

Informe Económico Mensual



USAL
UNIVERSIDAD
DEL SALVADOR

Instituto de Investigación

Nº 216. Año 23 – 24 de mayo de 2023

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

EL DATO DEL MES

Inflación. El aumento mensual del IPC de abril fue de 8,4%, el mayor observado en los últimos 21 años.

LO QUE HAY QUE SABER

Argentina, muy complicada. La escasez de divisas, no resuelta con el “Plan Soja III” ni con los pedidos de auxilio a algunos gobiernos, incuban expectativas de una devaluación. Los recientes incrementos de las tasas de interés y las intervenciones oficiales al mercado de divisas no parecen tener gran impacto, de modo que todo puede complicarse en caso de que se acelere la inflación y el BCRA siga perdiendo reservas internacionales.

Estados Unidos: tensión por el tope de la deuda. A medida que se aproxima junio, crece la tensión ante la falta de acuerdo para aumentar el tope de deuda autorizado al gobierno de los EE.UU. Sin embargo, el escenario más probable es que se logre un acuerdo de último momento y evite un default de la deuda del Tesoro. Mientras tanto, la Fed se apresta a poner en pausa las subas de tasas, aunque persisten dudas si se trata del final definitivo del ciclo alcista.

Bolivia en medio de otra crisis cambiaria. Luego de desaprovechar los precios altos de sus exportaciones enfrenta una severa crisis cambiaria en medio de una crisis política que torna inviable una recuperación económica en el corto plazo.

LO QUE VIENE

Aceleración de la inflación. Los datos de consultoras privadas sobre precios de alimentos y el traslado de la suba de tarifas eléctricas y de gas a precios al consumidor sugieren que mayo cerraría con una inflación aún más alta que la de abril.

Massa viaja a China. El ministro de Economía viaja la semana próxima a la cumbre de los países de los BRICS en la República Popular China. Se espera algún acuerdo con el Nuevo Banco de Desarrollo de los BRICS para fortalecer las reservas del BCRA.

Crisis política en Ecuador. Ante la moción de censura (juicio político) impulsada por la oposición en la Asamblea Nacional (el parlamento ecuatoriano), el presidente Guillermo Lasso dispuso su disolución y el llamado a elecciones presidenciales anticipadas. Los comicios se celebrarían a fines de agosto.

PRINCIPALES INDICADORES HASTA FIN DE ABRIL DE 2023

	2023 Enero	Febrero	Marzo	Abril	Tendencia hasta abril 2023
IPC Var. % mensual	6,0%	6,6%	7,7%	8,4%	
IPC Var. % interanual	98,8%	102,5%	105,3%	188,8%	
Industria % uso capacidad instalada	62,0%	65,0%	67,5%	s.d.	
	2023 Enero	Febrero	Marzo	Abril	Tendencia hasta abril 2023
LELIQ	75,0%	75,0%	78,0%	91,0%	
EMBI Arg. Riesgo país en puntos básicos al último día del mes	1.817	1.965	2.276	2.656	
IVA DGI Recaudación Mensual	133,1%	138,0%	157,4%	130,6%	
		Var. % interanual.			
Dólar \$/U\$ mayorista promedio bancos al último día del mes	186,9	197,2	209,0	222,6	
Depósitos en pesos Sector privado	5,5%	5,2%	5,6%	5,4%	
		Var. % mensual de saldos promedios mensuales			
Depósitos en dólares Sector privado	3,5%	0,7%	-0,3%	-3,3%	
		Var. % mensual de saldos promedios mensuales			

PRECIOS, ACTIVIDAD Y COMERCIO EXTERIOR

INDICADORES MÁS RECIENTES

Adolfo Bosch

I. PRECIOS

VARIABLE	FUENTE	Periodo	Unidad	Valor	Periodo anterior		
PRECIOS	IPC Nacional	Abril 23	Var. % mensual	8,4%	7,7%		
			Var.% interanual	108,8%	104,3%		
	IPC G.B.A	Abril 23	Var. % mensual	8,6%	7,8%		
			Var.% interanual	109,9%	105,3%		
	IPC C.A.B.A	Dirección General de Estadística y Censos. GCBA	Abril 23	Var. % mensual	7,8%	7,1%	
				Var.% interanual	110,4%	105,5%	

II. ACTIVIDAD

VARIABLE	FUENTE	Periodo	Unidad	Valor	Periodo anterior	
DEMANDA INTERNA	INDEC	Febrero 2023	Var. % i.a. acumulado vs. acum. año anterior a precios constantes	15,9%	22,1%	
			Var. % i.a. acumulado vs. acum. año anterior a precios constantes	0,9%	0,8%	
	Patentamiento autos 0 Km	ACARA	Abril 2023	Var.%interanual	7,7%	14,2%
ACTIVIDAD	INDEC	Marzo 2023	Var.% mensual (sin estacionalidad)	1,3%	0,2%	
			Var.% interanual	0,1%	0,5%	
ACTIVIDAD INDUSTRIAL	INDEC	4 to Trimestre 2022	Var. % oct-dic '22 vs oct-dic '21	1,9%	5,9%	
			Var.% interanual	3,1%	-1,7%	
CONSTRUCCIÓN	INDEC	Marzo 2023	% uso capacidad instalada	67,5%	65,0%	
			Var.% interanual	1,2%	-6,3%	
INGRESOS TRIBUTARIOS RELACIONADOS CON LA ACTIVIDAD INTERNA	AFIP	Abril 2023	Var % mensual	8,4%	12,3%	
			Var. interanual	130,6%	157,4%	
	Var % mensual		8,8%	7,0%		
	Var. interanual		110,7%	113,0%		
	Var % mensual		7,0%	11,0%		
Créditos y Débitos en Cta.Cte.			Var. interanual	98,7%	112,1%	

III. COMERCIO EXTERIOR

VARIABLE	FUENTE	Período	Unidad	Valor	Periodo anterior		
COMERCIO EXTERIOR	INDEC	Abril 2023	Nivel (U\$S M)	5.891	5.735		
			Var. % interanual	-29,3%	-22,0%		
			Nivel (U\$S M)	6.017	6.846		
			Var. % interanual	-12,6%	-3,3%		
	Saldo balanza comercial			Nivel (U\$S M)	-126	-1.111	

PANORAMA DE ARGENTINA

LA ESCASEZ DE DIVISAS TIENDE A COMPLICARSE MÁS

Héctor Rubini

La escasez de divisas, no resuelta con el “Plan Soja III” ni con los pedidos de auxilio a algunos gobiernos, incuban expectativas de una devaluación. Los recientes incrementos de las tasas de interés y las intervenciones oficiales al mercado de divisas no parecen tener gran impacto, de modo que todo puede complicarse en caso de que se acelere la inflación y el BCRA siga perdiendo reservas internacionales.

1. Crisis de liderazgo e incertidumbre

El 21 de abril el presidente Alberto Fernández renunció a su eventual candidatura para la reelección presidencial. Nada relevante para los agitados mercados financieros, pero que dio lugar a cierta tensión interna en el frente oficialista sobre la conveniencia o no de definir candidaturas en elecciones primarias abiertas. La situación no está totalmente definida, si bien emergen aspirantes a precandidatos diversos, como el ministro de Economía Sergio Massa, el embajador en Brasil Daniel Scioli y el piquetero Juan Grabois. Sin embargo, el congreso del Partido Justicialista de la semana pasada autorizó al ex gobernador de San Juan Gildo Insfrán como responsable para negociar y cerrar alianzas, desplazando así al presidente Alberto Fernández de la toma de decisiones. En consecuencia, los cierres de listas pasan por la decisión de Insfrán, por un lado, la conducción de la agrupación “La Cábora” (De Pedro, Larroque, Máximo Kirchner) y Sergio Massa, con su Frente Renovador. La composición de sus listas de candidatos es, hoy por hoy, totalmente incierta, si bien no pocos desean que la candidata sorpresa sea la vicepresidente Cristina Fernández de Kirchner.

En la oposición tampoco es clara la definición de candidaturas. El aparente “tsunami Milei” empezó a generar dudas ante: a) la decisión del frente libertario de no presentar candidatos a gobernador, salvo pocas provincias, y b) un debut electoral lejos del primer puesto en Neuquén, Río Negro, La Rioja y Tierra del Fuego.

El frente Juntos por el Cambio (macristas, UCR y Coalición Cívica) muestra una conflictividad interna, que incrementa las dudas sobre su competitividad para la elección presidencial. A pesar del previsible triunfo en la elección a gobernador de Jujuy y los segundos puestos en La Pampa y La Rioja, no logró imponerse en Tierra del Fuego, y en Neuquén Juntos por el Cambio quedó cuarto, detrás de los libertarios. Aún peor, en Salta el peronismo no kirchnerista superó al macrismo por más de 30 puntos porcentuales. Además, la indefinición sobre sus equipos de gobierno y sus propuestas económicas generan crecientes dudas sobre cómo enfrentarían el complicado panorama económico y social de los próximos 6-7 meses.

El contexto general se mantiene sin cambios, con el lento pero progresivo agravamiento de la calidad de vida resultante de la aceleración de la inflación y de la inseguridad (particularmente en Rosario y en el conurbano bonaerense). El impacto negativo de la sequía recién empieza a evidenciarse partir de la suba de precios de los alimentos, las dificultades de los productores agropecuarios más endeudados y el magro aporte de divisas, hasta ahora, del llamado plan “Soja III”. Si bien la rápida terminación del gasoducto Nestor Kirchner podría ya este año reducir importaciones de gas por U\$S 2.100 M, la demanda de dólares se mantiene firme. A principios de este mes se anunció y formalizó el uso del swap de monedas con China para pagar importaciones de origen chino sólo con yuanes¹. Sin embargo, las expectativas de una devaluación de la moneda se han mantenido invariables, y la brecha entre los tipos de cambio paralelos y el oficial tiende a consolidarse en torno del 100%.

Esto, sumado a los rumores de una futura devaluación (o más de una) y la casi imposibilidad en este trimestre de cumplir la meta de acumulación de reservas acordada con el FMI llevó al ministro de Economía a iniciar una negociación con el organismo para lograr el adelantamiento para este mes o el próximo de todos los desembolsos pendientes hasta fin de año. En principio no habría negativa cerrada del organismo, pero a pesar de los recientes viajes del ministro Massa y de su viceministro Rubinstein, no está confirmada tal decisión.

El viaje del presidente Alberto Fernández a Brasil no logró que el gobierno de Lula Da Silva otorgue algún auxilio financiero a nuestro país. Para fines de este mes se espera un viaje del ministro Massa a la República Popular China a efectos de negociar la toma de nueva deuda externa para sostener al menos el pago de importaciones. Pero los días pasan, y la falta de divisas no se revierte, al mismo tiempo que la brecha cambiaria y la inflación tienden a acelerarse.

¹ Entre enero y abril se habrían utilizado U\$S 4.070 M. Algunas versiones sugerían que no menos de la mitad de esa suma se habría utilizado vía operaciones con dólares para intervenir en el mercado cambiario, aparentemente haciendo uso de un tramo de “libre disponibilidad” de U\$S 5.000 M. Desde este mes se prevé el uso de unos U\$S 790 M mensuales hasta fin de año. Esto implicaría para todo 2022 el uso de U\$S 10.390 M del swap con el Banco Popular de China.

