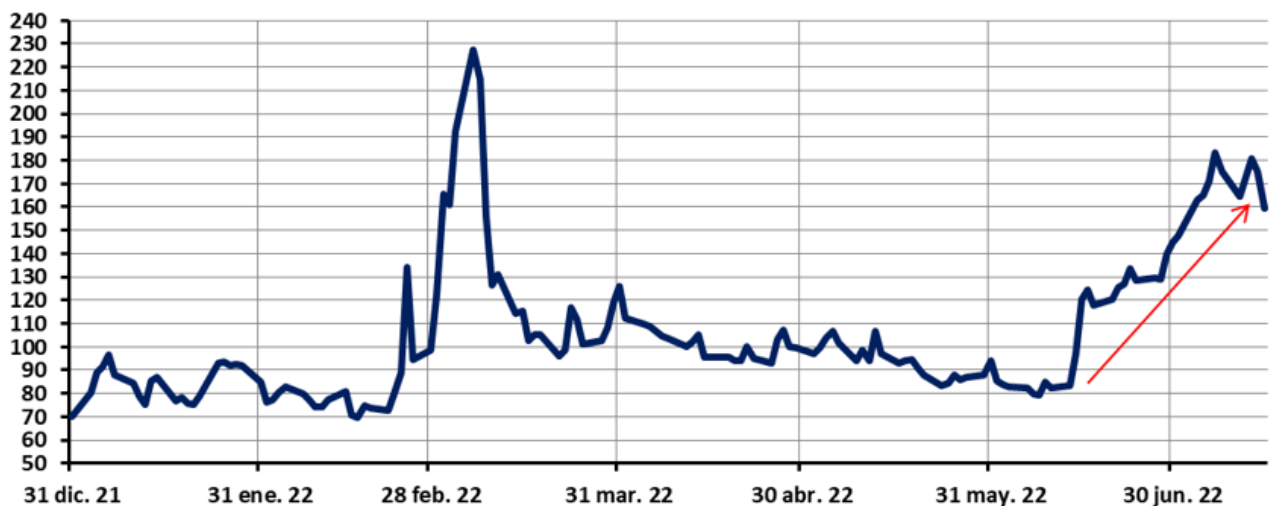
Fuente: Bloomberg

La Presidente del BCE, Christine Lagarde, ha anunciado que se está elaborando un nuevo esquema para continuar brindando apoyo a los países periféricos luego de la finalización del programa de compra de títulos. Si bien el anuncio ha logrado contener la disparada del riesgo soberano de los países periféricos (en el gráfico 2 se presenta la evolución del diferencial de rendimientos entre los bonos a 10 años de Italia y Alemania), la falta de detalles del nuevo programa y las dudas respecto al apoyo que recibirá para su implementación ha impedido una normalización plena, manteniéndose el riesgo de los países periféricos por encima de los mínimos post-pandemia. Esto ya está teniendo repercusiones políticas resonantes, como es el caso de la renuncia presentada por el primer ministro italiano Mario Draghi. Si bien inicialmente la renuncia fue rechazada por el Presidente y Draghi está recibiendo apoyos para su continuidad, el episodio pone de manifiesto la fragilidad política de un líder clave para impulsar las reformas necesarias para consolidar la posición de Italia en la Eurozona.

En segundo lugar, las consecuencias de la guerra entre Rusia y Ucrania, además de agravar el problema inflacionario, representan un fuerte shock negativo de términos de intercambio que aumenta significativamente el riesgo de recesión en la Eurozona. La guerra, las sanciones de Occidente a Rusia y las represalias rusas han tenido un fuerte impacto en los mercados internacionales de commodities, especialmente los relacionados con la energía y los alimentos en los que Rusia y Ucrania tenían posiciones relevantes en la oferta. La suba de los precios de estas materias primas, que venían en alza desde la salida de la pandemia, se aceleraron notoriamente desde la invasión a fines de febrero. Si bien el impacto inflacionario de esta suba extraordinaria de precios de commodities ha sido relativamente uniforme en la mayoría de los países, su impacto macroeconómico difiere entre los países que son productores y exportadores de materias primas y aquéllos que son importadores netos. Para los primeros representa un shock positivo de términos de intercambio, para los segundos se trata de un shock negativo, lo que se traduce en transferencias de riqueza de los segundos hacia los primeros. En el caso de Europa, una región importadora neta de materias primas, el shock negativo de términos de intercambio se ve agigantado por la dependencia de su matriz energética del gas de origen ruso.

En el año 2021, las importaciones de Rusia representaron el 28% de la oferta total de gas en Europa, pero en el caso de Alemania llegó al 55%. Una parte importante de dichas importaciones llegan por el gasoducto Nordstream I a través del mar Báltico y el resto a través del sistema de gasoductos que atraviesa Ucrania. El suministro a través de este último ya se había interrumpido a principios de la guerra, reduciendo en alrededor de 20 puntos porcentuales las importaciones de Alemania desde Rusia. Adicionalmente, en medio de las amenazas de Rusia de frenar totalmente la provisión de gas a Europa, el corte del servicio del gasoducto Nordstream I a fines de junio para tareas de mantenimiento ya programadas, avivó el temor de que los suministros no se restablezcan luego de cumplido el período previsto de 1 mes (el gasoducto debería volver a funcionar el 21 de julio). Esto provocó el salto del precio del gas natural TTF en Amsterdam (referencia para el gas europeo), que pasó de €83 por MWh a mediados de junio a un pico de €183 por MWh el 7 de julio, aproximándose al récord de €227 por MWh alcanzado a principios de marzo, en los días posteriores a la invasión de Rusia a Ucrania (véase el gráfico 3).

GRÁFICO 3. EVOLUCIÓN DEL PRECIO DEL GAS NATURAL TTF – 1ER CONTRATO FUTURO – EUR x MWH



Fuente: Bloomberg

Un corte absoluto del gas de Rusia no podría ser reemplazado en el corto plazo por suministros de otros orígenes, sea producción propia o importaciones por vía marítima, ni por fuentes alternativas de energía. Alemania ya se está preparando para aplicar restricciones severas a la provisión de gas para uso industrial, lo que impactaría sensiblemente en el nivel de

actividad del sector manufacturero. Esto se suma al impacto sobre el poder adquisitivo de los consumidores europeos del aumento de la inflación que por ahora no encuentra techo, en junio alcanzó un nuevo máximo de 8,6% interanual. Todo esto redundará en **un aumento tangible del riesgo de recesión en la Eurozona**. Según la última encuesta de Bloomberg a mediados de julio, la probabilidad de que la economía de la Eurozona caiga en recesión en el próximo año aumentó a 45%, de 30% en junio.

En el corto plazo, si el suministro de gas a través del gasoducto Nordstream I retorna a la normalidad, es probable que el precio del gas natural vuelva a los niveles de principios de junio, tal como ocurrió en marzo, cuando se disipó el temor inicial a un corte abrupto del gas ruso. Esto puede descomprimir la presión sobre el EUR, induciendo un rebote en su cotización luego de la abrupta caída de la primera parte de junio. Sin embargo, **los problemas estructurales que arrastra la Eurozona, seguirán pesando sobre el EUR**, especialmente mientras no se genere confianza de que el nuevo mecanismo de apoyo del BCE a la deuda de los países periféricos funcionará adecuadamente.

2. EE.UU.: La inflación no da respiro y pone más presión sobre la Fed

En junio, la inflación volvió a sorprender al alza, como viene ocurriendo mes tras mes, aun cuando a diferencia de meses anteriores, las estimaciones de mercado ya anticipaban un deterioro del panorama inflacionario respecto a mayo. En efecto, la inflación minorista total alcanzó en junio **1,3% mensual y 9,1% interanual**, por encima del 1,0% mensual y 8,6% interanual del mes anterior, y de las estimaciones del consenso que compila Bloomberg de 1,1% mensual y 8,8% interanual.

La aceleración inflacionaria continúa teniendo un componente importante de subas de precios de energía y alimentos, que hasta junio seguían afectados por el impacto de la guerra en Ucrania, **pero la inflación subyacente sigue mostrando que la suba de precios tiene un alcance más amplio**. Si bien en términos interanuales la inflación subyacente registró una leve desaceleración a 5,9% de 6,0% en mayo, la variación mensual del 0,7% superó al elevado 0,6% de mayo, sino que fue el registró más alto del último año, ubicándose en ambas mediciones por encima de las estimaciones de consenso de 0,5% mensual y 5,7% interanual. Una de las categorías que más sigue empujando al alza es la relacionada con los gastos de vivienda (alquileres y renta equivalente de los propietarios) que muestran una variación del 0,7% mensual, el máximo registro desde 1990, con una aceleración muy fuerte en el último año.