2. La crisis cambiaria avanza

La insuficiente liquidación de divisas de exportaciones (resultado inevitable de la sequía no totalmente revertida) mantuvo sin cambios el exceso de oferta de pasivos del BCRA (base monetaria y deuda remunerada), y de demanda de dólares (reflejado en la acumulación de pedidos de autorización –“SIRA”- de importaciones). Esto no ha tenido como correlato una suba de la inflación, ya cómodamente superior al 8% mensual, y con factores que contribuyen al ajuste a la suba de las expectativas inflacionarias:

- a) Perspectivas de mayor emisión monetaria en los próximos meses, ante la proximidad de las elecciones,
- b) Expectativas de devaluación del peso, aparentemente reclamada también por el FMI,
- c) El arrastre a precios a partir de la segunda quincena de este mes de la suba de los dólares paralelos **y de las tarifas públicas de electricidad para los usuarios de mayores ingresos (en torno del 97%) y de gas natural (en torno de un promedio de 25%).**

El viernes 12 de mayo se publicó el IPC de abril, precedido por una polémica intención de postergar su publicación por elecciones a gobernador de algunas provincias. La suba del IPC de ese mes, 8,4% es la mayor desde abril de 2002, lo que encendió todas las alarmas. De ahí que el domingo 14 de mayo el ministerio de Economía diera a conocer algunas medidas para tratar de estabilizar expectativas. En materia de política monetaria y cambiaria el BCRA y la Comisión Nacional de Valores (CNV) optaron por tres tipos de medidas orientadas a desalentar la demanda de dólares:

- a) Aumentar las tasas de interés en pesos. La tasa de las LELIQ fue incrementada el 20 de abril de 78% nominal anual (efectiva: 113%) a 81% (efectiva: 119%), el 27 de abril a 91% (efectiva: 140%), y el 14 de mayo a 97% (efectiva: 154,2%).
- b) Acelerar el ritmo de suba del dólar oficial: de 0,27% promedio diario en marzo a 0,35% en abril, aunque en mayo (haste el 18 de mayo) la misma declinó a 0,33%.
- c) Rondas de inspecciones y allanamientos a entidades bancarias y no bancarias (por parte de la CNV y de la Unidad de Información Financiera -UIF-).

Esto se suma a una de nuevas regulaciones que desde abril tratan de frenar (sin mucho éxito) la demanda de dólares y la caída de reservas del BCRA;

- **21 de abril: Com “A” 7746 BCRA:** exige para pago a servicios del exterior (jurídicos, investigación y desarrollo, publicidad, estudios de mercado, encuestas de opinión, servicios arquitectónicos y de ingeniería, y otros) plazo de 60 días posterior a la aprobación de la AFIP de una declaración informática (SIRASE). Impone para empresas vinculadas plazo de 90 días para pagos al exterior por fletes y conformidad previa del BCRA para pagos a acreedores no residentes hasta el 31 de diciembre de 2023. Además extiende de 90 a 180 días (anteriores y posteriores) el plazo sin operar con títulos en moneda extranjera, salvo los emitidos bajo ley argentina, tornando más restrictiva la operatoria para compra de dólares con bonos (“Contado con Liquidación”)
- **28 de abril: Res. 959/2023 CNV:** prohíbe a los Agentes de Liquidación y Compensación (“ALyC”) y a los Agentes de Negociación vender activos en moneda extranjera de clientes con posiciones tomadoras en cauciones y pases en cualquier moneda de liquidación ni otorgar financiamiento a tales operaciones. De esta forma se prohíbe tomar deuda en pesos vía cauciones o pases para comprar títulos y luego venderlos contra dólares (y así comprar dólares MEP o CCL). También prohíbe a tales agentes operar MEP o CCL, por las pantallas habituales sino hacerlo a través del sistema paralelo SENEBI (Sistema de Negociación Bilateral) en el que sólo operan agentes o “inversores calificados” (institucionales e “idóneos” según la CNV). Además, para transferencia de valores negociables emitidos bajo ley extranjera extendió el período mínimo de tenencia previa a su venta (“parking”) de 2 a 3 días hábiles y lo redujo de 2 a 1 día hábil para los emitidos bajo ley argentina. Dichos plazos no se aplican para la compra de activos en moneda extranjera.
- **4 de mayo: Com. “A” 7759 BCRA:** los proveedores de servicios de pago que ofrecen cuentas de pago tienen prohibido realizar sí, o facilitar a sus clientes, operaciones con activos digitales (criptoactivos y otros con rendimientos en base a fluctuaciones en sus precios) sin autorización previa del BCRA y de una autoridad reguladora competente (la CNV).
- **4 de mayo: Com. “A” 7762 BCRA:** establece que para las importaciones en moneda con la cual el BCRA tiene un acuerdo de pase bilateral de monedas (yuan chino), la entidad que acceda al mercado de cambios para comprar divisas deberá verificar que el pago de las importaciones se realice en esa moneda.
- **12 de mayo: Com “A” 7766 BCRA:** exige conformidad previa del BCRA para comprar tarjetas de regalo (“gift cards”) o equivalentes de tiendas o locales radicados en el exterior. Similar exigencia se viene aplicando para

uso/pagos en moneda extranjera por pagos en juegos de azar y apuestas de distinto tipo, transferencia de fondos a cuentas en billeteras virtuales (proveedores de servicios de Pago), transferencias a cuentas de inversión en el exterior, operaciones cambiarias en el exterior, compra de criptoactivos, y adquisición de joyas, piedras preciosas y metales preciosos.

- **12 de mayo: Res. 960/2023 CNV:** prohíbe la suscripción de cuotas partes con valores denominados en moneda extranjera de Fondos Comunes de Inversión (básicamente prohíbe la compra de dólares vía la suscripción previa de cuotas partes vía bonos AL30 y GD30).
- **23 de mayo. Res. 962/2023 CNV:** establece que quien haya adquirido dólares MEP o CCL vía bonos AL30 ó GD30, no podrá utilizar esos dólares por 15 días corridos para la compra de otros activos que no sean bonos AL30 ó GD30. A su vez quien adquiera otros títulos tampoco podrá venderlos para hacerse de dólares durante un período de 15 días corridos.

Las medidas muestran las crecientes dificultades del BCRA para hacerse de dólares. En particular las últimas dos apuntan a desalentar el arbitraje entre los mercados MEP y CCL con otros. Sin embargo, ante el exceso de demanda de divisas incubando una mayor presión compradora sobre el dólar "blue" que al 23 de mayo había cerrado a \$ 492, luego de alcanzar transitoriamente el máximo histórico de \$ 497. Por otro lado, el programa "dólar soja" es, como lo observamos en el IEM del mes pasado, un verdadero fracaso. Algo inevitable cuando por cada dólar de exportaciones que recibe paga \$300, y por cada dólar que vende para importar recibe menos de \$230. El resultado es la persistente pérdida de reservas que no parece detenerse y que conduce, tarde o temprano, o a una implosión de la liquidez para financiar hasta las importaciones mínimas indispensables o a un salto del tipo de cambio oficial:

CUADRO 1. ACTIVOS DEL BCRA, TIPOS DE CAMBIO Y PASIVOS DEL BCRA

Concepto	07-mar-23	15-mar-23	23-mar-23	31-mar-23	07-abr-23	15-abr-23	23-abr-23	30-abr-23	08-may-23	15-may-23
Reservas Internacionales Brutas	38.323	37.783	37.606	39.060	38.662	36.901	36.503	35.001	34.008	33.481
<i>Var. semanal</i>	-387	-539	-177	1.454	-398	-1.760	-399	-1.502	-993	-527
Swap China	130.000	130.000	130.000	130.000	130.000	130.000	130.000	130.000	130.000	130.001
	6,97032	6,90259	6,87781	6,86912	6,87183	6,86816	6,89320	6,91230	6,91050	6,95305
Swap China	18.651	18.834	18.901	18.925	18.918	18.928	18.859	18.807	18.812	18.697
Préstamo BIS	3.252	3.253	3.253	3.254	3.254	3.255	3.256	3.256	3.257	3.258
DEG FMI 2021	424	424	429	428	430	431	429	429	430	427
DEG FMI 2022	4.140									
Reservas líquidas disponibles (a)	11.857	11.134	10.883	12.313	11.920	10.147	9.819	8.369	7.369	6.959
Encajes dep. en U\$S	12.855	12.758	12.304	12.116	12.103	12.032	11.764	11.217	11.308	11.329
Pases pasivos en U\$S con Bcos.	1.819	1.824	1.897	1.874	1.923	1.878	1.895	1.948	1.904	1.841
Rvas. líquidas propias netas (b)	-2.817	-3.449	-3.318	-1.677	-2.106	-3.762	-3.840	-4.796	-5.843	-6.211
<i>Var. semanal</i>	-226	-632	131	1.640	-429	-1.656	-78	-955	-1.047	-368
<i>De org. internac.</i>	1	1	6	0	2	2	-1	0	2	-2
<i>Resto</i>	-227	-633	125	1.640	-431	-1.658	-77	-956	-1.049	-366
Item de memorandum: stock de oro BCRA	3.605	3.818	3.965	3.905	4.010	3.976	3.930	3.949	3.998	4.004
	-24	213	148	-60	105	-34	-46	19	49	6
<i>Precio onza oro</i>	1.813,5	1.919,6	1.978,0	1.979,7	2.017,3	2.035,7	1.986,1	1.982,6	2.001,0	2.015,3
<i>Onzas</i>	1.987.875	1.988.717	2.004.783	1.972.741	1.987.856	1.953.146	1.978.757	1.991.932	1.998.246	1.986.805
<i>Kg.</i>	61,8	61,9	62,4	61,4	61,8	60,7	61,5	62,0	62,2	61,8
<i>Var. semanal</i>	0,1	0,0	0,5	-1,0	0,5	-1,1	0,8	0,4	0,2	-0,4
Dólar CCL	375,7	397,1	391,0	406,5	408,2	404,9	455,1	453,2	440,6	444,6
Dólar MEP	367,0	383,3	375,7	397,4	399,6	398,6	437,8	436,1	432,4	437,7
Dólar Blue	372,0	377,0	391,0	393,0	392,0	400,0	442,0	467,0	468,0	474,0
Dólar oficial mayorista	199,7	202,5	205,8	209,0	211,2	215,1	218,5	222,6	226,2	230,6
Brecha CCL vs. oficial	88,2%	96,1%	90,0%	94,5%	93,3%	88,2%	108,3%	103,6%	94,8%	92,8%
Brecha MEP vs. oficial	83,8%	89,3%	82,6%	90,1%	89,2%	85,3%	100,3%	95,9%	91,1%	89,8%
Brecha Blue vs. oficial	86,3%	86,2%	90,0%	88,0%	85,6%	86,0%	102,3%	109,8%	106,9%	105,5%
Base monetaria (c)	5.172.826	5.225.696	5.107.022	5.369.482	5.435.883	5.147.954	5.117.652	5.366.599	5.476.394	5.273.469
Letras BCRA y pases pas. en \$ BCRA (d)	15.088.632	14.900.775	14.895.299	14.901.152	14.929.737	15.819.661	16.672.078	17.215.700	17.110.399	17.856.553
Pasivos BCRA/Reservas disp. ((c) + (d))/(a)	1.709	1.808	1.838	1.646	1.709	2.066	2.219	2.698	3.065	3.324
Base Monetaria/Reservas disp. (c)/(a)	436	469	469	436	456	507	521	641	743	758

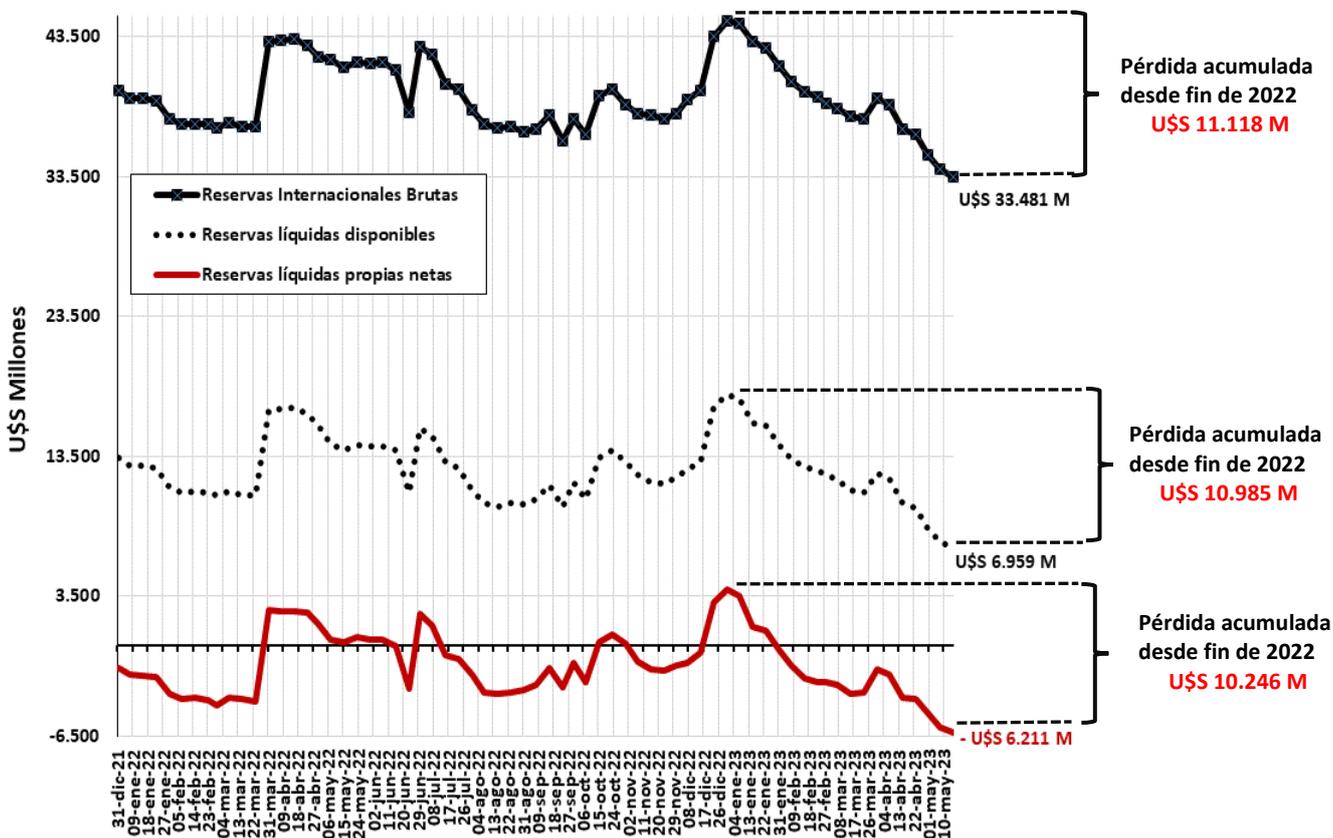
Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA.

La caída de reservas internacionales iniciada en la última semana de abril no se ha revertido, y mientras entre el 23 de abril y el 15 de mayo la base monetaria se mantuvo relativamente estable con un incremento de \$ 155.817 M, el stock de pasivos remunerados por letras y pases del BCRA registró un aumento de \$ 1,184 Bn. Con las primeras medidas restrictivas el BCRA logró revertir la dinámica de ventas diarias, pasando a ser comprador neto en el mercado de cambios, pero la dinámica lejos está de

ser satisfactoria. En marzo el BCRA perdió divisas en el mercado de cambios con ventas acumuladas de U\$S 1.920 M. El plan soja III no logró revertirlo: en abril acumuló compras por sólo U\$S 33 M y en este mes, hasta el 18 de mayo apenas U\$S 50 M.

Trabar compraventas vía mercado de bonos no parece ser suficiente. Los gráficos muestran una dinámica inequívoca de crisis de balanza de pagos que puede ser el prolegómeno de una crisis macroeconómica de proporciones. Si el BCRA podrá evitarla, es algo que no tiene respuesta definida: depende cada vez más de restricciones de recursos y de credibilidad que no parece estar en condiciones de manejar.

**GRÁFICO 1. RESERVAS INTERNACIONALES, BRUTAS, LÍQUIDAS Y NETAS “PROPIAS” DEL BCRA
 STOCK DESDE FIN DE 2021 HASTA EL 15 DE MAYO DE 2023**



Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA.

PANORAMA INTERNACIONAL

TENSIÓN POR EL TOPE DE DEUDA EN EE.UU.

Jorge Viñas

A medida que se aproxima junio, crece la tensión ante la falta de acuerdo para aumentar el tope de deuda autorizado al gobierno de los EE.UU.. Sin embargo, el escenario más probable es que se logre un acuerdo de último momento y evite un default de la deuda del Tesoro. Mientras tanto, la Fed se apresta a poner en pausa las subas de tasas, aunque persisten dudas si se trata del final definitivo del ciclo alcista.

1. Sin acuerdo aún para aumentar el tope de deuda

Las negociaciones entre republicanos y demócratas para llegar a un acuerdo en el Congreso para aprobar un aumento en el tope de deuda del Tesoro de EE.UU. siguen abiertas, pero aún no han dado frutos positivos. Desde enero, cuando la deuda alcanzó el tope autorizado de u\$s 31,5 billones, el Tesoro ha venido recurriendo a medidas extraordinarias para continuar afrontando sus obligaciones.

La secretaria del Tesoro Janet Yellen ha estado alertando que a mediados de junio se agotará el margen para utilizar medidas extraordinarias y el Tesoro podría verse forzado a incurrir en default de algunas de sus obligaciones. A medida que se acerca junio y aumenta el riesgo de un evento que puede tornarse catastrófico para la economía de EE.UU. y para la economía global, las negociaciones en el Congreso se han intensificado y en la última semana han involucrado en forma directa al Presidente Biden del lado de los Demócratas y al líder de los Republicanos en la Cámara de Representantes (donde tienen la mayoría), Kevin McCarthy.

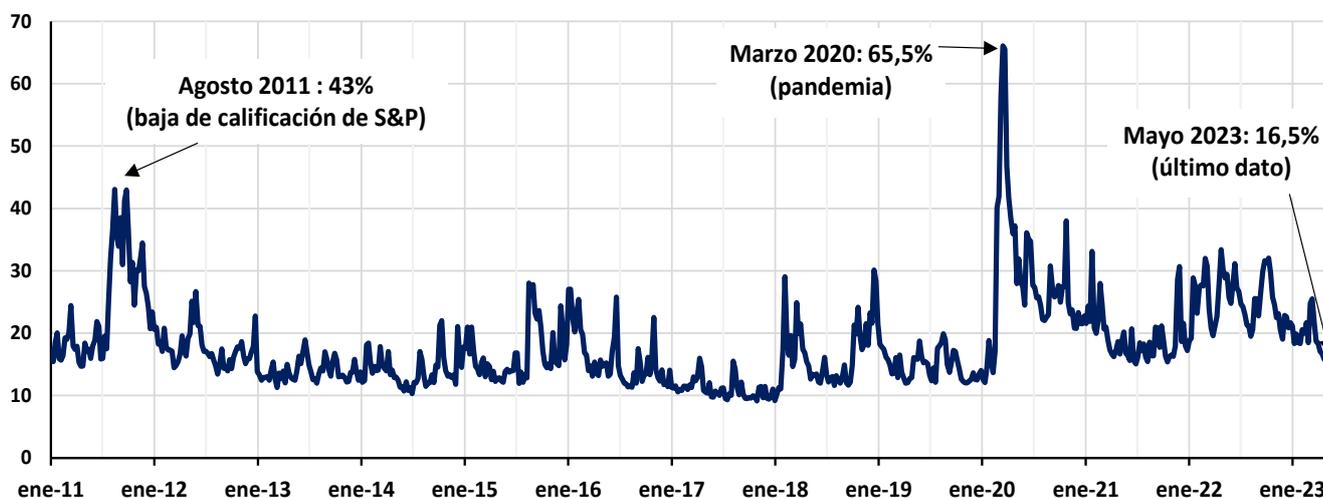
Los republicanos exigen que el aumento del tope de deuda debe ser acompañado por medidas para la reducción del déficit fiscal, focalizadas en recortes del gasto público. La iniciativa que aprobaron en la Cámara de Representantes, donde tienen mayoría, apunta a aumentar en u\$s 1,5 billones el tope de deuda a cambio de reducir el déficit fiscal en u\$s 4,8 billones a lo largo de 10 años. Dado que los republicanos impulsan un aumento de los gastos de defensa, los recortes recaerían sobre las áreas relacionadas con el desarrollo social. Por su parte, los demócratas no están dispuestos a aceptar que los recortes se concentren exclusivamente en las áreas sensibles para ellos, mientras los aumentos en defensa y las rebajas de impuestos para los sectores de altos ingresos permanecen intactos, por lo que la iniciativa republicana no podría pasar sin modificaciones por el Senado, donde los demócratas tienen la mayoría.

La falta de acuerdo genera tensión, pero aun prevalecen las expectativas de que se alcanzará un acuerdo de última hora, como ha ocurrido en situaciones similares en los últimos años. Dado que el gobierno de EE.UU. arrastra déficits fiscales crónicos, la deuda pública aumenta en forma prácticamente ininterrumpida mes tras mes y año tras año. Esto hace que cuando se alcanza el tope de deuda autorizado por el Congreso, este debe ser aumentado para que el gobierno pueda seguir funcionando con normalidad y hacer frente a todas sus obligaciones, muchas veces sin mayores conflictos. Pero, en ocasiones en que el control del Congreso está dividido, sin un partido que controle ambas cámaras y la presidencia al mismo tiempo, y tienden a prevalecer las posturas extremas dentro de cada partido, las negociaciones suelen trabarse llevando a situaciones de alta tensión, que han incluido el cierre temporario de algunas áreas y dependencias del gobierno.

Los casos más resonantes en los últimos años se dieron durante la presidencia de Barak Obama en 2011 y 2013. Incluso, el estancamiento de las negociaciones en el año 2011 dio lugar a la primera rebaja en la historia de la calificación de riesgo de EE.UU. por parte de Standard & Poors. En aquella ocasión, el aumento de la aversión al riesgo por parte de los inversores ante la posibilidad de un default en la deuda de EE.UU., que es considerado el activo libre de riesgo por excelencia a nivel global, provocó una abrupta caída en los mercados financieros entre julio y agosto de 2011. En todos estos casos, se terminaron alcanzando acuerdos de compromiso de última hora, que permitieron evitar el default de la deuda y restablecer el funcionamiento normal del gobierno, lo que lleva a anticipar un desenlace similar para las negociaciones en marcha.

En el episodio actual, la falta de resultados en las negociaciones por ahora no se ha traducido en un aumento generalizado de la aversión al riesgo en los mercados financieros, aunque aparecen algunas señales de alerta. En efecto, los principales índices accionarios de EE.UU. se ubican en los niveles máximos del año 2023, mientras que el índice de volatilidad VIX, elaborado en base a la volatilidad implícita en las opciones sobre las acciones, habitualmente utilizado como medida de la aversión al riesgo en el mercado accionario, se ubica muy cerca de los mínimos pos-pandemia (véase el Gráfico 2).

GRÁFICO 2. EE.UU. EVOLUCIÓN DEL ÍNDICE VIX DE VOLATILIDAD – EN PORCENTAJE



Fuente: Bloomberg

Esto refleja que los inversores no parecen muy preocupados por la perspectiva de un default, descontando que se llegará a cerrar un acuerdo a tiempo para evitar un desenlace traumático. Sin embargo, hay una medida específica de riesgo que está reflejando un mayor temor que en episodios anteriores: se trata del CDS de EE.UU. a 1 año, contratos financieros que aseguran contra el riesgo de default en los próximos 12 meses, que aumentó a un pico de 177 puntos el 12 de mayo (el último dato al 22 de mayo se ubica en 145 puntos), cuando en episodios similares anteriores no había superado los 80 puntos.

CUADRO 2. EE.UU. NIVEL MÁXIMO DEL CDS A 1 AÑO EN CONFLICTOS PREVIOS POR EL TOPE DE DEUDA

Fecha	Máximo CDS a 1 año (p.b.)
Julio 2011	77
Octubre 2013	62
Octubre 2015	45
Mayo 2023	177

Fuente: Bloomberg

En caso de que las negociaciones se sigan prolongando y la posibilidad de un default se torne una amenaza más palpable, el stress financiero asociado sería un factor adicional que incrementaría el riesgo de recesión. Se sumaría a los efectos negativos de la reciente crisis bancaria que, si bien fue controlada en forma rápida por las autoridades, probablemente tenga un impacto contractivo sobre la economía a través de un endurecimiento de las condiciones para el otorgamiento de créditos al sector privado.