Tras la nueva sorpresa alcista en materia de inflación, se redoblaron las presiones sobre la Fed, entrando en juego la posibilidad de una suba de 100 p.b. en la próxima reunión. A pesar de haber acelerado el ritmo de suba de la tasa de Fondos Federales a 75 p.b. en la reunión de mayo y señalar que mantendría ese ritmo en la próxima reunión, la Fed no ha podido evitar que las tasas de interés de corto plazo permanezcan en terreno fuertemente negativo en términos reales: la tasa real de 1 año se ubica en -0,63%. Tras el dato de inflación de junio, las expectativas de subas de tasas para la reunión del 27 de julio, de acuerdo a los futuros de tasa de Fondos Federales, pasaron de descontar una suba de 75 p.b. a asignar una probabilidad cercana al 70% de que la suba sea de 100 p.b. En caso de concretarse, sería un récord absoluto en la historia de la Fed. Los datos relativamente sólidos de empleo y de ventas minoristas de junio, que no permiten vislumbrar la posibilidad de una recesión inminente, contribuyen a fomentar un clima propicio para una suba de tasas más agresiva. **El problema es que cuanto mayor sea la suba de tasas necesaria para frenar la inflación, mayor es el riesgo de provocar una recesión el año próximo**.

GRÁFICO 4. EE.UU. EVOLUCIÓN DEL FUTURO DE TASA DE FONDOS FEDERALES DE DIC-22 (%)



Fuente: Bloomberg

En este contexto, la baja de precios de commodities del último mes ayuda a descomprimir parcialmente las expectativas inflacionarias. El índice de precios de commodities de Bloomberg, que abarca una canasta amplia de materias primas agrícolas, industriales y de energía, tras haber alcanzado un máximo de 2014 a mediados de junio, desde entonces acumula una caída cercana al 20%, volviendo a niveles del inicio de la guerra en Ucrania (véase el gráfico XX). Incluso, los precios de varios commodities agrícolas (como el trigo y la soja) e industriales (como el cobre y el aluminio) han caído por debajo del nivel previo a la guerra. Esta baja de precios de materias primas también ha enfriado parcialmente de las expectativas de suba de tasas: la probabilidad de suba de 100 p.b. en la próxima reunión de la Fed, que había llegado al 70% tras el dato de inflación de junio, cerró abajo del 25% el 15 de julio. Esto está favoreciendo un rebote de las acciones y otros activos de riesgo, que de todos modos siguen muy castigados. Por otro lado, la persistencia que está mostrando la inflación subyacente no permite anticipar una baja rápida de la inflación aun cuando los precios de commodities se mantengan en baja.

CRISIS ECONÓMICA Y POLÍTICA EN ECUADOR

Leandro Marcarian

Tras varias semanas de violentas protestas, el gobierno y los grupos indígenas protestantes llegaron a un acuerdo. El gobierno se comprometió a una rebaja de 15 centavos en el precio de los combustibles, entre otras cosas. Sin embargo, los grupos protestantes no bajan la guardia, y amenazan con volver a las rutas si no ven resultados concretos en 90 días.

1. Las protestas

Ecuador estuvo envuelto en más de dos semanas de conflictos sociales, los cuales finalmente acabaron el pasado 30 de Junio. El presidente Guillermo Lasso envió un mensaje grabado a la población donde habló de “curar heridas” y “reconstruir Ecuador”.

Las protestas comenzaron como consecuencia del alza en el costo de vida, es decir, la inflación. En particular, fue el aumento en el precio de los combustibles lo que detonó el conflicto. Vale recordar que Ecuador es un país productor de petróleo, por lo que un alza del precio de los combustibles es un hecho atípico que no fue soportado por su población. Las comunidades indígenas estuvieron en la primera línea del conflicto. Llevaron adelante protestas violentas en donde oficialmente perdieron la vida 8 personas, y fueron heridas otras 500. Los manifestantes también ocuparon las rutas, desconectando al país y generando desabastecimiento de varios productos, ya que la logística ecuatoriana se maneja principalmente por vía terrestre. Los manifestantes no solo reclamaron por la inflación, sino que también exigieron mayor presupuesto para salud y educación, a la vez que reclamaron por una serie de precios pre establecidos para productos alimenticios.

El listado original de reclamos fue detallado en a través de la cuenta de Tweeter de Conaie, el principal grupo indígena que participó y lideró las protestas. Aquí abajo los 10 puntos que se especificaron el 9 de junio pasado:

1. Reducir los precios del combustible;
2. Fijar una moratoria de un año en el sistema financiero para que las familias paguen sus deudas;
3. Garantizar el empleo y los derechos laborales;
4. Que haya precios justos en los productos del campo;
5. No explotar la minería en los territorios indígenas;
6. Respetar los derechos colectivos;
7. No privatizar los servicios estratégicos;
8. Desarrollar políticas para controlar la especulación en los precios;
9. Otorgar mayor presupuesto para salud y educación;
10. Adoptar medidas para mejorar la seguridad.

Para descomprimir el conflicto, el gobierno tuvo que hacer varias concesiones. Primero, tuvo que derogar el estado de excepción (similar al estado de sitio en Argentina). También tuvo que acordar a una rebaja total de 15 centavos sobre el precio del combustible, el cual se acordó que baje a USD 2,40 el galón para la nafta (el precio de referencia previo al conflicto era de USD 1,75) y USD 1,75 para el diésel (USD 1 antes del conflicto). El reclamo original de Conaie era de una reducción de 40 centavos sobre el precio. El gobierno también debió comprometerse a anular el decreto 95 sobre política petrolera y a hacer reformas a la orden 151, lo cual le permitirá ahora prohibir concesiones a nuevas explotaciones mineras en ciertas áreas de interés patrimonial y/o ecológico para las comunidades indígenas. Como medidas adicionales para calmar los ánimos, el gobierno anunció que se duplicaría el presupuesto en educación para las comunidades indígenas, y declaró el estado de emergencia para

el sistema de salud nacional. Se anunció un aumento en el valor del bono de desarrollo humano de USD 5, (10%). Se condonarán deudas de hasta USD 3000 con el Banco Estatal de Desarrollo, a la vez que ese mismo banco subsidiará a Pymes agrícolas por el 50% del costo de los fertilizantes. Por último, también se anunciaron créditos de hasta USD 5000 para el sector primario, a una tasa subsidiada del 1%.

La respuesta de Conaie fue aceptar que se consiguieron resultados en línea con lo solicitado, aunque menores a los reclamados. De todos modos, no dudaron en dejar en claro al gobierno, que de no ver resultados palpables en 90 días, retomarían el camino de la protesta.

2. El contexto

Es imposible separar lo que está pasando en Ecuador, con las protestas de 2019. Para dar una idea de cómo este conflicto puede ser entendido como una continuación de lo sucedido hace apenas tres años, el actual líder de Conaie, Leónidas Iza, se hizo conocido como representante de las comunidades indígenas justamente durante esas protestas, hace 3 años. Pero de la misma forma que no puede separarse lo sucedido en 2022 con lo sucedido en 2019, tampoco se lo puede separar del contexto actual.

Ecuador es una economía pequeña, abierta, dolarizada y productora de petróleo. Todas esas condiciones la hacen muy susceptible a shocks exógenos. El 2022 sorprendió al mundo entero con un shock que causó estragos en los precios de los commodities, en particular, en los relacionados a la energía. La guerra entre Rusia y Ucrania ha causado una suba muy fuerte en el precio del petróleo, el cual en diciembre de 2021 cotizaba en promedio unos USD 75. Al iniciar el conflicto armado en Europa oriental, el barril de WTI saltó a aproximadamente USD 100. Es decir, el insumo básico para la producción de combustibles aumentó en aproximadamente 30% en 2 meses. Dadas esas características, el alza en el precio de los combustibles es solamente una consecuencia lógica del proceso económico, que el gobierno no tenía forma de evitar. Lo mismo puede decirse para los alimentos. Todos los commodities agrícolas tuvieron una dinámica similar a la del petróleo. El alza de precios en los productos derivados de dichos commodities era esperable e inmanejable para cualquier gobierno.