Un aumento significativo del riesgo de default que se traduzca en stress financiero generalizado tendría un impacto muy adverso sobre la inversión, a lo que habría que agregarle el efecto riqueza negativo sobre el consumo derivado de las pérdidas masivas que se producirían en los activos financieros.

2. Dudas en torno al final del ciclo de suba de tasas de la Fed.

El mercado financiero está anticipando que la suba de 25 p.b. a 5,25% en la tasa de Fondos Federales en la última reunión del 3 de mayo fue la última. La probabilidad implícita en los futuros de tasa de Fondos Federales de que haya una suba adicional de 25 p.b. en la próxima reunión del 14 de junio es de sólo el 25%. Adicionalmente, los futuros descuentan que en el transcurso del segundo semestre comenzará el ciclo bajista, esperándose alrededor de 50 p.b. de rebaja hasta fin de 2023, para terminar en torno a 4,75%.

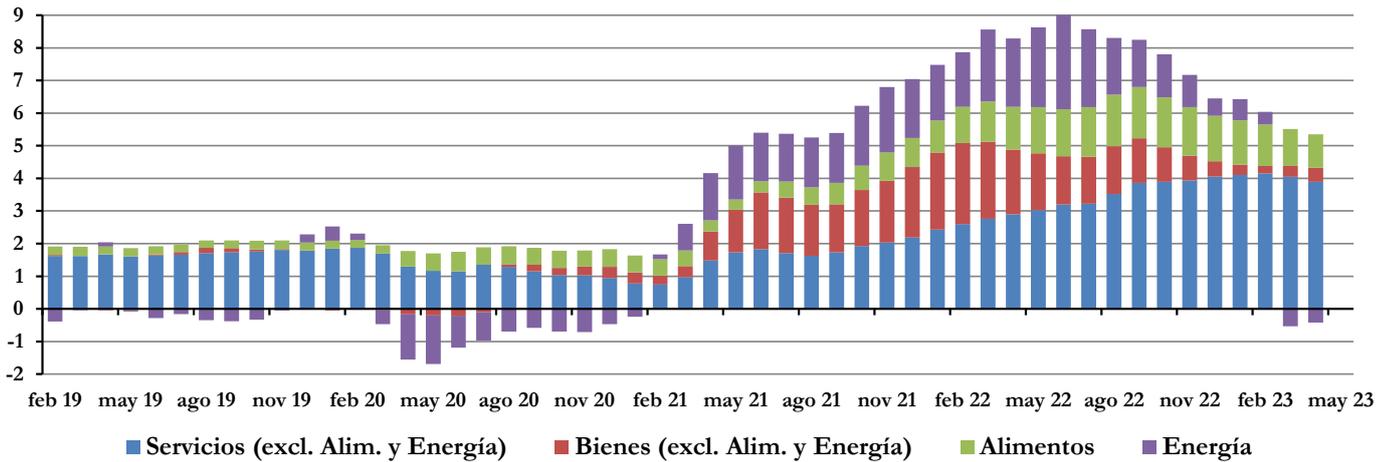
Powell se muestra a favor de un freno en la suba de tasas, pero no todos los miembros de la Fed están convencidos. En su presentación más reciente, Powell afirmó que el impacto negativo de la reciente crisis bancaria sobre las condiciones crediticias daba margen para una pausa en el ciclo de suba de tasas, consolidando las expectativas de que no habrá aumento de la tasa de Fondos Federales en la próxima reunión.

Sin embargo, otros integrantes de la Fed no parecen coincidir con el diagnóstico de Powell. Por ejemplo, para Neel Kashkari, presidente de la Fed de Minneapolis, la decisión de subir o no subir la tasa en la próxima reunión es “una decisión muy cerrada” y, aun en el caso de que se decida no subirla, no significa que el ciclo de suba de tasas esté terminado. Por otra parte, James Bullard, presidente de la Fed de Saint Louis, quien no vota en los comités de política monetaria este año, considera que se necesitarán dos subas adicionales de 25 p.b. este año para bajar la inflación.

Los datos más recientes apuntan a que el proceso de desinflación desde el pico de mediados de 2022 sigue avanzando gradualmente, pero la meta del 2% todavía está lejos y la convergencia no está asegurada. En abril, la inflación minorista arrojó una variación del 0,4% mensual, por lo que la variación interanual se movió otro escalón hacia abajo, registrando 4,9% frente al 5,0% de marzo. La baja desde el pico de 9,1% interanual alcanzado en junio de 2022 es significativa y se ha dado con escasas interrupciones.

Un factor importante en dicho proceso de desinflación es la reversión en los precios de la energía, que fueron un componente clave en la aceleración inflacionaria de 2022 y en los últimos dos meses tuvieron un aporte negativo al índice agregado de inflación. Sin embargo, si se contempla la evolución de la inflación subyacente, la conclusión es menos convincente. La variación interanual en abril se ubicó en 5,5% frente al 5,6% de marzo, manteniéndose por encima del índice de inflación general, mostrando señales de persistencia por el lado de los servicios (véase el gráfico X3).

GRÁFICO 3. VARIACIÓN INTERANUAL DE LA INFLACIÓN MINORISTA Y CONTRIBUCIÓN DE SUS PRINCIPALES COMPONENTES (%)



Fuente: Bloomberg

Por otra parte, las mediciones de expectativas inflacionarias están empezando a dar algunas señales preocupantes. El relevamiento mensual de consumidores que realiza la Universidad de Michigan mostró una aceleración de las expectativas de inflación de mediano plazo (horizonte de 5-10 años) a 3,2%, el nivel más elevado desde el año 2011, mientras que las de corto plazo (por el próximo año) se mantienen firmes en 4,5%. Este sesgo alcista en las expectativas, si se consolida, puede complicar aun más la convergencia de la inflación a la meta de 2%.

La posibilidad de que la economía de EE.UU. caiga en recesión en los próximos meses es el principal argumento en favor de la desinflación y del cambio de dirección en la política monetaria, pero por ahora los datos económicos no avalan la tesis de que la recesión es inminente.

Por un lado, el reporte de empleo de abril mostró que las condiciones del mercado laboral se mantienen firmes, con una creación de 253.000 nuevos empleos que volvió a sorprender al alza (el consenso esperaba 185.000 nuevos empleos según Bloomberg), y una nueva caída de la tasa de desempleo a los mínimos históricos de 3,4%. La fortaleza del mercado laboral sigue ejerciendo presión sobre los salarios, lo que conspira contra una desinflación más acelerada. Por otra parte, los datos de ventas minoristas de abril mostraron una recuperación importante luego de la caída de marzo, que en su momento parecía indicar el inicio de una fase contractiva del consumo que los datos de abril no convalidaron.

El mercado accionario mantiene un tono favorable, apuntalado por ganancias corporativas que se mantienen sólidas, pero luce vulnerable a una revisión al alza de la trayectoria de tasas de interés. El índice S&P500 acumula una suba de 9% en lo que va de 2023, ubicándose nuevamente muy cerca de los máximos del año, luego de recuperarse del impacto de la crisis bancaria desatada en marzo de 2023.

Un factor clave en esa recuperación ha sido la rápida intervención de las autoridades para contener la crisis bancaria, que incluyó la inyección de liquidez de la Fed en el sistema bancario, interrumpiendo transitoriamente la política de reducción de activos de su balance, conocida como *Quantitative Tightening* (QT). También alimentó la expectativa de baja de tasas de interés para el segundo semestre, lo que también jugó a favor de la recuperación de las acciones. Además, las ganancias corporativas del primer trimestre resultaron mejores a lo estimado por los analistas, mostrando sólo una leve contracción a nivel agregado.

Esto refleja un nivel de actividad que se sostuvo también mejor a lo esperado y los esfuerzos de las empresas por defender sus márgenes. Sin embargo, la continuidad de la suba del mercado accionario enfrenta un doble desafío. Por un lado, si efectivamente la economía entra en recesión es improbable que las ganancias corporativas no muestren una caída más fuerte. Por otro lado, si la economía continúa creciendo, el proceso de desinflación será más lento, por lo que probablemente la Fed no pueda bajar las tasas tanto como se anticipa en la actualidad.

En parte, esto se ha empezado a reflejar en el comportamiento de los rendimientos de los bonos del Tesoro. La tasa del bono a 10 años acumula un aumento de 40 p.b. desde los primeros días de mayo, alcanzado 3,72% al 22 de mayo, el nivel más alto desde mediados de principios de marzo, cuando estalló la crisis bancaria. Pero esta suba se podría amplificar en el caso de que la recesión no llegue y la Fed no pueda bajar las tasas, ya que actualmente la pendiente de la curva de rendimientos, medida

por el diferencial entre la tasa de los bonos a 2 y 10 años permanece negativa y si se desactivan las expectativas de recesión la pendiente debería normalizarse. Una suba más pronunciada en la tasa del bono a 10 años, que es tomada como la referencia de costo de oportunidad para la inversión en acciones, tendría un impacto negativo en las valuaciones de las empresas, lo que se reflejaría en una menor cotización para las acciones.

De esta forma, las dudas y las señales contradictorias respecto a la trayectoria de tasas de la Fed, se suman a la indefinición en las negociaciones para subir el tope de la deuda para conformar un panorama de alta incertidumbre para la economía de EE.UU. de cara al segundo semestre de 2023.

BOLIVIA: EN OTRA NUEVA CRISIS

Leandro Marcarian

Bolivia asiste al agotamiento de una política populista: luego de desaprovechar los precios altos de sus exportaciones enfrenta una severa crisis cambiaria en medio de una crisis política que torna inviable una recuperación económica en el corto plazo.

Desde el 2014 Bolivia entró en una fase de desaceleración económica, resultado de la baja de los precios de las commodities que provocó una reducción de los ingresos provenientes del Impuesto Directo a los Hidrocarburos, haciendo insostenible el modelo “populista” de Evo Morales con exceso de gasto público y una necesidad urgente de sanear las cuentas fiscales. Así Bolivia pasó de crecer al 6,8% anual promedio en 2013 a desacelerarse al 4,20% en 2017. Lamentablemente, el país sufrió su peor revés económico desde la crisis social del 2019 y la pandemia.

Ya hace 4 años atrás, Bolivia muestra alarmas preocupantes en su economía (Gráfico I). En 2019 el país creció a su nivel más bajo en más de una década pasando del 4,22% anual al 2,22%. Esta ralentización económica se explicó tanto por factores exógenos como endógenos:

- i) conflicto comercial entre China y EE.UU. que generó un entorno macroeconómico de mucha incertidumbre que afectó negativamente a la economía global y a los precios de las commodities;
- ii) la incertidumbre generada por el Brexit siendo el Reino Unido uno de los principales socios comerciales de Bolivia;
- iii) conflictos sociales que desembocaron en protestas masivas en todo el país conocidas como “Los 21 días de Resistencia” a raíz de un fraude electoral que evidenció la baja estabilidad jurídica, provocando la renuncia de Evo Morales.

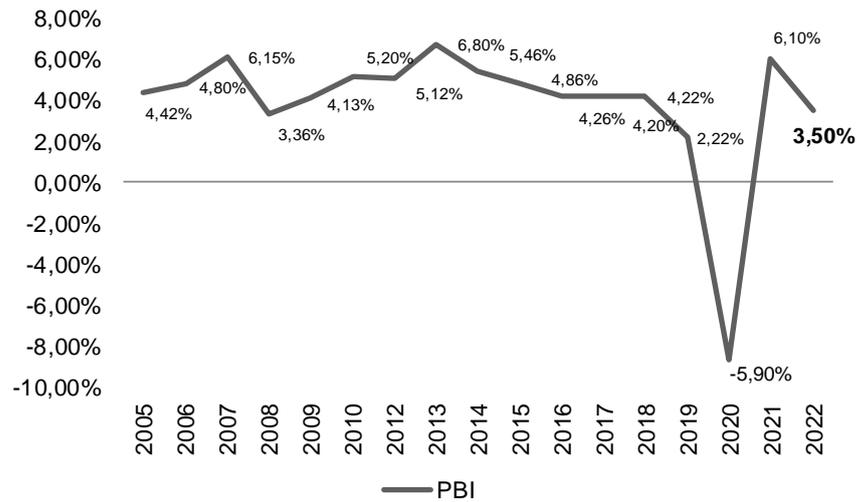
Posteriormente, el shock de oferta negativo de la pandemia no hizo más que agravar la situación económica del país, gestando, lo que parecía ser, la “tormenta perfecta”. Entre los factores por los que Bolivia se vio afectada se encuentran:

- i) a causa del Covid-19 una menor demanda mundial y producción de gas natural, principal producto de exportación de Bolivia, que ya alcanzó su nivel más bajo en 18 años;
- ii) desplome de precios de minerales e hidrocarburos en el mercado internacional, con una disminución en el valor de las exportaciones,
- iii) desbalance en las cuentas fiscales;
- iv) débil gobernabilidad del gobierno actual;
- v) preocupante caída de las reservas internacionales netas que se viene observando durante el último tiempo;
- vi) es uno de los países con mayor porcentaje de informalidad de Latam; e
- vii) incremento del ritmo de emisión monetaria para amortiguar el shock de la pandemia que generó una pérdida del valor del peso boliviano a futuro.

En 2021, Bolivia comenzó a recuperarse por la flexibilización de las restricciones impuestas por la pandemia, junto con la suba de los precios de los productos básicos. No obstante, los altos niveles de endeudamiento y una estructura productiva poco diversificada obstaculizaron un crecimiento económico sostenido. En 2022, Bolivia presenta un nivel de crecimiento del 3,5%, lejos del promedio de crecimiento del 4% anual pre pandemia.

Desde el 2015 el país sufre de déficits comerciales a raíz de la baja de los precios de las commodities. Actualmente, el valor de las commodities que exporta Bolivia es sólo un 30% del valor que representaba en 2011. A pesar de la suba de los precios de la energía, resultado de la guerra entre Rusia y Ucrania, esto no fue suficiente para financiar los desequilibrios estructurales del país dejados por la gestión de Evo Morales.

GRÁFICO 4. PBI % ANUAL. BOLIVIA. 2005-2022



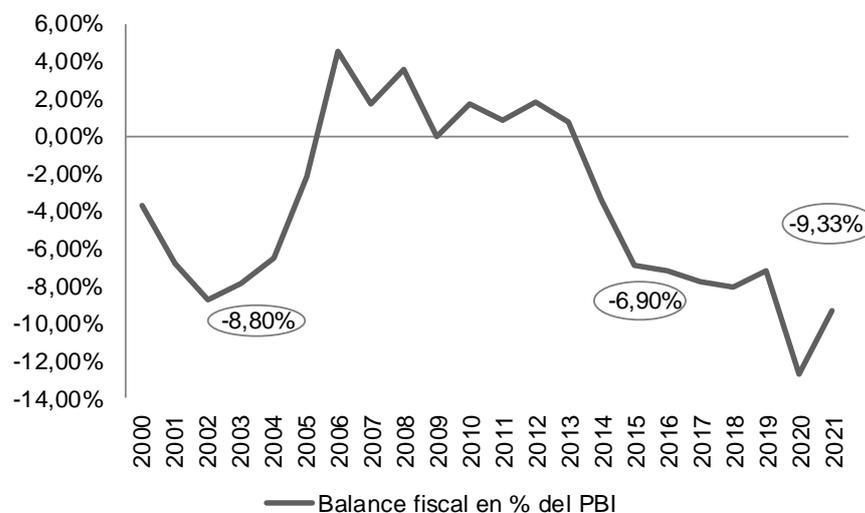
Fuente: elaboración propia en base a Ministerio de Hacienda de Bolivia

Esto se evidencia en la producción de gas. Desde hace 8 años que la producción de gas en Bolivia viene cayendo debido a la falta de inversión en exploración. Los recursos se destinaron a la explotación, lo que terminó agotando, en un contexto de mayor demanda, la cantidad disponible. Según estimaciones de la consultora Gas Energy Latin América, la producción de gas cayó de los 61 MMm³/d que producía en 2014 a 21 MMm³/d. Los pronósticos no son para nada alentadores.

Se estima que hasta 2028 Bolivia podría seguir produciendo un total de 50 MMm³/d, pero evolucionaría a la baja a partir de entonces. Esto, definitivamente, agrava la situación económica. En Bolivia, los recursos tributarios provienen de los hidrocarburos, por lo tanto, una caída de las exportaciones de gas natural provoca una reducción de los ingresos del Estado. Eso fue lo que, en rigor, detonó la crisis cambiaria en Bolivia.

En los últimos años se ha acentuado el desbalance fiscal boliviano (ver gráfico II). En 2021 el déficit fiscal de Bolivia llegó al 9% del PBI, siendo éste su peor resultado en los últimos 20 años, sacando la pandemia. En las épocas de bonanzas con precios altos del sector hidrocarburos la gestión de Evo Morales incrementó el despilfarro de recursos públicos y cuando los precios bajaron, vieron reducidos sus recursos tributarios con un mayor gasto a sostener. Ese déficit, a lo largo de los años, fue financiado con más endeudamiento. No obstante, con la suba de tasas de interés desde los principales bancos centrales del mundo, el mercado de crédito se volvió restrictivo en el último tiempo.

GRÁFICO 5. SITUACIÓN FISCAL EN % DEL PBI. BOLIVIA. 2000-2021



Fuente: elaboración propia en base a Ministerio de Hacienda de Bolivia

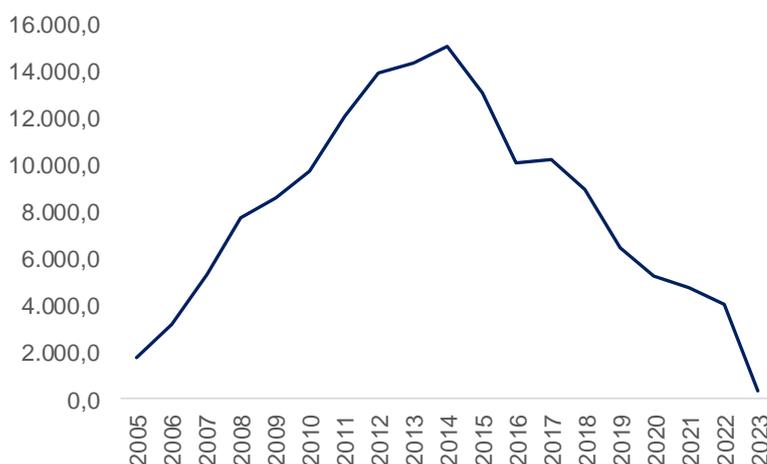
La caída de la producción de gas, junto con una mayor necesidad de financiamiento público, generó una caída de las reservas internacionales. El nivel de reservas es alarmante (ver gráfico III). En los últimos 6 años, las mismas van decreciendo, con caídas sustanciales en 2014 y 2016. Los principales factores que explican la caída de las reservas son:

- i) déficits en la balanza comercial; y
- ii) el aumento de la demanda de dólares en efectivo por parte del sistema financiero para atender los requerimientos del público en general.

Esto último se debió a una crisis de confianza, que se agudizó en 2019 con los conflictos sociales después de las elecciones presidenciales que provocaron la caída del peso boliviano. Luego de que asumiera el nuevo gobierno, esto se revirtió y la demanda de pesos bolivianos se recuperó, aunque lejos de los máximos históricos de 2014. En 2022 las reservas de Bolivia ya evidenciaban una merma de US\$11.000 millones, frente al 2014.

Si se analiza el ratio de RIN/PBI se ve que en Bolivia en 2022 era del 10%, en comparación con países como Brasil que era del 23% y en Perú del 32%. No obstante, el nivel de reservas sólo permitía cubrir 5 meses de importaciones de bienes y servicios, por encima de la métrica tradicional de tres meses establecida por organismos internacionales para evaluar el nivel mínimo de reservas; pero por debajo de los 9 meses que permitían cubrir en 2018 y aún más bajo que los 19 meses que se cubrían en 2010. Esto ya era una señal de alarma. En 2023 la caída de reservas fue tal que hoy sólo totalizan unos US\$370 millones y no llegan a cubrir ni medio mes de importaciones.

GRÁFICO 6. RESERVAS INTERNACIONALES EN MILL DE US\$. BOLIVIA. 2005-2023



Fuente: elaboración propia en base a Ministerio de BCB

En cuanto a la emisión monetaria, vemos (ver gráfico IV) que en se ha expandido fuerte en el 2020 en un 25% anual. Después, ha vuelto a contraerse a un ritmo del 9% en 2021 y al 3% en 2022. No obstante, la inyección de liquidez fue importante en los dos años, frente a la emisión anual del 3-4% de años anteriores. Obviamente, luego de una crisis social del 2019 que provocó una huida contra el peso boliviano, sumado a la preocupación ocasionada por la incertidumbre que generó el Covid-19 y la caída de las exportaciones de gas, impactó negativamente sobre el valor de la moneda local.

Todo esto resulta de políticas temporalmente económicas inconsistentes aplicadas durante varios años. Cuando el ciclo de precios altos de los commodities se revirtió, la débil posición fiscal del gobierno boliviano quedó expuesta. La crisis económica derivó en una crisis política, que a su vez agravó aún más la crisis económica. De forma similar a otros regímenes populistas de la región, en cuanto el shock positivo de ingresos via exportaciones termina, todo el modelo entra en jaque. Ahora el gobierno, y la sociedad boliviana, deberán enfrentar un duro proceso para llevar a su economía de nuevo a un sendero de equilibrio de largo plazo.

NOTAS ESPECIALES

IN MEMORIAM: ROBERT EMERSON LUCAS JR. (1937-2023)

Héctor Rubini

En la mañana del 15 de mayo pasado falleció Robert E. Lucas Jr. el más revolucionario e influyente macroeconomista de los últimos 50 años. Un coloso comparable a otros gigantes como Milton Friedman y John Maynard Keynes. Lucas ha sido el padre indiscutido de la llamada “revolución de las expectativas racionales”, enfoque conocido también como “Nueva Macroeconomía Clásica” que cambió definitivamente los modelos teóricos, métodos econométricos y la formulación de políticas económicas a partir de mediados de los años ’70.

Robert E. Lucas Jr. había nacido el 15 de septiembre de 1937 en la ciudad de Yakima, Washington. Logró una beca para estudiar en la Universidad de Chicago donde se graduó en Historia en el año 1959. Luego optó por estudiar teoría e historia económica en la Universidad de Berkeley, pero luego retornó a Chicago donde completó el doctorado en 1964. En 1963 se había incorporado como docente a la Carnegie Mellon University donde fue investigador y profesor hasta 1974, año en que regresó a la Universidad de Chicago. Allí fue profesor, investigador y llegó a ser el director del Departamento de Economía. Dio clases hasta 2015, año en que pasó a ser profesor emérito. Desde entonces siguió investigando, escribiendo artículos científicos, trabajando como asesor de tesis doctorales, y participando en las actividades y encuentros informales del departamento de Economía de Chicago hasta los primeros meses de este año.

Lucas fue miembro de la la National Academy of Sciences, la European Academy of Arts, Sciences and Humanities, la American Philosophical Society la Sociedad Económetrica, la American Academy of Arts and Sciences, la fundación Guggenheim y la American Finance Association (2004). Fue vicepresidente del Departamento de Economía de la Universidad de Chicago entre 1975 y 1983, y titular del mismo entre 1986 y 1988. Fue vicepresidente (1987) y presidente (2001 y 2002) de la American Economic Association, segundo vicepresidente de la Sociedad Económetrica (1995) y presidente de la misma (1997). Fue editor asociado de las revistas *Journal of Economic Theory* (1972-78), *Journal of Monetary Economics* (1977 hasta su fallecimiento), y editor del *Journal of Political Economy* (1988-2002) y de la *Review of Economic Dynamics* (2002 hasta su fallecimiento). Recibió el Doctorado Honoris Causa de la Universidad de Atenas (Grecia) en 1994, el Doctorado en Ciencias del Technion-Israel Institute of Technology en 1996, y el Doctorado Honoris Causa de la Universidad de Montreal (Canadá) en 1996.