GRÁFICO 5. EVOLUCIÓN DEL PRECIO DEL PETRÓLEO CRUDO WTI ENTRE 2000 Y 2022



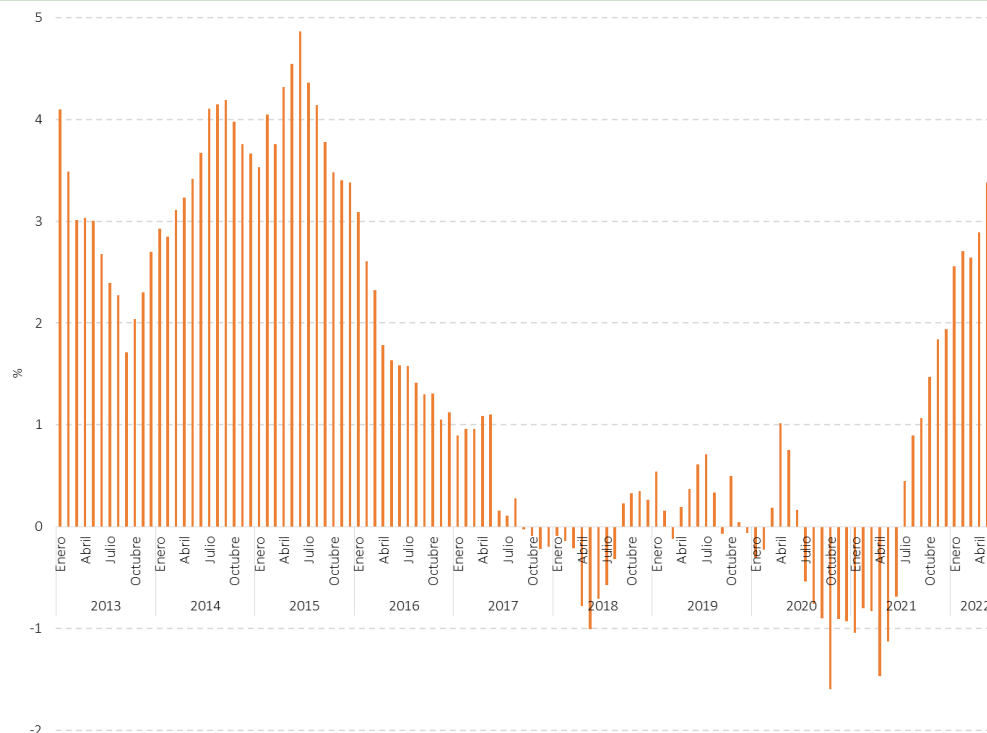
Fuente: elaboración propia en base a Investing

El último dato de inflación mensual fue de 0.65%. Puede sonar como un valor despreciable, pero es el alza mensual más alta desde Enero de 2014. Con respecto a la inflación interanual, se ubicó en 4.23%, la más alta desde 2015. No solo eso, sino que Ecuador viene teniendo inflaciones interanuales menores al 1%, o deflación, desde 2017. Todo 2022 ha mostrado inflación mensual e interanual positiva, y creciente mes a mes, con una aceleración promedio mensual del 11% en la inflación interanual. La inflación promedio mensual de los primeros 6 meses de 2022 es de 0.48%. **La inflación promedio mensual de 2021 fue de 0.16%, mientras que la de los 5 años anteriores fue menor al 0.10%.**

Todo esto es para mostrar lo atípico de la situación para el pueblo ecuatoriano, que tras **6 años de inflación promedio anual de 0.36%** se ven enfrentados a un proceso de alza de precios inédito en los tiempos recientes, que impacta directamente

en sus bolsillos. Esto es así porque, mientras la inflación del rubro alimentos representaba solo el 11% de la variación total del IPC en diciembre de 2021, para junio de 2022 pasó a representar el 37%. Algo similar sucede con el rubro transporte, el cual ahora representa un 31% de la variación total del índice en términos interanuales.

GRÁFICO 6. EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN INTERANUAL. ECUADOR. 2013-2022



Fuente: Elaboración propia en base a INEC

3. Las consecuencias

Queda por analizar ahora cuáles serán las consecuencias a futuro de estas protestas. Los piquetes y acampes en las rutas dejaron a varias ciudades totalmente incomunicadas durante las semanas de conflicto. El desabastecimiento de productos no fue solo para el consumo de los individuos, sino también para la producción. Tras un 2021 donde el Producto Bruto Interno creció un 4,2% según el Banco Central del Ecuador (BCE), las proyecciones post protestas son mucho más magras.

Guillermo Avellán, gerente del Banco Central, declaró el pasado 30 de junio que el PBI crecería solo 2,8% en 2022. La desaceleración en el crecimiento del producto, tras el rebote de 2021 es de esperar. No solo eso, sino que también está en línea con los datos de crecimiento del PBI de los últimos años, que no han sido buenos tampoco. Antes de entrar en la pandemia, la economía ecuatoriana venía creciendo a tasa decreciente, desde un 2,4% en 2017 a prácticamente 0% en 2019. En ese sentido, un 2,8% para 2022 no resulta tan malo. Sin embargo no hay que olvidar que durante 2020, la economía se contrajo un 7,8%, por lo que, si se convalidan las expectativas del Banco Central, el crecimiento de los últimos dos años aún no alcanzarían para compensar la caída del 2020. Desde el gobierno han dejado en claro que las protestas han tenido un impacto sobre la tasa de crecimiento esperada del PBI, argumentando que los bloqueos en las rutas han causado pérdida de ventas locales y menores exportaciones. El BCE ha estimado una pérdida de 2 millones de barriles de petróleo no producidos durante las semanas de conflicto. No solo eso, sino que el mismo Avellán ha asegurado que las protestas de 2022 serán aún más costosas que las de 2019, para las cuales se ha logrado estimar un costo aproximado de 822 millones de dólares.

Desde el BCE se asegura que una consecuencia adicional a las propuestas es el efecto reputación sobre el país y su incidencia sobre la inversión extranjera directa. Sin lugar a dudas las protestas han dejado de manifiesto cierta fragilidad institucional en Ecuador. Esto es, en Ecuador y cualquier otro país del mundo, un repelente para las inversiones, tanto locales como extranjeras. Al tener el capital internacional mayores oportunidades y facilidades que el local de invertir fuera la economía local, el efecto de la fragilidad institucional suele ser más fuerte sobre la inversión extranjera que sobre la local.

Aún queda todo un semestre para terminar de ver como se desenvuelven los sucesos. En el mejor de los casos, la crisis ha sido contenida, y el segundo semestre será positivo. En el peor, las protestas se reinician al cumplirse el plazo de 90 días decretado por Iza, y el desempeño para la economía ecuatoriana será aun peor del pronosticado hasta ahora por el BCE.

OBITUARIO

AXEL LEIJONHUFVUD

Héctor Rubini

El pasado 2 de mayo falleció en Los Angeles, EE.UU., Axel Stig Bengt Leijonhufvud, a los 88 años de edad. Fue uno de los más destacados macroeconomistas del mundo del último medio siglo. Sus contribuciones precedieron a la “Revolución de las Expectativas Racionales” o “Nueva Macroeconomía Clásica” de los años ’70 y ’80. Esto explica su escasa influencia en la literatura macroeconómica “de moda” o “*mainstream*” desde entonces. Sin embargo sus trabajos han sido particularmente influyentes en la llamada “Macroeconomía Poskeynesiana”. Sus contribuciones se focalizaron en el análisis de la naturaleza y limitaciones de los mecanismos de ajuste de mercado automático y de las políticas de los gobiernos. Su enfoque se caracterizó por un enfoque crítico de las falencias analíticas y de aplicabilidad del paradigma de las expectativas racionales de los llamados “mercados eficientes”, y de generalizaciones a partir de modelos de “agente representativo”.

No era apologetico del intervencionismo estatal, pero sus críticas a la eficiencia de las fuerzas de la oferta y la demanda como mecanismo autorregulador y autoorganizador de las economías de mercado lo ubicaron en las antípodas del libremercado superficial, sin fundamentos analíticos ni empíricos sólidos. Esto hizo que no contara con la simpatía de los partidarios de la “*supply-side economics*” con expectativas racionales. Pero sus aportes a la exploración de los mecanismos microeconómicos de la macroeconomía, de la formación de expectativas y de las fallas de coordinación, abrieron la puerta a una variada literatura hoy en desarrollo que combina teoría de los juegos, economía de la información, redes neuronales, conceptos de inteligencia artificial y los aportes de los llamados “*Agent-Based Models*”. Entre sus contribuciones más relevantes se destacan las siguientes:

- a) la incorporación a la macroeconomía de los escenarios que en los ’70 se dieron en llamar de “desequilibrio” (que desde los ’90 muchos prefieren llamar “equilibrios con racionamiento cuantitativo”),
- b) el análisis explícito de fallas de coordinación,
- c) la reconsideración de ciclos deflacionistas (reflejo de una inequívoca influencia y profunda lectura de las contribuciones de la escuela austríaca),
- d) el análisis de lo que a principios del siglo XX Irving Fischer dio en llamar “*debt-deflation*”,
- e) la relación entre la tasa natural de interés de Knut Wicksell, las tasas de mercado, el sistema bancario y el equilibrio macroeconómico general,
- f) la hipótesis de que cuando los precios de una economía están dentro de un “corredor” de valores en torno de su equilibrio, es factible que pueda automáticamente retornar al mismo, pero si se alejan de dicho “corredor” ingresan en “regiones” de tipo Keynesiano, donde necesitan la intervención estatal (políticas de estabilización) para de modo que el vector de precios retorne a su equilibrio. Por consiguiente, una economía tendría la capacidad de auto-ajustarse y retornar a un equilibrio si los shocks que la golpean son de una intensidad que no supere ciertos límites (el “corredor”), pero si son más fuertes, esa economía no podrá recuperarse sola de manera rápida y sin ayuda extra de ciertas políticas públicas.

Esta última idea cobró particular relevancia en el impacto que sus escritos recientes tuvieron respecto del fracaso de la macroeconomía “de moda” en la subestimación de la fragilidad de las cadenas de crédito que se desplomaron en la crisis *Subprime*, y que bien puede extenderse a los recientes problemas en las cadenas de suministros por la pandemia del Covid-19. Son cadenas largas y frágiles. Un eslabón, por pequeño que sea, si se daña o deja de funcionar, corta toda la cadena. Conflictos relativamente limitados como el de Rusia y Ucrania, es otro caso de una perturbación limitada pero con consecuencias macro de impacto económico sobre decenas de países del mundo

A sabiendas de las terribles dificultades para pronunciar correctamente su apellido (Lei:òn-hufvúd) requería informalmente que se lo llame directamente “Axel”. Siempre sereno, de buen humor, no sólo se ganó el aprecio de sus alumnos sino de todos quienes lo conocieron en distintos países del mundo, además de la consideración y el respeto de renombrados economistas que no compartían sus ideas.

Había nacido el 6 de septiembre de 1933 en Estocolmo, hijo de una familia con ancestros nobles. Su apellido en sueco significa “cabeza de león”, en referencia a las tres cabezas de león del escudo de su familia. Su padre, Erik Leijonhufvud era un juez de la provincia de Scania, al sur del país. Ingresó a la armada, donde fue oficial, y luego optó por estudiar economía, graduándose en la universidad de Lund en 1960. Luego de trabajar un tiempo como marino mercante para viajar por el mundo solicitó y obtuvo una beca de la Fundación Escandinava-Estadounidense para estudiar economía en la Universidad de Pittsburgh donde completó una maestría en economía en 1964. Se incorporó como ayudante de cátedra a la Universidad de California en Los Angeles (UCLA), y luego completó el doctorado en economía en 1967 en la Northwestern University. En 1971 fue nombrado

profesor de dedicación plena en UCLA, donde fue investigador y docente hasta su retiro en 1994, y titular de su departamento de Economía entre 1980 y 1983, y entre 1990 y 1992. Allí creó en 1991 un Centro de Economía Computable del cual fue director hasta 1997. En 1995 se incorporó como profesor *part time* de Teoría y Política Monetaria en la Universidad de Trento, en Italia, pasando después a ser profesor emérito a partir de 2009. Allí creó en el año 2000 la *Trento Summer School in Adaptive Economic Dynamics*, un programa de reuniones anuales para debatir contribuciones inéditas de jóvenes doctores en Economía o estudiantes de doctorado en Economía sobre temas que enfoquen el comportamiento económico como un proceso intrínsecamente dinámico y adaptativo.

Leijonhufvud también fue profesor visitante y dio conferencias en el Instituto Universitario Europeo de Florencia, la Escuela de Economía de Estocolmo (Suecia), la Escuela Comercial de St. Gallen (Suiza), el Instituto de Estudios Avanzados de Viena, el Instituto de Estudios Avanzados de Jerusalén, las Universidades de Constanza (Alemania), Hohenheim (Stuttgart, Alemania), y Nihon de Tokio (Japón), y en nuestro país, en el Instituto de Desarrollo Económico y Social (IDES), la Universidad Torcuato Di Tella, la Universidad de Buenos Aires, el Banco Central de la República Argentina, y la Universidad Nacional de Córdoba, además de otras de Canadá, Estados Unidos, Israel, Rusia, México y otros países de América Latina y del Lejano Oriente. Varias veces testificó ante el Congreso de los Estados Unidos por cuestiones de política monetaria y fue asesor del gobierno de Kazajistán (1991-92), y de varios gobiernos regionales de la Federación Rusa después de la caída del régimen soviético. En 1983 recibió el doctorado honoris causa de la Universidad de Lund, en 1996 el de la Universidad de Niza Sophia Antipolis, y en 2013 el de la Universidad Nacional de Córdoba.

Su tesis doctoral de 1967 se publicó un año después como libro: *On Keynesian Economics and the Economics of Keynes*. Si bien reconoció la influencia en su formación de Franco Modigliani en Northwestern y de Robert W. Clower en UCLA, ha sido la más clara y original contribución para separar las aguas entre el enfoque ingreso-gasto del pensamiento keynesiano por entonces “de moda” (el esquema IS-LM) de la *Teoría General* de John M. Keynes. Si bien sus posteriores publicaciones revelaron un profundo conocimiento de la obra de Keynes y de los keynesianos, también resultó evidente su sólido conocimiento de las contribuciones de León Walras, Knut Wicksell y de la escuela austríaca².

Ya desde su obra inicial sobre Keynes y los keynesianos se observa su interés por los problemas de información en los modelos macroeconómicos que no aparecen en los modelos walrasianos. Desde entonces sus investigaciones han estado en torno de cómo fluye o “viaja” la información para la toma de decisiones en los modelos macroeconómicos y que resulte en una solución coordinada, y la efectividad y velocidad del mecanismo de precios para cumplir dicha tarea. Junto con Clower demostraron que en equilibrio general los planes de ventas de bienes de algunos agentes restringen los planes de compras de otros, pero en presencia de desequilibrios (excesos de oferta o de demanda persistentes) son las ventas efectivas (no las planeadas) de unos agentes las que restringen las compras de otros. Por consiguiente, es factible y estable un escenario con excesos crónicos de demanda en algunos mercados, y excesos de oferta de otros, y que no tiendan a cerrarse. Esto llevó a ambos a explorar la naturaleza de los mecanismos de ajuste, las secuencias de compras y ventas en una economía capitalista sujeta a diversas restricciones, y la efectividad o no del mecanismo de ajuste de mercado para asegurar equilibrios con o sin desempleo, presiones inflacionarias o deflacionarias, y lo que a partir de sus contribuciones se pasó a conocer como “fallas de coordinación”.

Nunca ocultó sus críticas al paradigma de las expectativas racionales. Tampoco le resultó convincente la llamada “Nueva Síntesis Neoclásica”, que concilia en cierta forma a los llamados Nuevos Clásicos que admiten fricciones en distintos mercados, con los Nuevos Keynesianos que adoptaron modelos de equilibrio general estocástico dinámico (DGSE), impulsados inicialmente por los Nuevos Clásicos. En su visión comparten el error de percibir a una economía de mercado como intrínsecamente estable, dando por sentado que los mecanismos de mercado son siempre suficientes para asegurar la coordinación de planes, decisiones y actividades económicas. Roger Farmer, por caso, recuerda en su página web una frase de Leijonhufvud sobre la macroeconomía predominante desde los años ‘80:

*“My view of modern macroeconomics is much like my view of modern Hollywood movies.
The pyrotechnics are spectacular but the plots are sadly lacking”³*

Siempre fue escéptico de generalizaciones sin base empírica comprobable. De ahí su insistencia de que la enseñanza de historia y de historia de pensamiento económico sea una parte obligatoria de todo programa de estudios de economía. En su visión, acorde a la de Imre Lakatos, la economía como ciencia se mueve conforme a programas de investigación progresivos o degenerativos, y en su opinión, este último ha sido el rumbo de la macroeconomía ya desde la década de 1950. Según Leijonhufvud, la efectividad de los mecanismos de mercado no debe darse por sentada, sino que en la realidad depende de

² En Youtube se puede descargar una extensa entrevista realizada por Axel Leijonhufvud a Friedrich von Hayek en San José, California, en noviembre de 1978: <https://www.youtube.com/watch?v=E55NLaT71k>

³ En <https://www.rogerfarmer.com/rogerfarmerblog/2022/5/7/axel-leijonhufvud-september-6th-1933-may-2nd-2022?rq=leijonhufvud>

instituciones, reglas, regulaciones y políticas en general. Y esto es lo que en gran medida se percibe en sus escritos sobre escenarios extremos que fueron objeto de su atención: a) depresiones persistentes, b) altas inflaciones, c) transición al capitalismo de economías centralmente planificadas, d) inestabilidad financiera (bancaria y no bancaria).