En 1995 recibió el Premio Nobel de Economía por haber desarrollado y aplicado la hipótesis de las expectativas racionales formulada a principios de los años ’60 por el economista John Muth, según la cual las personas toman decisiones económicas no sólo en base a su experiencia pasada, sino en función de sus expectativas sobre el futuro. Este enfoque le permitió a Lucas transformar el análisis macroeconómico y profundizar la naturaleza y limitaciones de las políticas públicas. Con total justicia la Academia Sueca de Ciencias se refirió a Lucas como “el economista que ha tenido la mayor influencia en la investigación macroeconómica desde 1970”, destacando además que “su obra ha impulsado un desarrollo rápido y revolucionario: la aplicación de la hipótesis de las expectativas racionales, la emergencia de una teoría de ciclos económicos de equilibrio, el conocimiento sobre las dificultades para usar las políticas económicas para controlar una economía y las posibilidades de evaluar de manera confiable las políticas económicas con métodos estadísticos”.

Lucas logró esclarecer que la toma racional de decisiones hace que las acciones de los individuos particulares modifiquen sustancialmente los resultados de las políticas económicas. Los aportes de Lucas fueron construyendo el andamiaje teórico para desafiar la confianza en la infalibilidad de las intervenciones del Estado en la economía que propugnaban los economistas y políticos keynesianos desde la posguerra. El núcleo de su enfoque sostenía que la conducta humana no sólo depende de la experiencia del pasado sino del aprendizaje a partir de lo que hacen los gobiernos para formar expectativas para el futuro.

En esto se basa la llamada “crítica de Lucas” a las políticas económicas y a los métodos econométricos tradicionales para su evaluación. Básicamente sostiene que los economistas no pueden predecir de manera suficientemente precisa los efectos de los cambios en política si no incorporan las decisiones del sector privado, y en particular sus expectativas sobre las políticas públicas y sus efectos. En caso de no hacerlo, los parámetros de los modelos que se utilizan para evaluar políticas no reflejan esa actualización resultante del comportamiento de los agentes privados. Por consiguiente, los pronósticos de los resultados de las políticas resultarán en extremo imprecisos, cuando no, erróneos. En consecuencia, todo modelo que supone que los agentes económicos toman decisiones sólo en base al pasado, tengan muy poco poder predictivo. Por caso, si esperan que para promover el crecimiento de la actividad un gobierno va a acelerar la emisión monetaria, es de esperar que al anticipar mayor inflación futura los sindicatos reclamen mayores subas salariales y que las empresas incrementen sus precios a mayor

velocidad. Esto resulta en una mayor inflación liquidando la intención del gobierno de generar mayor crecimiento económico vía emisión monetaria.

De manera más “atrevida” si se quiere, su enfoque de ciclo real de equilibrio dio una sólida base analítica para defender la sujeción de los gobiernos a reglas predecibles, creíbles y sostenibles en el tiempo, y con mínima intervención en la economía. Esto implica una confianza en las fuerzas de mercado en absoluta oposición a la confianza en la infalibilidad de los gobiernos de los economistas keynesianos. De ahí que el énfasis la llamada “revolución de las expectativas racionales” se la conociera como “nueva macroeconomía clásica”, o incluso como “contrarrevolución monetarista”, en oposición a la llamada “revolución keynesiana” de los años '50 y '60.

En materia de política económica, esto se tradujo en una serie de recomendaciones propugnando la reducción al mínimo de la intervención del Estado en todos los aspectos a efectos de sostener políticas que contribuyan a promover el crecimiento económico liberando la oferta agregada de impuestos, controles y otras trabas y “cuñas” a las fuerzas del libre mercado. Por eso, también desde los años '80 esta postura libremercadista basada en el enfoque de las expectativas racionales y de la inequívoca fe en la eficiencia del sector privado se la pasó a llamar “*supply-side economics*”, o “economía del lado de la oferta”, en oposición al keynesianismo que propugna políticas públicas para sostener la actividad económica desde la demanda agregada. Lucas mismo ha estado siempre a favor de la reducción de los impuestos sobre las ganancias de capital y todos los bienes y servicios para promover la expansión de los negocios, de las actividades empresariales y de la creación de vacantes laborales. De ahí la receptividad que tuvieron sus ideas durante las políticas pro-mercado aplicadas durante los mandatos Ronald Reagan entre 1981 y 1989 basados en cuatro principios fuertemente apoyados por los nuevos macroeconomistas clásicos: a) reducción del gasto público, b) reducción de impuestos, c) remoción de regulaciones a los mercados, y d) reducción del crecimiento de la oferta monetaria.

La profundidad e impacto de la producción de Lucas sigue siendo, hasta el presente, inigualable. Sus propios colegas y ex alumnos han expresado diversos testimonios de su rigurosidad analítica y de una facilidad para pensar y elaborar modelos realmente única, algo más que evidente con sólo leer cualquiera de los trabajos que publicó en su extensa carrera.

Si algo es más que evidente es la influencia formidable que ha tenido Lucas en el cambio del enfoque y contenido de la teoría macroeconómica y también de su enseñanza. Gracias a la Nueva Macroeconomía Clásica se giró hacia una macroeconomía con fundamentos microeconómicos y a la necesidad de combinar demostraciones axiomáticas y pruebas econométricas para obtener resultados teóricos y corroborar su validez empírica. Lucas, junto a Prescott y Stokey fueron pioneros en el uso, aplicaciones y luego incorporación a no pocos programas de estudio de una nueva macroeconomía dinámica, con optimizaciones explícitas, y con creciente uso de métodos de optimización dinámica en tiempo continuo y discreto, prácticamente desconocidos hasta los aportes de Lucas. Claramente, nada volvió a ser igual en la producción de teoría macroeconómica y sus aplicaciones, ni en las aulas de las universidades ni fuera de ellas.

Artículos científicos de Robert E. Lucas Jr.

Optimal Investment Policy and the Flexible Accelerator, 1967. *International Economic Review*, 8 (1), 78-85.

Tests of a Capital-Theoretic Model of Technological Change, 1967. *Review of Economic Studies* 34 (2), 175-189.

Adjustment Costs and the Theory of Supply, 1967. *Journal of Political Economy*, 75 (4), 321-334.

Price Expectations and the Phillips Curve (con Leonard A. Rapping), 1969. *The American Economic Review* 59 (3), 342-350.

Real Wages, Employment, and Inflation (con Leonard A. Rapping), 1969. *Journal of Political Economy*, 77 (5), 721-754.

Capacity, Overtime, and Empirical Production Functions, 1970. *The American Economic Review* 60 (2), 23-27.

Investment Under Uncertainty (con Edward C. Prescott), 1971. *Econometrica* 39 (5), 659-681.

Este trabajo analiza en un modelo dinámico el comportamiento de la inversión, la producción y los precios con una demanda estocástica utilizando programación dinámica.

A Note on Prices Systems in Infinite Dimensional Space (con Edward C. Prescott), 1972. *Journal of Economic Theory* 13 (2): 416-422.

Expectations and the Neutrality of Money, 1972. *Journal of Economic Theory* 4 (2): 103-124.

En este artículo modela una economía en la que el dinero puede generar fluctuaciones de corto plazo, pero no de manera sistemática.

Unemployment in the Great Depression: Is There a Full Explanation? (con Leonard A. Rapping), 1972. *Journal of Political Economy*, 80 (1), 186-191.

Some International Evidence on Output-Inflation Trade-Offs, 1973. *The American Economic Review* 63 (34), 326-334.

Equilibrium Search and Unemployment (con Edward C. Prescott), 1974. *Journal of Economic Theory* 7 (2): 188-209.

Este es el primer modelo estocástico de asignación de mano de obra, y de determinación de salarios en distintos sectores.

An Equilibrium Model of the Business Cycle, 1975. *Journal of Political Economy*, 83 (6), 1113-1144.

Econometric Policy Evaluation: A Critique, 1976. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 1, (11): 19-46.

Este es el trabajo de la famosa “crítica de Luca”, donde demuestra que las intervenciones de los gobiernos modifican el comportamiento de los agentes económicos, de modo que los parámetros estadísticos estimados antes de dichas intervenciones son irrelevantes para evaluar el resultado ex – post de políticas públicas.

Understanding Business Cycles, 1977. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 5, (1): 7–29.

Asset Prices in an Exchange Economy, 1978. *Econometrica* 46, (6): 1429–1445.

Este trabajo desarrolla lo que para muchos es “el” modelo de determinación de precios de activos financieros en una economía sin fricciones.

On the Size Distribution of Business Firms, 1978. *Bell Journal of Economics* 9 (2), 508-523.

Aquí presenta un modelo de determinación de tamaño de firmas y su relación con el grado de control de empleados.

Unemployment Policy, 1978. *The American Economic Review Papers and Proceedings*, 68 (2), 353-357.

After Keynesian Macroeconomics (con Thomas J. Sargent), 1979. *Quarterly Review* 3. Federal Reserve Bank of Minneapolis.

The Death of Keynesian Economics, 1980. *Issues and Ideas, Winter*, 18-19.

Equilibrium in a Pure Currency Economy, 1980. *Economic Inquiry* 18, (2): 203–220.

Two Illustrations of the Quantity Theory of Money, 1980. *The American Economic Review*, 70 (5): 1005–1014.

Methods and Problems in Business Cycle Theory, 1980. *Journal of Money Credit and Banking* 12 (4) Part 2: Rational Expectations: 696-715.

Discussion of Stanley Fischer, “Towards an Understanding of the Costs of Inflation: II”, 1981. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 15, (1): 43–52.

Tobin and Monetarism: A Review Article, 1981. *Journal of Economic Literature* 19 (2), 558-567.

Interest Rates and Currency Prices in a Two-Country World, 1982. *Journal of Monetary Economics* 10 (3): 335–359.

En este trabajo analiza la determinación de precios y tasas de interés sin fricciones, con tipo de cambio flexible.

Optimal Fiscal and Monetary Policy in an Economy without Capital (con Nancy L. Stokey), 1983. *Journal of Monetary Economics* 12, (1): 55–93.

Aquí ambos autores introducen impuestos tipo Ramsey en un modelo dinámico sin capital físico.

Financial Innovation and the Control of Monetary Aggregates: Some Evidence from Canada, 1983. *NBER Working Paper No. 1157*. National Bureau of Economic Research.

Money in a Theory of Finance, 1984. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 21 (1): 9–46.

Optimal Growth with Many Consumers (con Nancy L. Stokey), 1984. *Journal of Economic Theory* 32 (1): 139–171.

Adaptive Behavior and Economic Theory, 1986. *The Journal of Business* 59 (4): 401–426.

Principles of Fiscal and Monetary Policy, 1986. *Journal of Monetary Economics* 17 (1): 117–134.

Money and Interest in a Cash-in-Advance Economy (con Nancy L. Stokey), 1987. *Econometrica* 55 (3): 491–513.

Money Demand in the United States: A Quantitative Review, 1988. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 29, (1): 137–168.

On the Mechanics of Economic Development, 1988. *Journal of Monetary Economics*, 22 (1), 3-42.

Este trabajo presenta tres modelos: el primero es un modelo de crecimiento económico con cambio tecnológico, el segundo es uno de crecimiento económico con acumulación de capital humano vía escolaridad, y el tercero otro de crecimiento con capital humano vía aprendizaje en el trabajo (“learning by doing”).

The Effects of Monetary Shocks When Prices Are Set in Advance, 1989. *Inédito*. En Gillman, M. (2013), Cap. 12.

Liquidity and Interest Rates, 1990. *Journal of Economic Theory* 50 (2): 237–264.

Este trabajo es complementario del publicado en 1987 con Nancy Stokey sobre la demanda de dinero.

Supply-Side Economics: An Analytical Review, 1990. *Oxford Economic Papers* 42 (2): 293–316.

Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries? 1990. *The American Economic Review Papers and Proceedings*, 80 (2), 92-96.