Varias veces visitó nuestro país a partir de 1985. Su ex alumno Daniel Heymann (por entonces en CEPAL Buenos Aires), diseñó el exitoso mecanismo de desagio de contratos en el Plan Austral de 1985 aplicado para detener una inflación galopante con una estabilización fiscalmente ortodoxa y anclaje de expectativas congelando precios y del tipo de cambio y una reforma monetaria, combinadas en las etapas iniciales con políticas de ingresos para compensar las pérdidas de quienes quedaron atados a contratos con indexación en base a la inflación pasada. Un elemento central del programa fue el mecanismo de desagiar o reducir la inflación *anticipada* en una moneda al convertir los contratos en otra moneda, lo que en cierta forma sugería Leijonhufvud en 1981⁴ para eliminar la inflación sin incurrir en recesión: emitir una moneda paralela (*blueback*) circulando junto a la preexistente (*greenback*) de modo que la moneda paralela se vaya apreciando respecto de la “vieja” moneda para cancelar contratos expresados en *greenbacks* que pierden poder adquisitivo por la inflación. Al cancelarse los contratos con la nueva moneda, al final del proceso se estabilizan los términos de los contratos (sin indexación alguna) una vez expresados en la nueva moneda, abandonándose a anterior.

El desagio de Argentina se aplicó una vez lanzado el austral (1 austral = 1000 pesos argentinos) a los contratos indexados en pesos argentinos anteriores a la fecha del inicio del Plan Austral (15 de junio de 1985). El mecanismo, ideado por Heymann era una tabla en la que el ratio de conversión cambiaba diariamente, de modo que los contratos en pesos argentinos que incorporaban una inflación a futuro mucho mayor que la baja inflación post congelamiento de precios, se depreciaban al expresarse en australes conforme a la desinflación prevista en el plan. El mecanismo evitó transferencias arbitrarias de ingresos de deudores a acreedores, si bien la falta de disciplina fiscal y monetaria hizo que la inflación recrudesciera. Una idea propia, inequívocamente inspirada en el pensamiento del maestro Leijonhufvud. Años después las lecciones de esta y otras experiencias inflacionarias traumáticas serían analizadas a fondo con Heymann, para finalmente publicar en 1993 el libro *High Inflation*, una verdadera “biblia” sobre la diversidad de factores y limitaciones a tener en cuenta para aplicar un programa de estabilización con chances de éxito desde un escenario inicial de alta y volátil inflación.

Leijonhufvud mantenía como regla preservar un uso más que mínimo de matemáticas, aunque poseía una inusual facilidad y velocidad de comprensión y reelaboración de ideas presentadas con modelos matemáticos. Sus ex alumnos recuerdan aun hoy su insistencia en no despreciar nuevos abordajes o temas que no están de moda o que “no siguen la manada”, en explorar y aprender de la historia económica, y en expresar las ideas y propuestas de manera clara y convincente. Si bien no llegó a construir un paradigma alternativo al de la Revolución de las Expectativas Racionales, contribuyó con sus publicaciones y sus seminarios a promover programas de investigaciones de decenas de economistas que están tratando de construir una macroeconomía alternativa que explore y explicita las complejidades dinámicas ignoradas o subestimadas por los enfoques predominantes en el último medio siglo.

Como académico fue muy querido y apreciado por colegas, alumnos y lectores de sus trabajos, especialmente en los distintos países que visitó. En nuestro país dictó cursos y conferencias en varias visitas entre 1985 y 2013. Como bien lo recuerdan los colegas de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de Buenos Aires, donde fue un habitual disertante de conferencias, se fue no sólo un economista lúcido y profundo, sino también un gran amigo de la Argentina⁵. Sus contribuciones, tanto para el análisis teórico como para el diseño de políticas seguirán siendo de referencia recurrente para varias generaciones de economistas.

Artículos:

- Leijonhufvud, Axel (1967). “Keynes and the Keynesians: A Suggested Interpretation”. *The American Economic Review*, 57 (2): 401–410.
- Leijonhufvud, Axel (1968). “Comment: Is There a Meaningful Trade-off between Inflation and Unemployment?” *Journal of Political Economy*, 76: 738.
- Leijonhufvud, Axel (1967). “Keynes and the Effectiveness of Monetary Policy”. *Economic Inquiry*, 6 (2): 97–111.
- Leijonhufvud, Axel (1973). “Life among the Econ”. *Economic Inquiry*, 11 (3): 327–337.
- Leijonhufvud, Axel (1973). “Effective Demand Failures”. *The Swedish Journal of Economics*, 75 (1): 27–48.
- Leijonhufvud, Axel (1974). “Keynes’ Employment Function”. *History of Political Economy*, 6 (2): 164–170.
- Leijonhufvud, Axel y Robert Clower (1975). “The Coordination of Economic Activities: A Keynesian Perspective”. *The American Economic Review*, 65 (2): 182–188.

⁴ Leijonhufvud A. (1981): “Inflation and Economic Performance”, Working Paper No. 223. University of California at Los Angeles.

⁵ https://twitter.com/iiep_oficial/status/1522307056564424712

- Leijonhufvud, Axel y Masanao Aoki (1976): "Cybernetics and Macroeconomics: A Comment". *Economic Inquiry*, 14 (2): 251-258.
- Leijonhufvud, Axel (1977). "Keynes and the Classics". *Walter Allan (ed.) A Critique of Keynesian Economics*. Palgrave Macmillan, Cap. 4.
- Leijonhufvud, Axel (1977): "Costs and Consequences of Inflation" *Geoffrey Harcourt (ed.) The Microeconomic Foundations of Macroeconomics*. Palgrave Macmillan. Cap. 9.
- Leijonhufvud, Axel (1979): "The Wicksell Connection: Variations on a Theme". *UCLA Working Papers 165*. University of California at Los Angeles.
- Leijonhufvud, Axel (1981): "Inflation and Economic Performance". *UCLA Working Papers 2235*. University of California at Los Angeles. Publicado posteriormente en *Barry N. Siegel (ed) (1984) Money in Crisis: The Federal Reserve, the Economy and the Monetary Reform*. Pacific Research Institute for Public Research.
- Leijonhufvud, A. y Frank Hahn (1983): "Keynesianism, Monetarism and Rational Expectations: Some Reflections and Conjectures" *Roman Frydman & Edmund S. Phelps, eds., Individual Forecasting and Aggregate Outcomes*. New York: Cambridge Univ. Press. Cap 10.
- Leijonhufvud, Axel (1984): "Hicks on Time and Money" *Oxford Economic Papers 36-Supplement: Economic Theory and Hicksian Themes*, 26-46.
- Leijonhufvud, Axel (1986): "Whatever Happened to Keynesian Economics?" *Working Paper No. 419*. Department of Economics. University of California at Los Angeles. En español: "¿Qué le Ha Sucedido a la Economía Keynesiana?" *Estudios Económicos 2*, 1 (3), 65-79. El Colegio de México.
- Leijonhufvud, Axel (1986): "Capitalism and the Factory System", *R. N. Langlois (ed.): Economic as a Process: Essays in the New Institutional Economics*. Cambridge University Press, pp. 203-223.
- Leijonhufvud, Axel. 1986. "Rules with Some Discretion" en *Colin D. Campbell and William R. Dougan (eds): Alternative Monetary Regimes*. Johns Hopkins University Press. 38-43.
- Leijonhufvud, Axel (1987): "Rational Expectations and Monetary Institutions" *Marcello de Cecco & Jean-Paul Fitoussi (eds.) Monetary Theory and Economic Institutions*. Palgrave Macmillan. Cap. 3.
- Leijonhufvud, Axel (1987): "Constitutional Constraints on the Monetary Powers of Government" *James A. Dorn & Anna J. Schwartz. (eds.): The Search for Stable Money: Essays on Monetary Reform*. University of Chicago Press. 129- 142.
- Leijonhufvud, Axel, con Daniel Heymann (1989). "On the Use of Currency Reform in Inflation Stabilization" *EIU Working Paper No. 89/395*. Department of Economics. European University Institute, Florencia, Italia.
- Leijonhufvud, Axel (1990). "Monetary Policy and the Business Cycle under Loose Convertibility." *Greek Economic Review 12*, Supplement, 133-151.
- Leijonhufvud, Axel y Masanao Aoki (1991): "The Stock-Flow Analysis of Investment". *Working Paper No. 445*. Department of Economics. University of California at Los Angeles. También en *Meir. Kohn & Sho-Chieh Tsiang, (eds), Finance Constraints, Expectations and Macroeconomics*. Oxford University Press.
- Leijonhufvud, Axel (1991): "High Inflation and Contemporary Monetary Theory". *Working Paper No. 638*. Department of Economics. University of California at Los Angeles. También en *Economic Notes by Monte dei Paschi di Siena 21 (2)*, 211-224.
- Leijonhufvud, Axel, (1992): "Keynesian Economics: Past Confusions, Future Prospects", *Alessandro Vercelli y Nicola Dimitri: (eds.): Macroeconomics: A Survey of Research Strategies*. Oxford University Press. Cap. 1.
- Leijonhufvud, Axel (1993): "Towards a Not-Too-Rational Macroeconomics", *Southern Economic Journal 60 (1)*, 1-13.
- Leijonhufvud, Axel (1996): "Individuos, Mercados y la División Industrial del Trabajo", *Desarrollo Económico*, 35 (140): 515-528.
- Leijonhufvud, Axel, (1997): "The Wicksellian Heritage", *Department of Economics Working Papers 9705*. Università di Trento. Italia.
- Leijonhufvud, Axel, y Christof Ruhl (1997): "Russian Dilemmas", *American Economic Review-Papers and Proceedings 87 (2)*, 344-348.
- Leijonhufvud, Axel (1998): "Mr. Keynes and the Moderns", *The European Journal of the History of Economic Thought*, 5 (1), 169-188. En español: Leijonhufvud, Axel (2000): "Mr. Keynes y los Modernos", *Desarrollo Económico 39 (156)*, 499-518.
- Leijonhufvud, Axel, (1998): "Microfoundations: Adaptive or Optimizing?" *Department of Economics Working Papers 9802*. Università di Trento. Italia.
- Leijonhufvud, Axel, (1998): "Two Types of Crisis", *Department of Economics Working Papers 9809*. Università di Trento. Italia.
- Leijonhufvud, Axel, (1998): "Three Items for the Macroeconomic Agenda", *Kyklos International Review of Social Sciences*. 51 (2) 197-218.
- Leijonhufvud, Axel, (2000): "Theories of Stagflation", *Axel Leijonhufvud (ed.) Macroeconomic Instability and Coordination. Selected Essays of Axel Leijonhufvud*. Edward Elgar Publishing. Cap. 10.
- Leijonhufvud, Axel y Earlene Craver (2001): "Reform and the Fate of Russia" *Documents de Travail de l'OFCE 2001/03*. Observatoire Français des Conjonctures Economiques (OFCE). Paris.
- Leijonhufvud, Axel, (2001): "Monetary Theory and Central Banking", en *Axel Leijonhufvud (ed.): Monetary Theory as Basis for Monetary Policy*. Palgrave Macmillan. Cap. 1.
- Leijonhufvud, Axel, (2003): "The Long Swings in Economic Understanding", *Department of Economics Working Papers 0303*. Università di Trento. Italia.

- Leijonhufvud, Axel (2006): "Agent Based Macro", *Leigh Tesfatsion & Kenneth Judd (eds.) Handbook of Computational Economics*, vol. 2, cap. 36, 1625-1637. Elsevier.
- Leijonhufvud, Axel, (2006): "Keynes as a Marshallian", *Voprosi Ekonomiki*, 5, 32-47. Akademija Nauk Sssr Institut Ekonomiki. Moscú
- Leijonhufvud, Axel, (2006): "The Uses of the Past", *Department of Economics Working Papers 0603*. Università di Trento. Italia.
- Leijonhufvud, Axel (2007): "Bubble, Bubble, Toil and Trouble", *VoxEu* <https://voxeu.org/article/subprime-crisis-wicksell-ricardo-and-inflation-targeting>
- Leijonhufvud, Axel (2007): "The Individual, the Market and the Division of Labor in Society", *Capitalism and Society*, 2 (2): 3-3.
- Leijonhufvud, Axel (2007): "The Perils of Inflation Targeting", *VoxEu*. <https://voxeu.org/article/perils-inflation-targeting>
- Leijonhufvud, Axel (2008): "Natural Rate and Market Rate of Interest", *The New Palgrave Dictionary of Economics*.
- Leijonhufvud, Axel, con David Colander, Peter Howitt, Alan Kirman y Perry Mehrling (2008): "Beyond DSGE Models: Towards an Empirically Based Macroeconomics", *The American Economic Review*, 98 (2): 236-240.
- Leijonhufvud, Axel, con Daniel Heymann (2008). "Moving On: Where To?" en *Matthew Forstater & L. Randall Wray (eds.) Keynes for the Twenty-First Century*. Palgrave Macmillan. Cap. 5.
- Leijonhufvud, Axel (2009): "Fixing the Crisis: Two Systemic Problems", *VoxEu*, <https://voxeu.org/article/fixing-crisis-two-systemic-problems>
- Leijonhufvud, Axel (2009): "Fixing the Financial System", *VoxEu*, <https://voxeu.org/article/fixing-financial-system>
- Leijonhufvud, Axel (2009). "Limits to the Equilibrating Capabilities of Market Systems". *Journal of Economic Interaction and Coordination* 4 (2), 173-182.
- Leijonhufvud, Axel, (2009): "Out of the Corridor: Keynes and the Crisis", *Cambridge Journal of Economics*, 33 (4), 741-757.
- Leijonhufvud, Axel (2009). "Una Recesión Fuera de lo Común". *Ensayos Económicos* 53/54, 59-65. Banco Central de la República Argentina.
- Leijonhufvud, Axel (2010): "A Modest Proposal", *VoxEu*. <https://voxeu.org/article/modest-proposal-double-liability-bankers>
- Leijonhufvud, Axel (2011). "Nature of an Economy". *CEPR Policy Insight No. 53*. Centre for Economic Policy Research. Londres.
- Leijonhufvud, Axel (2011): "Shell Game: Zero-Interest Policies as Hidden Subsidies to Bankl", *VoxEu*. <https://voxeu.org/article/21st-century-shell-game-how-bankers-play-and-taxpayers-pay>
- Leijonhufvud, Axel (2012). "Tan Lejos de Ricardo, Tan Cerca de Wicksell". *Revista de Economía Política de Buenos Aires*, Año 1, Vol. 2, 21-26. Facultad de Ciencias Económicas. Universidad de Buenos Aires.
- Leijonhufvud, Axel (2014). "Economics of the Crisis and the Crisis of Economics". *The European Journal of the History of Economic Thought* 21 (5), 760-774.
- Leijonhufvud, Axel, con Daniel Heymann (2014). "Multiple Choices: Economic Policies in Crisis" en *Joseph E. Stiglitz & Daniel Heymann (eds.) Life after Debt*. Palgrave Macmillan. Cap. 5.
- Leijonhufvud, Axel, (2015). "Monetary Muddles" *CATO Journal*, 35 (2), 179-192.

Libros:

- Leijonhufvud, Axel (1968). *On Keynesian Economics and the Economics of Keynes: A Study in Monetary Theory*. Oxford University Press.
- Leijonhufvud, Axel (1969). *Keynes and the Classics: Two Lectures on Keynes's Contribution to Economics*. The Institute of Economic Affairs. Lancing, West Sussex, UK.
- Leijonhufvud, Axel (1981). *Information and Coordination: Essays in Macroeconomic*. Oxford University Press.
- Leijonhufvud, Axel, con Daniel Heymann (1993). *High Inflation*. Oxford University Press.
- Leijonhufvud, Axel (2000). *Macroeconomic Instability and Coordination: Selected Essays of Axel Leijonhufvud*. Edward Elgar Publishing.
- Leijonhufvud, Axel (ed) (2001). *Monetary Theory as a Basis for Monetary Policy, (Proceedings of a Conference of the International Economic Association)*. Palgrave.
- Leijonhufvud, Axel (ed) (2001). *Monetary Theory and Policy Experience, (Proceedings of a Conference of the International Economic Association, Vol. 2)*. Palgrave.
- Leijonhufvud, Axel (2004): *Informazione, Coordinamento e Instabilità Macroeconomica (a cura di Elisabetta De Antoni)*. Editori Laterza. Roma.
- Leijonhufvud, Axel (2006). *Organización y Estabilidad Económica. Ensayos Elegidos*. Ed. Temas. Buenos Aires.

Obras y escritos diversos sobre la obra de Axel Leijonhufvud:

- Arestis, P. y E. Karakitsos (1982): "Towards a General Theory of Unemployment - Is Leijonhufvud a Keynesian? *Zeitschrift für Nationalökonomie/Journal of Economics* 42 (2), 111-131.
- Bordo, Michael y Lars Jonung (1996): "Monetary Regimes, Inflation and Monetary Reform: An Essay in Honor of Axel Leijonhufvud", *SSE/EFI Working Paper Series in Economics and Finance* 16, Stockholm School of Economics.