Este es el trabajo de la llamada “paradoja de Lucas”, donde trata de explicar por qué los flujos de capital de países ricos a pobres son inferiores a los que podrían esperarse según las diferencias de productividad de factores de unos y otros.

Money and Interest in a Cash-in-Advance Economy: A Reply (con Nancy L. Stokey), 1992. *Econometrica* 60 (2): 441–442.

On Efficiency and Distribution, 1992. *Economic Journal* 102 (411): 233–247.

On Efficient Distribution with Private Information (con Andrew Atkeson), 1992. *Review of Economic Studies* 59 (3): 427–453.

Real Effects of Monetary Shocks in an Economy with Sequential Purchases (con Michael Woodford), 1993. *NBER Working Paper No. 4250*. National Bureau of Economic Research.

Efficiency and Equality in a Simple Model of Unemployment Insurance (con Andrew Atkeson), 1993. *NBER Working Paper No. 4381*. National Bureau of Economic Research.

Making a Miracle, 1993. *Econometrica* 61 (2), 251-272.

Otro trabajo sobre crecimiento económico, complementario del publicado en 1988.

Review of Milton Friedman and Anna J. Schwartz, *A Monetary History of the United States, 1867–1960*, 1994. *Journal of Monetary Economics* 34 (1): 5–16.

Review of Robert Skidelsky, *John Maynard Keynes, Volumes 1 and 2*, 1995. *Journal of Modern History* 67 (4): 914–917.

Nobel Lecture: Monetary Neutrality, 1997. *Journal of Political Economy*, 104 (4), 661-682.

- Some Macroeconomics for the 21st Century, 2000. *Journal of Economic Perspectives* 14 (1), 159-168.
- Externalities and Cities, 2001. *Review of Economic Dynamics* 4 (2), 245-274.
- Interest Rates and Inflation (con Fernando E. Álvarez y Warren E. Weber), 2001. *The American Economic Review* 91 (2), 219-225.
- Inflation and Welfare, 2002. *Econometrica* 68 (2), 247-274.
- Macroeconomic Priorities, 2003. *The American Economic Review* 93 (1): 1-14.
- On the Internal Structure of Cities (con Esteban Rossi-Hansberg), 2003. *Econometrica* 70 (4), 1445-1476.
- The Industrial Revolution: Past and Future, 2004. *Federal Reserve Bank of Minneapolis Annual Report* 18, 5-20.
- Life Earnings and Rural-Urban Migration, 2004. *Journal of Political Economy*, 112 (S1), 29-59.
- Menu Costs and Phillips Curves (con Mikhail Golosov), 2007. *Journal of Political Economy* 115 (2): 171-199.
- General Equilibrium Analysis of the Eaton-Kortum Model of International Trade (con Fernando E. Álvarez), 2007. *Journal of Monetary Economics*, 54 (6), 1726-1768.
- Remarks on the Influence of Edward Prescott, 2007. *Economic Theory*, 32 (1), 7-11
- Trade and the Diffusion of the Industrial Revolution, 2007. *American Economic Journal: Macroeconomics* 1 (1), 1-25.
- Models of Idea Flows (con Fernando E. Álvarez y Francisco J. Buera), 2008. *NBER Working Paper No. 14135*. National Bureau of Economic Research.
- Ideas and Growth, 2009. *Economica*. 76 (301), 1-19.
- Liquidity Crises (con Nancy L. Stokey), 2011. *Economic Policy Paper 11-3*. Federal Reserve Bank of Minneapolis.
- What Economists Do, 2011. *Journal of Applied Economics*, 14 (1), 1-4.
- Idea Flows, Economic Growth, and Trade (con Fernando E. Álvarez y Francisco J. Buera), 2013. *NBER Working Paper No. 19667*. National Bureau of Economic Research.
- On the Stability of Money Demand (con Juan Pablo Nicolini), 2013. *Journal of Monetary Economics*. 73 (C), 48-65.
- Glass-Steagall: A Requiem, 2013. *The American Economic Review* 103 (3): 43-47.
- Knowledge Growth and the Allocation of Time (con Benjamin Moll), 2014. *Journal of Political Economy*, 122 (1), 1-51.
- Liquidity: Meaning, Measuring, Management, 2014. *Review*, 96 (3), 199-212. Federal Reserve Bank of St. Louis.
- Human Capital and Growth, 2015. *The American Economic Review* 105 (5), 85-88.
- Memories of Friedman and Patinkin, 2017. *Journal of Political Economy*, 125 (6), 1831-1834.
- What Was the Industrial Revolution?, 2018, *Journal of Human Capital* 12 (2), 182-203. Versión previa de 2017: *NBER Working Paper No. 23547*. National Bureau of Economic Research.
- Learning, Career Paths, and the Distribution of Wages (con Santiago Caicedo y Esteban Rossi-Hansberg), 2019. *American Economic Journal: Macroeconomics* 11 (1), 49-88.
- International Evidence on Long Run Money Demand (con Luca Benati, Juan Pablo Nicolini y Warren Weber), 2021. *Journal of Monetary Economics* 117 (C), 46-63.

Algunos artículos ocasionales y de divulgación

- Keynote Address to the 2003 HOPE Conference: My Keynesian Education, 2004. *History of Political Economy* 36, Supplement 1: 12-24.
- Present at the Creation: Reflections on the 2004 Nobel Prize to Finn Kydland and Edward Prescott. *Review of Economic Dynamics* 8 (4), 777-779.
- Panel Discussion: Is Science Replacing Art?, 2006. *Monetary Policy: A Journey from Theory to Practice; an ECB Colloquium in Honor of Otmar Issing*, 16-17 European Central Bank (2007): 168-171.

Libros

- Rational Expectations and Econometric Practice* (ed. con Thomas J. Sargent), 1981. University of Minnesota Press.
- Studies in Business-Cycle Theory*, 1981. The MIT Press.
- Models of Business Cycles*, 1987. Oxford: Basil Blackwell. Traducido al español como *Modelos de Ciclos Económicos*. Alianza Editorial. Barcelona, 1988.
- Recursive Methods in Economic Dynamics* (con Nancy L. Stokey y Edward C. Prescott). Harvard University Press. 1989.
- Lectures on Economic Growth*. Harvard University Press. 2002.

Sobre Robert E. Lucas Jr.:

- Sargent, Thomas, J. (sin fecha). Learning from Lucas. http://www.tomsargent.com/research/Learning_from_Lucas.pdf
- Sargent, Thomas J, 1996. Expectations and the Nonneutrality of Lucas. *Journal of Monetary Economics*, 37, 535-548.
- Chari, V.V., 1998. Nobel Laureate Robert E. Lucas Jr.: Architect of Modern Macroeconomics. *Journal of Economic Perspectives*, 12 (1), 171-186.
- Svensson, Lars E. O., 1998. The Scientific Contributions of Robert E. Lucas Jr. *The Scandinavian Journal of Economics* 98 (1), 1-10.
- Hoover, Kevin, 1999. *The Legacy of Robert Lucas Jr.* (3 vol.). Edward Elgar Publishing
- Gillman, Max, 2013. *Collected Papers on Monetary Theory: Robert Lucas Jr.* Harvard University Press.

PRÓXIMOS INDICADORES Y EVENTOS

2023		Mayo				
LUNES	MARTES	MIÉRCOLES	JUEVES	VIERNES	SÁBADO	DOMINGO
22	23	24	25	26	27	28
		INDEC: Encuesta nacional de centros de compras. Marzo de 2023 Encuesta de supermercados. Marzo de 2023. Encuesta de autoservicios mayoristas. Marzo de 2023.	FERIADO NACIONAL Bureau of Economic Analysis (EE.UU.): PBI 1er Trimestre 2023 (2a. Estimación)			
LUNES	MARTES	MIÉRCOLES	JUEVES	VIERNES	SÁBADO	DOMINGO
29	30	31				

2023		Junio				
LUNES	MARTES	MIÉRCOLES	JUEVES	VIERNES	SÁBADO	DOMINGO
			1	2	3	4
				IBGE (Brasil): Índice de Producción Industrial Mensual. Abril de 2023. U.S. Bureau of Labor Statistics (EE.UU.): Situación del Empleo. Mayo de 2023.		
LUNES	MARTES	MIÉRCOLES	JUEVES	VIERNES	SÁBADO	DOMINGO
5	6	7	8	9	10	11
		IBGE (Brasil): Índice Nacional de Producción al Consumidor Amplio (IPCA). Mayo de 2023.	INDEC: Índice de producción industrial manufacturero (IPI manufacturero). Abril de 2023 Indicadores de coyuntura de la actividad de la construcción. Abril de 2023.			Elecciones para gobernador provincias de Corrientes, San Luis y Tucumán. Primarias abiertas simultáneas y obligatorias (PASO) en Mendoza.
LUNES	MARTES	MIÉRCOLES	JUEVES	VIERNES	SÁBADO	DOMINGO
12	13	14	15	16	17	18
	Reserva Federal (EEUU): Reunión del Comité de Mercado Abierto. U.S. Bureau of Labor Statistics (EE.UU.): IPC. Mayo de 2023.	INDEC: Índice de precios al consumidor (IPC). Mayo de 2023. Reserva Federal (EEUU): Reunión del Comité de Mercado Abierto. U.S. Bureau of Labor Statistics (EE.UU.): Índice de Precios al Productor. Mayo de 2023.	INDEC: Sistema de índices de precios mayoristas (SIPM). Mayo de 2023. Índice de costo de la construcción (ICC). Mayo de 2023. Utilización de la Capacidad Instalada Industrial (UCII). Abril de 2023. Banco Central Europeo: Reunión de Política Monetaria. Banco de Japón: Reunión de Política Monetaria.			Elecciones primarias abiertas simultáneas y obligatorias (PASO) en provincia de Chaco.