- Vaz, Daniel y Kumaraswamy Vellupillai (1996): *Inflation, Institutions and Information: Essays In Honour of Axel Leijonhufvud*. Macmillan.
- Snowdon, Brian (2004). "Outside the Mainstream: An Interview with Axel Leijonhufvud". *Macroeconomic Dynamics* 8 (1): 117-145.
- Farmer, Roger (2009). *Macroeconomics in the Small and in the Large: Essays on Microfoundations, Macroeconomic Applications and Economic History in Honor of Axel Leijonhufvud*. Edward Elgar Publishing.
- Clerc, Pierrick y Rodolphe Dos Santos Ferreira (2020): "On Keynesian Economics and the Economics of Keynes after Fifty Years". *The European Journal of the History of Economic Thought* 27 (6), 919-937.

PRÓXIMOS INDICADORES Y EVENTOS

2022		julio				
LUNES	MARTES	MIÉRCOLES	JUEVES	VIERNES	SÁBADO	DOMINGO
25	26	27	28	29	30	31
	Reserva Federal (EE.UU.): Reunión del Comité de Mercado Abierto (FOMC).	Reserva Federal (EE.UU.): Reunión del Comité de Mercado Abierto (FOMC).	Bureau of Economic Analysis (EE.UU.): PBI 2º Trimestre 2022. Primer avance.	INDEC: Índice de salarios. Mayo de 2022.		
2022		agosto				
LUNES	MARTES	MIÉRCOLES	JUEVES	VIERNES	SÁBADO	DOMINGO
1	2	3	4	5	6	7
	INDEC: Estadísticas de Comercio Exterior. 2º trimestre de 2022. Banco Central de Brasil: Reunión del Comité de Política Monetaria (COPOM).	INDEC: Precios y cantidades de Comercio Exterior. 2º trimestre de 2022. Banco Central de Brasil: Reunión del Comité de Política Monetaria (COPOM).	Banco de Inglaterra: Reunión de Política Monetaria.	Bureau of Labor Statistics (EE.UU.): Situación del empleo laboral. Julio de 2022.		
8	9	10	11	12	13	14
	INDEC: Índice de producción industrial manufacturero (IPI manufacturero). Junio de 2022. Indicadores de coyuntura de la actividad de la construcción. Junio de 2022. IBGE (Brasil): Índice de Precios al Consumidor Amplio (IPCA). Julio de 2002.	INDEC: Índice de salarios. Junio de 2022. Bureau of Labor Statistics (EE.UU.): Índice de Precios al Consumidor (IPC). Julio de 2002.	INDEC: Índice de Precios al Consumidor (IPC). Julio de 2002. Bureau of Labor Statistics (EE.UU.): Índice de Precios para los productores (IPP). Julio de 2002.	Bureau of Labor Statistics (EE.UU.): Índices de Precios de Importación y Exportación. Julio de 2022.		
15	16	17	18	19	20	21
Feriado nacional		INDEC: Utilización capacidad instalada de la industria. Junio de 2002.	INDEC: Sistema de índices de precios mayoristas (SIPM). Julio de 2022. Índice del costo de la construcción (ICC). Julio de 2022. Valorización mensual de la canasta básica alimentaria (CBA) y de la canasta básica total (CBT). Julio de 2022.			

ANEXO ESTADÍSTICO

Indicador	Jun-21	Jul-21	Ago-21	Sep-21	Oct-21	Nov-21	Dic-21	Ene-22	Feb-22	Mar-22	Abr-22	May-22	Jun-22
Precios													
IPC Nacional (INDEC) Var. % m/m	3,2%	3,0%	2,5%	3,5%	3,5%	2,5%	3,8%	3,9%	4,7%	6,7%	6,0%	5,1%	5,3%
IPC Nac. Núcleo Var. % m/m	3,6%	3,1%	3,1%	3,3%	3,2%	3,3%	4,4%	3,3%	4,5%	6,4%	6,7%	5,2%	5,1%
IPC Alim. y beb. no alc. Var. % m/m	3,2%	3,4%	1,5%	2,9%	3,4%	2,1%	4,3%	4,9%	7,5%	7,2%	5,9%	4,4%	4,6%
IPC Nacional (INDEC) Var. % a/a	50,2%	51,8%	51,4%	52,5%	52,1%	51,2%	50,9%	50,7%	52,3%	55,1%	58,0%	60,7%	64,0%
IPC Nac. Núcleo Var. % a/a	54,5%	55,4%	55,5%	57,0%	56,6%	55,5%	54,9%	54,0%	54,5%	57,3%	60,5%	63,2%	65,5%
IPC Alim. y beb. no alcohólicas Var. % a/a	53,2%	56,4%	53,4%	53,4%	51,4%	50,5%	50,3%	50,5%	55,8%	59,7%	62,1%	64,2%	66,4%
IPC GBA (INDEC) Var. % m/m	3,1%	3,1%	2,6%	3,8%	3,8%	2,3%	4,1%	3,9%	4,6%	6,7%	6,2%	4,8%	5,5%
IPC GBA Núcleo Var. % m/m	3,5%	3,4%	3,1%	3,4%	3,3%	3,3%	4,6%	3,3%	4,5%	6,1%	7,0%	5,0%	5,3%
IPCBA (CABA) Var. % m/m	3,2%	2,9%	2,9%	3,4%	3,7%	2,5%	3,8%	4,0%	4,1%	5,9%	5,3%	5,5%	5,1%
IPC GBA (INDEC) Var. % a/a	48,3%	50,4%	50,1%	51,7%	52,0%	50,9%	51,4%	52,4%	53,8%	55,9%	59,0%	61,2%	66,9%
IPC GBA Núcleo Var. % a/a	53,0%	54,6%	54,4%	56,2%	56,0%	54,9%	55,1%	55,4%	55,8%	58,4%	61,8%	64,0%	66,8%
IPCBA (CABA) Var. % a/a	43,9%	45,8%	46,5%	48,1%	49,9%	49,1%	49,2%	49,5%	51,3%	54,1%	56,0%	58,8%	61,8%
Expectativas de Inflación (UTDT)													
Mediana	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0
Media	51,4	49,1	48,0	48,6	46,7	50,4	51,3	51,1	50,3	53,7	52,2	58,4	57,9
Indicadores Fiscales SPNF (Var. % a/a)													
Ingresos Totales	90,3%	73,7%	70,1%	161,4%	69,8%	69,3%	87,3%	47,8%	61,5%	91,7%	77,9%	58,7%	64,9%
Gastos Totales	41,0%	47,3%	60,7%	40,1%	84,9%	73,8%	76,5%	71,9%	67,1%	84,0%	84,6%	76,7%	74,2%
Ingr. Primarios (sin Rentas de la Prop.)	86,0%	72,2%	67,1%	164,5%	66,8%	65,1%	84,3%	50,2%	60,7%	67,7%	58,9%	55,5%	57,7%
Gastos Primarios	40,1%	44,7%	64,8%	42,5%	83,0%	76,0%	77,1%	56,9%	70,0%	84,9%	87,4%	88,3%	75,3%
Recursos tributarios (Var. % a/a)													
Recaudación total	69,0%	66,9%	64,2%	61,0%	58,7%	59,5%	73,6%	51,6%	62,8%	62,5%	64,0%	79,9%	82,1%
Dirección General Impositiva	55,1%	51,7%	52,0%	54,4%	48,2%	55,4%	61,7%	45,3%	55,2%	49,8%	65,8%	66,3%	78,7%
Dirección General de Aduanas	125,1%	113,1%	102,8%	73,8%	65,0%	78,1%	84,0%	58,7%	68,5%	67,7%	79,7%	87,1%	73,9%
Sistema de Seguridad Social	52,9%	62,6%	63,7%	63,5%	65,0%	69,7%	67,8%	64,6%	66,1%	64,4%	72,1%	75,8%	83,2%

Indicador	Jun-21	Jul-21	Ago-21	Sep-21	Oct-21	Nov-21	Dic-21	Ene-22	Feb-22	Mar-22	Abr-22	May-22	Jun-22
Confianza del Consumidor (UTDT)													
Indice	34,6	37,9	39,8	40,5	40,2	39,7	37,8	40,1	39,4	36,9	35,7	36,3	39,1
Var. % m/m	-2,1%	9,3%	5,0%	1,9%	-0,8%	-1,3%	-4,9%	6,3%	-1,8%	-6,4%	-3,2%	1,6%	7,7%
Var. % a/a	-12,2%	-0,8%	-3,8%	0,5%	3,6%	-2,9%	-3,9%	5,1%	4,6%	-3,4%	1,1%	2,5%	12,8%
Indicadores de Actividad													
EMAE (INDEC) Var. % a/a	11,7%	11,8%	12,8%	11,3%	6,7%	9,3%	9,8%	5,1%	9,1%	4,8%	5,1%	7,4%	s/d
Var m/m, sin estacionalidad	2,8%	0,9%	1,7%	0,9%	-0,6%	1,2%	1,2%	-1,0%	1,2%	-0,4%	0,5%	0,3%	s/d
Venta de autos O Km (ADEFA) Var. % a/a	18,6%	8,4%	-8,0%	-26,7%	-24,1%	-11,5%	-16,1%	-26,2%	-4,7%	4,5%	3,3%	20,4%	32,1%
Var m/m, con estacionalidad	0,6%	-13,6%	7,0%	5,5%	-1,6%	10,0%	17,7%	-38,4%	26,2%	33,0%	-8,8%	9,3%	10,4%
Producción Industrial (FIEL) Var. % a/a	23,1%	13,9%	12,9%	9,0%	5,4%	8,4%	8,9%	-0,8%	8,9%	3,0%	4,9%	7,9%	s/d
Var m/m, desest.	1,0%	-2,7%	0,0%	-0,5%	-1,6%	2,3%	1,3%	-0,4%	2,0%	2,6%	3,5%	-1,2%	s/d
Producción Industrial (INDEC) Var. % a/a	19,5%	12,7%	13,9%	10,1%	4,4%	9,9%	10,3%	-0,8%	8,7%	3,6%	4,7%	11,9%	s/d
ISAC (INDEC) Var. % a/a	28,4%	19,8%	22,7%	12,4%	7,8%	7,7%	4,5%	-5,0%	7,3%	1,9%	8,8%	19,9%	s/d
Construcción (Grupo Construya) Var. % a/a	29,3%	7,4%	11,3%	5,5%	-5,0%	6,6%	15,4%	3,9%	10,5%	9,2%	8,7%	17,0%	4,9%
Var. % m/m, desest.	6,5%	1,1%	-2,5%	-4,6%	7,5%	-1,3%	-6,7%	-5,0%	11,2%	3,7%	4,9%	-5,3%	3,4%
Despachos de Cemento (AFCP) Var. % a/a	20,6%	21,4%	18,8%	7,4%	6,1%	1,5%	4,1%	-2,0%	15,7%	7,6%	9,8%	24,2%	14,3%
Indicadores del Sector Externo													
Exportaciones en USD	7.010	7.252	8.099	7.570	6.863	6.191	6.587	5.548	6.452	7.354	8.337	8.254	8.432
Var. % a/a	46,5%	47,1%	63,5%	60,1%	46,8%	37,6%	85,9%	12,9%	35,1%	28,6%	35,7%	21,2%	20,3%
Importaciones en USD	5.909	5.715	5.754	5.886	5.247	5.767	6.216	5.251	5.634	7.083	6.883	7.886	8.547
Var. % a/a	79,1%	65,6%	64,0%	42,6%	31,0%	40,1%	59,1%	36,6%	51,7%	33,1%	47,3%	53,4%	44,6%
Saldo Comercial en USD	1.101	1.537	2.345	1.684	1.616	424	371	297	818	271	1.454	368	-115
Precios Materias Primas BCRA (dic 2001=100)	311,8	297,9	293,3	279,6	281,7	292,6	295,8	313,9	333,8	371,5	373,4	373,5	368,8
Var. % a/a	64,2%	52,0%	47,0%	32,2%	24,6%	22,4%	19,0%	15,2%	19,0%	31,1%	26,9%	24,5%	18,3%

Indicador	Jun-21	Jul-21	Ago-21	Sep-21	Oct-21	Nov-21	Dic-21	Ene-22	Feb-22	Mar-22	Abr-22	May-22	Jun-22
Indicadores Monetarios (saldos promedios mensuales)													
Base Monetaria (\$ M.M.)	2.702	2.864	2.933	2.931	3.033	3.152	3.383	3.702	3.767	3.663	3.616	3.708	3.896
Circulante	1.935	2.091	2.139	2.165	2.215	2.291	2.504	2.677	2.685	2.674	2.685	2.743	2.935
Otros pasivos BCRA en mon. local: (a) + (b) + (c)	4.847	4.892	5.320	5.572	5.719	5.870	6.103	6.368	6.328	6.563	6.942	7.483	8.102
(a) Deuda Remun (LELIQ+NOCOM)	2.028	2.015	2.078	2.144	2.159	2.125	2.134	2.906	3.701	4.153	4.533	4.980	5.390
(b) Pasivos netos por pases	1.562	1.572	1.896	2.032	2.106	2.234	2.368	1.781	930	650	577	554	628
(c) Depósitos del Gobierno	1.257	1.305	1.346	1.397	1.453	1.511	1.601	1.680	1.697	1.759	1.832	1.948	2.084
Reservas intern. brutas (U\$S M.M.)	42	43	43	45	43	42	41	39	37	39	43	42	41
Dep. en mon.ext. en BCRA (U\$S M.M.)	11	11	11	12	19	19	18	19	18	18	18	18	19
(BaseMon.+ Pas.noMon.)/(Rvas.Int.Brut - Dep.en U\$S en BCRA)	237	241	255	255	366	380	424	497	537	507	430	483	537
Tipo de cambio mayorista bancos (\$ / U\$S)	95,3	96,2	97,2	98,3	99,2	100,3	101,9	103,9	106,3	109,5	113,3	117,8	122,7
Depósitos bancarios (saldos promedios mensuales)													
Total depósitos (\$ M.M.)	9.341	9.649	9.923	10.223	10.610	10.949	11.467	12.028	12.130	12.567	13.080	13.866	14.776
Sector privado	7.527	7.868	8.095	8.334	8.634	8.859	9.297	9.671	9.854	10.154	10.624	11.277	12.075
Sector público	1.813	1.781	1.828	1.889	1.976	2.090	2.170	2.357	2.277	2.413	2.456	2.589	2.701
En moneda local (\$ M.M.)	7.544	7.832	8.077	8.364	8.721	9.067	9.609	10.080	10.168	10.554	10.994	11.690	12.505
Sector privado	5.980	6.301	6.502	6.727	7.019	7.264	7.743	8.056	8.232	8.488	8.889	9.465	10.163
Sector público	1.564	1.532	1.574	1.637	1.702	1.803	1.866	2.024	1.935	2.067	2.105	2.225	2.342
En moneda extranjera (\$ M.M.)	1.797	1.817	1.846	1.860	1.889	1.881	1.857	1.948	1.966	2.013	2.086	2.177	2.271
Sector privado	1.547	1.567	1.593	1.607	1.615	1.595	1.554	1.615	1.622	1.667	1.735	1.812	1.912
Sector público	249	250	253	254	274	287	303	333	344	346	351	364	359
En moneda extranjera (U\$S M.M.)	18,9	18,9	19,0	18,9	19,0	18,8	18,2	18,7	18,5	18,4	18,4	18,5	18,5
Sector privado	16,2	16,3	16,4	16,3	16,3	15,9	15,3	15,5	15,3	15,2	15,3	15,4	15,6
Sector público	2,6	2,6	2,6	2,6	2,8	2,9	3,0	3,2	3,2	3,2	3,1	3,1	2,9
Tasas de interés nominales													
Tasa de control monetario BCRA (% anual) Prom. mensual	38,0	38,0	38,0	38,0	38,0	38,0	38,0	39,7	40,9	43,2	46,0	48,2	50,4
Tasas activas (% anual)													
Call en pesos entre bancos privados	29,2	29,6	28,6	29,0	29,0	28,5	28,6	28,7	29,4	31,2	32,2	34,7	36,9
Adel. cta.cte. en pesos a empresas no financ. por \$ 10 M o más, con acuerdo, de 1 a 7 días	35,8	35,8	35,5	35,7	35,2	35,2	35,4	35,7	36	37,2	38,9	40,6	42,5
Préstamos personales	52,6	53,8	53,1	53,6	52,8	51,8	52,9	54,9	55,8	55,9	57,9	58,9	60,2
Tasas pasivas (% anual)													
BADLAR	33,4	33,4	33,3	33,3	33,4	33,4	33,4	36,0	37,3	39,5	42,4	44,6	47,2
Plazo fijo en \$ hasta \$ 100.000	36,1	36,1	36,0	36,0	36,1	36,0	36,0	37,8	39,0	41,2	43,8	46,0	49,0
Plazo fijo en \$ más de \$ 1.000.000	32,9	32,9	32,7	32,9	33,0	32,7	32,9	35,6	36,7	38,9	41,8	43,9	46,6