ANEXO ESTADÍSTICO

Indicador	Abr-22	May-22	Jun-22	Jul-22	Ago-22	Sep-22	Oct-22	Nov-22	Dic-22	Ene-23	Feb-23	Mar-23	Abr-23
Precios													
IPC Nacional (INDEC) Var. % m/m	6,0%	5,1%	5,3%	7,4%	7,0%	6,2%	6,3%	4,9%	5,1%	6,0%	6,6%	7,7%	8,4%
IPC Nac. Núcleo Var. % m/m	6,7%	5,2%	5,1%	7,3%	6,8%	5,5%	5,5%	4,8%	5,3%	5,4%	7,7%	7,2%	8,4%
IPC Alim. y beb. no alc. Var. % m/m	5,9%	4,4%	4,6%	6,0%	7,1%	6,7%	6,2%	3,5%	4,7%	6,8%	9,8%	9,3%	10,1%
IPC Nacional (INDEC) Var. % a/a	58,0%	60,7%	64,0%	71,0%	78,5%	83,0%	88,0%	92,4%	94,8%	98,8%	102,5%	104,3%	108,8%
IPC Nac. Núcleo Var. % a/a	60,5%	63,2%	65,5%	72,2%	78,4%	82,3%	86,4%	89,1%	90,6%	94,4%	100,4%	102,0%	105,2%
IPC Alim. y beb. no alcohólicas Var. % a/a	62,1%	64,2%	66,4%	70,6%	80,0%	86,6%	91,6%	94,2%	95,0%	98,4%	102,6%	106,6%	115,0%
IPC GBA (INDEC) Var. % m/m	6,2%	4,8%	5,5%	7,4%	7,0%	6,0%	6,6%	5,0%	5,3%	6,0%	6,7%	7,8%	8,6%
IPC GBA Núcleo Var. % m/m	7,0%	5,0%	5,3%	7,4%	6,9%	5,5%	5,8%	4,9%	5,6%	5,5%	7,5%	6,8%	8,4%
IPCBA (CABA) Var. % m/m	5,3%	5,5%	5,1%	7,7%	6,2%	5,6%	7,0%	5,8%	5,8%	7,3%	6,0%	7,1%	7,8%
IPC GBA (INDEC) Var. % a/a	59,0%	61,2%	66,9%	71,8%	79,1%	82,9%	87,8%	92,8%	95,2%	99,0%	103,1%	105,3%	109,9%
IPC GBA Núcleo Var. % a/a	61,8%	64,0%	66,8%	73,3%	79,8%	83,5%	87,9%	90,7%	92,5%	96,6%	102,2%	103,6%	106,2%
IPCBA (CABA) Var. % a/a	56,0%	58,8%	61,8%	69,2%	74,6%	78,4%	84,0%	89,9%	93,4%	99,4%	103,1%	105,5%	110,4%
Expectativas de Inflación (UTDT)													
Mediana	50,0	50,0	50,0	60,0	50,0	60,0	70,0	80,0	70,0	70,0	80,0	80,0	90,0
Media	52,2	58,4	57,9	62,5	60,6	61,7	68,4	72,4	69,6	70,2	69,9	75,4	82,0
Indicadores Fiscales SPNF (Var. % a/a)													
Ingresos Totales	77,9%	58,7%	64,9%	82,8%	73,3%	41,1%	94,5%	79,4%	92,0%	92,4%	85,6%	60,7%	71,9%
Gastos Totales	84,6%	76,7%	74,2%	64,7%	77,4%	77,6%	60,8%	88,7%	70,6%	116,1%	109,2%	69,6%	88,7%
Ingr. Primarios (sin Rentas de la Prop.)	58,9%	55,5%	57,7%	74,1%	71,3%	33,1%	95,5%	85,9%	90,2%	94,9%	83,1%	78,1%	87,0%
Gastos Primarios	87,4%	88,3%	75,3%	62,0%	72,9%	78,9%	63,5%	77,9%	54,8%	111,3%	95,0%	69,0%	88,7%
Recursos tributarios (Var. % a/a)													
Recaudación total	64,0%	79,9%	82,1%	87,0%	72,2%	117,9%	92,8%	88,8%	95,6%	93,4%	82,3%	88,3%	90,2%
Dirección General Impositiva	65,8%	66,3%	78,7%	122,8%	75,2%	87,5%	119,0%	113,2%	114,9%	103,1%	138,0%	157,4%	130,6%
Dirección General de Aduanas	79,7%	87,1%	73,9%	82,3%	103,4%	82,9%	86,7%	65,7%	48,9%	64,7%	45,7%	66,5%	96,7%
Sistema de Seguridad Social	72,1%	75,8%	83,2%	79,2%	81,4%	81,7%	89,7%	94,9%	96,5%	105,4%	103,2%	113,0%	110,7%

Indicador	Abr-22	May-22	Jun-22	Jul-22	Ago-22	Sep-22	Oct-22	Nov-22	Dic-22	Ene-23	Feb-23	Mar-23	Abr-23
Confianza del Consumidor (UTDT)													
Indice	35,7	36,3	39,1	34,7	37,1	37,2	35,7	35,2	35,9	38,5	36,2	36,2	37,1
Var. % m/m	-3,2%	1,6%	7,7%	-11,1%	6,6%	0,4%	-4,1%	-1,4%	2,2%	7,3%	-6,1%	5,6%	-2,9%
Var. % a/a	1,1%	2,5%	12,8%	-8,2%	-6,8%	-8,2%	-11,3%	-11,4%	-4,9%	-4,0%	-8,2%	-2,0%	3,8%
Indicadores de Actividad													
EMAE (INDEC) Var. % a/a	6,1%	8,1%	7,2%	6,2%	6,7%	4,9%	4,4%	2,5%	-1,1%	3,1%	0,2%	1,3%	s/d
Var m/m, sin estacionalidad	0,7%	0,0%	1,0%	0,4%	-0,1%	0,0%	-0,8%	-0,7%	-0,6%	1,1%	0,5%	0,1%	s/d
Uso Capacidad Instalada Industria Manufacturera (INDEC)	67,1%	68,0%	69,5%	67,9%	69,6%	68,6%	66,7%	68,9%	63,8%	62,0%	65,0%	67,5%	s/d
Venta de autos O Km (ADEFA) Var. % a/a	3,3%	20,4%	32,1%	20,8%	11,9%	34,6%	30,8%	26,6%	2,4%	9,8%	18,5%	12,6%	9,5%
Var m/m, con estacionalidad	-8,8%	9,3%	10,4%	-21,0%	-0,9%	18,6%	-4,4%	6,4%	-5,6%	-34,0%	36,2%	26,4%	-11,3%
Producción Industrial (FIEL) Var. % a/a	4,2%	8,4%	5,4%	2,3%	5,5%	-0,4%	0,3%	0,0%	-3,9%	3,8%	-0,9%	-3,1%	s/d
Var m/m, desest.	3,1%	-0,6%	-0,6%	-2,9%	0,0%	-3,5%	-0,5%	1,1%	-1,4%	3,0%	-0,3%	-0,7%	s/d
Producción Industrial (INDEC) Var. % a/a	4,4%	11,5%	7,0%	5,2%	7,3%	3,9%	3,1%	0,5%	-3,0%	6,4%	-1,7%	3,1%	s/d
ISAC (INDEC) Var. % a/a	8,9%	20,0%	7,3%	5,3%	7,4%	5,2%	-0,8%	-1,4%	-10,5%	2,7%	-6,3%	1,2%	s/d
Construcción (Grupo Construya) Var. % a/a	8,7%	17,0%	4,9%	8,4%	12,1%	2,1%	0,0%	-5,1%	-12,7%	0,4%	-10,7%	-9,1%	-12,4%
Var. % m/m, desest.	4,9%	-5,3%	3,4%	7,6%	-9,9%	-5,5%	5,3%	-9,0%	-11,5%	4,9%	8,0%	-4,6%	8,2%
Despachos de Cemento (AFCP) Var. % a/a	9,8%	24,2%	14,3%	9,4%	12,3%	8,6%	-1,3%	-0,1%	-9,4%	8,9%	-5,1%	5,6%	-1,3%
Indicadores del Sector Externo													
Exportaciones en USD	8.337	8.254	8.432	7.773	7.537	7.407	7.901	7.089	6.119	4.900	5.230	5.735	5.891
Var. % a/a	35,7%	21,2%	20,3%	7,2%	-6,9%	-2,2%	15,1%	14,5%	-7,1%	-11,7%	-18,9%	-22,0%	-29,3%
Importaciones en USD	6.883	7.886	8.547	8.210	7.837	6.993	6.074	5.750	5.017	5.384	5.048	6.846	6.017
Var. % a/a	47,3%	53,4%	44,6%	43,7%	36,2%	18,8%	15,8%	-0,3%	-19,3%	2,5%	-10,4%	-3,3%	-12,6%
Saldo Comercial en USD	1.454	368	-115	-437	-300	414	1.827	1.339	1.102	-484	182	-1.111	-126
Precios Materias Primas BCRA (dic 2001=100)	371,6	372,5	365,6	337,7	340,7	331,1	327,2	330,2	321,2	327,6	325,9	313,7	310,1
Var. % a/a	26,3%	24,1%	17,3%	13,4%	16,2%	18,4%	16,2%	12,9%	8,6%	4,4%	-1,4%	-14,7%	-16,6%

Indicador	Abr-22	May-22	Jun-22	Jul-22	Ago-22	Sep-22	Oct-22	Nov-22	Dic-22	Ene-23	Feb-23	Mar-23	Abr-23
Indicadores Monetarios (saldos promedios mensuales)													
Base Monetaria (\$ M.M.)	3.616	3.708	3.896	4.216	4.298	4.181	4.230	4.400	4.821	5.293	5.237	5.167	5.201
Circulante	2.685	2.743	2.935	3.200	3.233	3.172	3.239	3.348	3.790	4.089	4.086	4.071	4.154
Otros pasivos BCRA en mon. local: (a) + (b) + (c)	6.942	7.483	8.102	9.164	9.315	10.437	11.379	11.925	12.999	13.613	14.360	15.311	16.458
(a) Deuda Remun (LELIQ+NOCOM)	4.533	4.980	5.390	5.863	6.029	6.511	7.238	7.466	7.953	8.218	8.559	8.930	9.618
(b) Pasivos netos por pases	577	554	628	1.044	942	1.411	1.432	1.633	2.006	2.185	2.464	2.874	3.100
(c) Depósitos del Gobierno	1.832	1.948	2.084	2.257	2.344	2.516	2.708	2.827	3.040	3.210	3.337	3.507	3.739
Reservas intern. brutas (U\$S M.M.)	43,0	41,6	40,9	40,4	37,1	37,2	39,1	37,9	40,8	43,2	39,9	37,9	37,0
Dep. en mon.ext. en BCRA (U\$S M.M.)	18,4	18,5	18,5	18,1	17,5	17,5	17,5	18,1	18,8	19,5	19,6	19,3	18,5
(BaseMon.+ Pas.noMon.)/(Rvas.Int.Brut - Dep.en U\$S en BCRA)	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	1.170,1
Tipo de cambio mayorista bancos (\$ / U\$S)	113,3	117,8	122,7	128,4	135,3	143,6	152,6	162,1	172,9	182,2	191,9	203,1	216,6
Depósitos bancarios (saldos promedios mensuales)													
Total depósitos (\$ M.M.)	13.080	13.866	14.776	15.868	16.435	17.594	18.914	19.895	21.481	22.817	23.777	24.963	26.417
Sector privado	10.624	11.277	12.075	13.048	13.406	14.396	15.386	16.268	17.869	18.963	19.999	21.098	22.299
Sector público	2.456	2.589	2.701	2.820	3.029	3.198	3.529	3.627	3.612	3.854	3.778	3.865	4.118
En moneda local (\$ M.M.)	10.994	11.690	12.505	13.542	14.062	15.096	16.250	16.962	18.240	19.262	20.019	21.043	22.435
Sector privado	8.889	9.465	10.163	11.113	11.431	12.274	13.108	13.802	15.163	16.004	16.859	17.788	18.891
Sector público	2.105	2.225	2.342	2.429	2.631	2.822	3.142	3.160	3.077	3.257	3.160	3.254	3.544
En moneda extranjera (\$ M.M.)	2.086	2.177	2.271	2.326	2.373	2.498	2.665	2.933	3.240	3.555	3.758	3.921	3.982
Sector privado	1.735	1.812	1.912	1.935	1.975	2.122	2.278	2.466	2.706	2.958	3.141	3.309	3.408
Sector público	351	364	359	391	398	376	386	467	535	597	618	611	574
En moneda extranjera (U\$S M.M.)	18,4	18,5	18,5	18,1	17,5	17,5	17,5	18,1	18,8	19,5	19,6	19,3	18,5
Sector privado	15,3	15,4	15,6	15,1	14,6	14,8	15,0	15,2	15,7	16,3	16,4	16,3	15,8
Sector público	3,1	3,1	2,9	3,0	2,9	2,6	2,5	2,9	3,1	3,3	3,2	3,0	2,7
Tasas de interés nominales													
Tasa de control monetario BCRA (% anual) Prom. mensual	46,0	48,2	50,4	52,8	66,1	72,6	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0	76,5	80,3
Tasas activas (% anual)													
Call en pesos entre bancos privados	32,2	34,7	36,9	41,7	52,7	60,5	59,9	62,5	64,5	64,7	63,7	64,2	66,0
Adel. cta.cte. en pesos a empresas no financ. por \$ 10 M o más, con acuerdo, de 1 a 7 días	38,9	40,6	42,5	46,7	61,8	69,6	72,4	73,9	73,3	74,4	75,1	75	76,3
Préstamos personales	57,9	58,9	60,2	65,7	75,3	78,2	82,7	79	81	79,4	79,6	79,6	80,9
Tasas pasivas (% anual)													
BADLAR	42,4	44,6	47,2	50,1	59,5	65,5	68,3	68,3	68,4	68,9	68,9	70,2	73,6
Plazo fijo en \$ hasta \$ 100.000	43,8	46,0	49,0	52,1	64,4	71,0	73,5	73,5	73,6	73,6	73,5	75,0	78,0
Plazo fijo en \$ más de \$ 1.000.000	41,8	43,9	46,6	49,6	58,8	64,7	67,6	67,4	67,9	68,1	68,1	69,5	72,9